

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

GENNAIO / MARZO

2024

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO+

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, ALESSANDRA
CAMEDDA, GABRIELLA CAZZETTA, PAOLA DASSISTI, ALBERTO
GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI
(SEGRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, EUGENIA
MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MACER, MASSIMO
MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO,
ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA,
CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

Rivista | dottrina
di Diritto Bancario | e giurisprudenza
commentata

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

SOMMARIO

MARCELLO MAGGIOLO, Le Sezioni Unite e la sussidiarietà dell'azione generale di arricchimento	1
FEDERICO RIGANTI, Cripto-attività e finanza sostenibile: gli “opposti” (non) si attraggono?	15
TOMMASO VITO RUSSO, La tutela dell'acquirente nei contratti di cessione di partecipazioni societarie, tra <i>representations</i> , <i>warranties</i> , <i>indemnities</i> e <i>adjustment price clauses</i>	43
MADDALENA SEMERARO, L'ammortamento alla francese: premesse concettuali e interpretazioni correnti.	81
ALDO TRAVI, Contratti degli enti locali per strumenti derivati e ordine pubblico internazionale	117
EUGENIA MACCHIAVELLO, La regolazione del <i>crowdfunding</i> in Italia dopo l'adattamento del nostro ordinamento al Regolamento UE n. 2020/1503: i principali cambiamenti per i fornitori di servizi di <i>crowdfunding</i> operanti in Italia e questioni ancora aperte	135

SOMMARIO

ALDO ANGELO DOLMETTA, Euribor manipolato e contratti «a valle». Questioni	1
AURELIO GENTILI, Sulla tutela del cliente nel ‘contratto a valle’ (il caso Euribor)	19
GIUSEPPE GUIZZI, Manipolazione dell’ <i>Euribor</i> e nullità contratti di finanziamento a tasso variabile: “ci risiamo”!	29

Le Sezioni Unite e la sussidiarietà dell'azione generale di arricchimento

SOMMARIO: 1. La massima – 2. La vicenda, l'ordinanza interlocutoria e la sentenza 5 maggio 2023, n. 13203 – 3 Le Sezioni Unite – 4. La sussidiarietà dell'azione di arricchimento in una interpretazione restrittiva con funzione antielusiva – 5. La tassonomia delle situazioni preclusive. Necessità di distinguere tra nullità per contrarietà a norma imperativa e nullità per illiceità – 6. Illiceità del contratto e bilanciamento tra le posizioni rispettivamente di arricchito e di impoverito

1. *La massima*

Alla fine degli anni Cinquanta del secolo scorso, Piero Schlesinger rimarcava lucidamente come, in materia di arricchimento ingiustificato, sia probabilmente impossibile raggiungere una formula unitaria che racchiuda tutti i casi di acquisto senza giusta causa, e ne ricavava la conseguenza che in questa materia sarebbe “*preferibile l'illustrazione di una ricca casistica, piuttosto che l'enunciazione di criteri direttivi*”¹. L'idea è così lungimirante da superare il suo originario ambito – il concetto di giusta causa dello spostamento patrimoniale – per coinvolgere il modo di intendere la sussidiarietà dell'azione di arricchimento (art. 2042 c.c.).

Lo attesta (anche) la decisione delle Sezioni Unite ora in commento, dove viene dapprima enunciato il principio per cui la sussidiarietà dell'azione di arricchimento starebbe a indicare che essa è proponibile nei casi in cui un'altra azione fondata “*sul contratto, su legge ovvero su clausole generali*” sia carente *ab origine* del titolo giustificativo; facendo però seguire, alla enunciazione in positivo di un principio generale, una tassonomia di situazioni impeditive.

La azione di arricchimento è infatti considerata preclusa se la “*domanda alternativa*” sia rigettata per “*prescrizione o decadenza del*

¹ P. SCHLESINGER, voce *Arricchimento, azione di (diritto civile)*, in *Noviss. Dig. it.*, I, Torino, 1958, 1007, con un approccio ispirato da E. von CAEMMERER, *Bereicherung und unerlaubte Handlungen*, in *Festschrift für E. Rabel*, I, Tubinga, 1954, 337, e poi sostanzialmente condiviso da P. TRIMARCHI, *L'arricchimento senza causa*, Milano, 1962, 22 ss.; L. BARBIERA, *L'ingiustificato arricchimento*, Napoli, 1964, 105 ss.

diritto azionato”; oppure per “*carenza di prova circa l’esistenza del pregiudizio subito*”; o infine per “*nullità del titolo contrattuale, ove la nullità derivi dall’illiceità del contratto per contrasto con norme imperative o con l’ordine pubblico*”.

Ecco quindi che, dal magma di una giurisprudenza non certo ordinata, riappare la ‘ricca casistica’ auspicata da Piero Schlesinger. E da un esame dell’esperienza soprattutto applicativa, questa breve ricerca mira allora a ricucire qualche minimo brandello di un tessuto assai sfilacciato²

2. La vicenda, l’ordinanza interlocutoria e la sentenza 5 maggio 2023, n. 13203

Comincio dal caso. L’acquirente di un terreno in origine edificabile, e divenuto agricolo per una sopravvenuta decisione urbanistica, si era accollato un’opera di interrimento di cavi ad alta tensione nella prospettiva, alimentata da alcune assicurazioni provenienti dalla Amministrazione Comunale, di ottenere il ripristino della edificabilità. Il terreno restava però agricolo. Di conseguenza, l’acquirente agiva in giudizio, facendo valere in via principale una responsabilità precontrattuale dell’ente, e in subordine un suo arricchimento ingiustificato.

In primo grado la responsabilità precontrattuale era ritenuta indimostrata, e l’azione di arricchimento accolta. In appello questo secondo capo di sentenza era rovesciato, con una declaratoria di inammissibilità dell’azione di arricchimento per difetto di residualità, stante il fatto che l’azione principale *ex art. 1337 c.c.* era stata disattesa. La questione di come intendere la sussidiarietà della azione generale di arricchimento era riproposta in Cassazione. Approdata in terza sezione, a febbraio del 2023 era rimessa alle Sezioni Unite sulla base di una ordinanza interlocutoria nella quale l’interrogativo viene sollevato nei

² Viene spontaneo ricordare la sconsolata constatazione della «*farraginosità di massime imprecise, troppo ampie o senz’altro infedeli, di tortuosità del discorso e del pensiero, di confusioni tra ordini di pensiero e di discorso sostanziale e processuale, che col passare dei decenni è diventata stretta pertinenza del “principio di sussidiarietà”*» (D. CARUSI, *Una fonte (inesauribile?) di equivoci: la sussidiarietà dell’azione di arricchimento*, in *Giur. it.*, 2014, 1099, in nota a Cass., 2 agosto 2013, n. 18502).

termini di una spettanza o non spettanza dell'azione di arricchimento quando sia disponibile una diversa azione basata su di una clausola generale³.

Mi pare opportuno riassumere il percorso motivazionale dell'ordinanza, per confrontarlo con la successiva decisione delle Sezioni Unite, ma anche con le ragioni spese in un'altra sentenza resa nel frattempo dalla stessa terza sezione.

Proprio dal raffronto emerge infatti la difficoltà di tenere insieme il complessivo apparato motivazionale della giurisprudenza di legittimità.

L'ordinanza interlocutoria imposta la questione come interrogativo sulla ampiezza della residualità dell'art. 2042 c.c. Si chiede allora se vada seguita la tesi secondo la quale l'azione di arricchimento non sarebbe ammessa soltanto quando spetti un'azione fondata su un contratto o sulla legge, oppure se la residualità debba valere rispetto a una qualsiasi diversa azione, anche se fondata su una clausola generale (volendo intendere come tale la regola dell'art. 1337 c.c., o quella dell'art. 2043 c.c.).

La pronuncia sgombra subito il campo da un equivoco. Rifiuta cioè di ragionare in termini di tipicità dell'azione principale, che in ipotesi sarebbe presente nel caso di azione fondata su di un contratto o sulla legge, e assente invece dove l'azione sia fondata su di una clausola generale. L'ordinanza rimarca infatti – e sul punto è del tutto condivisibile – come le azioni, in quanto poteri processuali, non siano tipiche, e come non si debbano confondere tipicità della azione e tipicità della fattispecie (assente dove la norma sia una clausola generale). Cade così l'assioma per cui dove la pretesa sia fondata su clausole generali non ci sarebbe azione (appunto tipica) che possa precludere il rimedio sussidiario⁴.

L'ordinanza interlocutoria ricorda poi le ragioni di carattere sostanziale e processuale che rendono non attuale un problema, talora paventato⁵, di duplicazioni risarcitorie o indennitarie⁶.

³ Cass., 20 febbraio 2023, n. 5222.

⁴ Il precedente rilevante è Cass., 22 marzo 2012, n. 4620.

⁵ Proprio questa sarebbe invece la ragione sostanziale dell'art. 2042 c.c. secondo P. SIRENA, *Note critiche sulla sussidiarietà dell'azione generale di arricchimento senza causa*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2005, 116.

⁶ Sono ragioni evidenti, che riguardano la delimitazione di risarcimento al pregiudizio effettivo e gli effetti di un giudicato sull'azione risarcitoria.

E ancora, l'ordinanza contesta l'idea secondo la quale, nel caso in cui l'azione dipenda da una clausola generale, per stabilire se sussista un'azione preclusiva sarebbe necessario conoscerne il merito. In realtà, osserva il provvedimento, se l'azione fosse effettivamente preclusiva, è sufficiente che sia esperita o anche solo prospettata, senza bisogno di scendere nel merito della sua fondatezza o no.

Ravvisando allora nella residualità della azione di arricchimento il senso di evitare che, mediante l'azione sussidiaria, si possa aggirare l'esito infausto di una azione principale, la sezione remittente propende per una assimilazione delle azioni fondate su clausole generali con quello delle azioni fondate su contratto o legge, ritenendole tutte preclusive dell'azione sussidiaria. Nel caso concreto, propende quindi per escludere la ammissibilità della azione di arricchimento in quanto la azione principale (volta a far valere una responsabilità precontrattuale) era stata respinta per difetto di prova.

La stessa terza sezione tornava sul tema della sussidiarietà dopo poco più di due mesi, a maggio, pronunciandosi su di un caso in cui l'azione di arricchimento era stata ritenuta esperibile dopo il rigetto nel merito di una domanda fondata su di un titolo contrattuale di cui era stata ravvisata l'inesistenza⁷. Osserva la sezione che, non essendo chiamata di nuovo a decidere su di una questione di azione principale basata su di una clausola generale, non c'era bisogno di attendere le Sezioni Unite.

Non ravvisando nel nuovo caso al suo esame alcuna delle possibili *rationes* della sussidiarietà (evitare duplicazioni di tutela; evitare la elusione del rigetto di una domanda; evitare che la parte che abbia fondato il suo diritto su un contratto nullo per contrarietà a norme imperative od ordine pubblico possa coltivare altrimenti la sua pretesa), in questa decisione la terza sezione si allinea ai precedenti che riconducono alla sentenza che accerti l'inesistenza del titolo contrattuale un duplice effetto: quello negativo di precludere che il diritto possa essere nuovamente fatto valere; e quello positivo di accertare la sussistenza del presupposto della sussidiarietà (l'inesistenza di altro titolo).

Tornerò sulla tassonomia di situazioni impeditive dopo l'esame della pronuncia delle Sezioni Unite.

⁷ Cass., 5 maggio 2023, n. 13203.

Per il momento, mi limito a segnalare che non tutti i precedenti allineati al principio enunciato in questa decisione hanno la sua stessa portata. Se infatti in alcuni casi i due effetti, negativo e positivo, vengono effettivamente ricondotti a un accertamento passato in giudicato⁸, in altri casi essi appaiono in situazioni nelle quali quell'accertamento era in realtà del tutto assente⁹

3. *Le Sezioni Unite*

A fine anno è giunto l'arresto delle Sezioni Unite¹⁰.

Nella motivazione, dopo qualche notazione storica più che altro di costume, il tema viene presentato nei termini di una alternativa tra la concezione di sussidiarietà in astratto, e quindi di azione generale impedita in ogni caso nel quale l'impoverito disponga di altri rimedi azionabili, e la concezione della sussidiarietà in concreto, per cui l'azione generale sarebbe invece concessa quando rimedi diversi astrattamente disponibili siano per qualsiasi ragione concretamente preclusi.

Ricordato il fondamento equitativo della soluzione raggiunta dalle sezioni unite in tema di arricchimento mediato¹¹, le Sezioni Unite segnalano – in modo peraltro non del tutto preciso¹² – una tradizionale

⁸ Cass., 25 maggio 2011, n. 11489.

⁹ Cass, 13 giugno 2018, n. 15496 ritiene rispettato il requisito della sussidiarietà per il fatto che nel corso del procedimento non era stata dimostrata la allegata presenza di un giudicato circa la inesistenza del diritto fatto valere. Al di là dei termini particolari di quella fattispecie, è comunque certa l'assenza del

¹⁰ Cass., sez. un., 5 dicembre 2023, n. 33954.

¹¹ Cass., sez. un., 8 ottobre 2008, n. 24772, dove viene riaffermato il doppio requisito della unicità del fatto costitutivo di arricchimento e impoverimento e della sussidiarietà dell'azione, ravvisandovi “*la duplice eccezione*” dell'arricchimento mediato conseguito dalla P.A. (stante la fungibilità degli enti) e dell'arricchimento conseguito dal terzo a titolo gratuito (stante la previsione dell'art. 2038 c.c.), in ragione della “*funzione propriamente equitativa dell'actio de in rem verso*”.

¹² La imprecisione delle autocitazioni sembra essere costante nella materia dell'arricchimento ingiustificato: istruttive le pazienti verifiche di D. CARUSI, *Proposizione in via subordinata dell'azione di arricchimento, autorità del precedente giudiziale e stile delle sentenze*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, I, 247 ss.

prevalenza dell'orientamento favorevole all'idea della sussidiarietà in astratto¹³.

Alla segnalazione si aggiunge la indicazione di un temperamento della concezione astratta di sussidiarietà (ormai il secondo, dopo quello relativo all'arricchimento mediato), consistente nella ritenuta ammissibilità della azione sussidiaria quando quella principale sia stata disattesa perché a priori insussistente in ragione della irriducibilità della fattispecie concreta alla fattispecie legale (e vengono ricordati i casi di contratto afflitto da nullità formale, o di nullità per difetto di una necessaria delibera autorizzativa)¹⁴.

E ancora, altro temperamento viene ravvisato nell'orientamento che preclude l'azione sussidiaria nel caso di prescrizione o decadenza intervenuta sulla domanda principale¹⁵. Dopo questo terzo temperamento, il quarto appare quando si ricorda come, per l'appunto con lo scopo “*di mitigare il rigore della c.d. sussidiarietà in astratto*”, sia maturata l'ulteriore idea che la tutela residuale sia ammissibile anche quando l'azione spettante all'impoverito sia prevista da clausole generali, per cui una preclusione sarebbe operante soltanto in presenza di azioni derivanti da contratto o previste dalla legge in riferimento a una fattispecie determinata¹⁶.

Passando a illustrare la diversa soluzione che opta per una verifica della sussidiarietà in termini concreti, le Sezioni Unite danno conto delle tesi che ammettono il rimedio residuale ogni volta in cui l'impoverito non disponga di altra utile tutela, a prescindere dalle

¹³ Vengono invero citati precedenti almeno alcuni dei quali ben difficilmente possono essere considerati espressione di quella concezione di sussidiarietà (solo per esempio Cass., 16 febbraio 2023, n. 4909; Cass., 20 novembre 2018, n. 29988; Cass., 9 aprile 2018, n. 8694): e v. quindi sopra, nota 2. Sulla concezione astratta della sussidiarietà P. SCHLESINGER, voce *Arricchimento*, cit., 1008; A. TRABUCCHI, voce *Arricchimento*; b) *Diritto civile*, in *Enc. dir.*, III, Milano, 1958, 74. Più di recente G. FABBRIZZI, *Risarcimento, ingiustificato arricchimento e sussidiarietà*, in *Giur. it.*, 2020, 1893 ss.

¹⁴ Cass., 31 gennaio 2017, n. 2350.

¹⁵ Cass., 29 dicembre 2011, n. 29916; Cass., 27 novembre 2018, n. 30614.

¹⁶ Ancora Cass., 22 marzo 2012, n. 4620 e poi almeno Cass., 27 febbraio 2014, n. 4765; Cass., 22 novembre 2017, n. 27827; Cass., 17 gennaio 2020, n. 843.

ragioni della preclusione e quindi anche in caso di prescrizione o decadenza del diritto¹⁷.

Il quadro è assai variegato, e rappresentandolo in modo non proprio lineare le Sezioni Unite non facilitano certo se stesse nel loro compito nomofilattico. In verità, una impostazione del discorso in termini di sussidiarietà in astratto e sussidiarietà in concreto costringe all'interno di concettualizzazioni assai poco praticabili. Ammettere che la sussidiarietà in astratto debba subire dei temperamenti, e riconoscere allo stesso tempo che solo alcuni esiti della sussidiarietà in concreto sono inaccettabili, significa in definitiva riconoscere che la sussidiarietà non può essere né astratta né concreta. E allora tanto vale lasciare perdere le due categorie¹⁸.

Questo comunque è lo stato dell'arte così come ci viene trasmesso dalle Sezioni Unite. E rispetto a esso le Sezioni Unite prendono poi posizione.

La loro idea di partenza è che l'art. 2042 c.c. sia deputato a preservare la certezza del diritto. La sussidiarietà dovrebbe infatti impedire che l'azione di arricchimento sia utilizzata – con fini sostanzialmente elusivi – nel caso in cui la domanda principale non sia stata coltivata o sia andata perduta per colpa del titolare, o comunque per fatto a lui imputabile (come nel caso di prescrizione o decadenza).

Di qui, sul piano processuale, la conseguenza di un possibile concorso integrativo tra azioni, e invece la preclusione a un concorso alternativo o peggio ancora cumulativo. E di qui, sul piano sostanziale, il rifiuto dell'orientamento secondo il quale l'azione di arricchimento sarebbe sempre ammissibile dove sia proponibile una diversa azione fondata su clausola generale.

¹⁷ Cfr. P. GALLO, *Arricchimento senza causa. Artt. 2041 – 2042*, ne *Il Codice Civile. Commentario* fondato da P. Schlesinger, diretto da F.D. Busnelli, Milano, 2003, 90 s.; cfr. anche A. ALBANESE, *L'arricchimento senza causa è, dunque, una clausola generale, autonoma dalla clausola di ingiustizia del danno*, in *Contratto e impresa*, 2009, 827.

¹⁸ Non a caso ignorate dalla ordinanza interlocutoria. Lo scetticismo verso la contrapposizione delle nozioni di sussidiarietà in astratto e in concreto è già in D. CARUSI, *Una fonte (inesauribile?) di equivoci: la sussidiarietà dell'azione di arricchimento*, cit., 1098, nt. 2; C. SCOGNAMIGLIO, *La sussidiarietà dell'azione di arricchimento ingiustificato*, in *Resp. civ. e prev.*, 2023, 750. Cfr. anche U. BRECCIA, *L'arricchimento senza causa²*, nel *Trattato di dir. priv.* diretto da P. Rescigno, 9, I, Torino, 2005, 1010 ss.

Vengono poi ricordati i temperamenti al principio della sussidiarietà in astratto, e tra questi specificamente la ammissibilità della azione sussidiaria nel caso di inesistenza o nullità del titolo precedentemente azionato, ribadendo peraltro la eccezione (preclusiva dell'azione di arricchimento) del caso in cui la nullità dipenda da illiceità del contratto per contrasto con norme imperative od ordine pubblico. Su questo punto, che segnalo perché ci tornerò, viene quindi ripetuta la posizione assunta dalla terza sezione nella sentenza intermedia poc'anzi ricordata¹⁹.

Dopo aver rilevato come la soluzione sia coerente alla idea della proponibilità in via subordinata della domanda di arricchimento, stante che nel caso di nullità o inesistenza del titolo a base della domanda principale il concorso tra le domande è solo apparente²⁰, la decisione esamina il rapporto tra azione di arricchimento e azioni risarcitorie²¹. Rimarcate le differenze principali tra l'una e le altre²², viene ripetuta anche in questo contesto la distinzione tra rigetto della domanda per ragioni relative a carenza della fattispecie (a esempio carenza dell'elemento soggettivo o, nel caso dell'art. 1337 c.c., carenza di violazione della regola di buona fede), che aprono all'azione di arricchimento; e rigetto per prescrizione, decadenza o difetto di prova, che precludono invece l'azione sussidiaria²³.

Queste dunque le ragioni che portano la Corte a fissare il principio ricordato qui in esordio.

¹⁹ Cass., 5 maggio 2023, n. 13203.

²⁰ Mentre, rimarcano le Sezioni Unite, nel caso di rigetto dell'azione contrattuale per difetto di prova il titolo sarebbe sussistente e la domanda di arricchimento preclusa.

²¹ Riecheggiano le riflessioni di A. ALBANESE, *Ingiustizia del profitto e arricchimento senza causa*, Padova, 2005, *passim*.

²² Quanto a rilevanza dell'ingiustizia e dell'elemento soggettivo nella azione risarcitoria, e a tutela contro un arricchimento in assenza di danno *ex art. 1223 c.c.* nella azione di arricchimento.

²³ Sopra, nota 17. Lo scrutinio avviene all'interno del giudizio introdotto dall'azione di arricchimento, sia che in esso le domande risarcitoria e di arricchimento siano cumulate, sia che in esso sia proposta la sola domanda di arricchimento, caso in cui il riscontro della ricorrenza del requisito della sussidiarietà (intesa nel senso indicato in testo) rientra nella verifica officiosa del giudice.

4. *La sussidiarietà dell'azione di arricchimento in una interpretazione restrittiva con funzione antielusiva*

Volendo ora offrire una valutazione dei contenuti della decisione (e dei suoi immediati precedenti), mi sembra che per ragioni di ordine convenga muovere dalla sussidiarietà in generale, per notare come, in linea di massima, il concetto rimandi a un ordine successivo, previsto a esempio in regole che di volta in volta subordinano l'azione sussidiaria a un onere di preventiva escussione²⁴, eventualmente attivato in via di eccezione dove sia previsto un beneficio di escussione²⁵, o ancora un *beneficium ordinis*²⁶. L'azione sussidiaria è quindi un'azione che serve a raggiungere un risultato non ottenuto altrimenti²⁷. E se l'azione sussidiaria è l'azione di arricchimento ingiustificato, la sua sussidiarietà ha senso rispetto ad altra ipotetica azione che consenta il medesimo risultato raggiungibile dalla stessa azione di arricchimento.

Occorre quindi partire dal risultato conseguibile dall'azione sussidiaria di arricchimento, per capire se esso possa essere ottenuto con un altro strumento giuridico.

Dove la risposta sia affermativa, la azione di arricchimento è senza dubbio preclusa²⁸. E così, per esempio, è preclusa nel caso in cui un evento dannoso provocato da un fatto illecito contrattuale o extracontrattuale abbia determinato al contempo un pregiudizio per il danneggiato e un vantaggio per l'autore del fatto illecito.

Il vero problema nasce ove invece la risposta sia negativa, dove cioè il risultato conseguibile con l'azione di arricchimento non sia altrimenti conseguibile. In questa situazione non è infatti possibile concludere che l'azione è senz'altro ammissibile. Per ammettere l'azione sussidiaria,

²⁴ Artt. 2304, 2315 e 2318, 2461, comma 1°, c.c., per cui l'azione sussidiaria è improcedibile fino all'esito di una preventiva azione esecutiva.

²⁵ Artt. 1944, comma 2°, 2268, 2868 c.c., per cui l'azione sussidiaria è procedibile, ma suscettibile di essere paralizzata dall'eccezione di preventiva escussione.

²⁶ Art. 1268, comma 2°, 2356, comma 2°, c.c., per cui l'azione sussidiaria è procedibile purché sia stato assolto l'onere di una prima richiesta di adempimento

²⁷ Ancora fondamentale sul tema G.F. CAMPOBASSO, *Coobbligazione cambiaria e solidarietà diseguale*, Napoli, 1974, 246 ss.

²⁸ Lo stesso concetto è talora espresso al contrario, dicendo cioè che l'azione è ammessa dove il titolo azionabile ottenga risultati diversi da quelli raggiungibili con un'azione di arricchimento (P. SIRENA, *La sussidiarietà dell'azione generale di arricchimento senza causa*, in *Riv. dir. civ.*, 2018, 390 ss., 400 ss.).

occorre verificare quale sia la ragione per cui il risultato risulta irraggiungibile. È questa è infatti la fondamentale esigenza che si intravede nella complessiva trama della decisione delle Sezioni Unite e dell'intera giurisprudenza a monte. La giurisprudenza vecchia e nuova vuole giustamente evitare che tramite l'azione di arricchimento venga elusa qualche preclusione maturata a carico dell'impoverito²⁹, e proprio questa esigenza impone di discernere tra le possibili ragioni della irraggiungibilità.

A prima vista, il compito non appare particolarmente complicato.

Dove la irraggiungibilità sussista a priori, dove cioè mai ci sia stata la possibilità di raggiungere altrimenti il risultato suscettibile di essere ottenuto tramite l'azione di arricchimento, allora non c'è alcuna possibile elusione e l'azione sussidiaria è esperibile. Sono i casi in cui non sussista alcun titolo azionabile (per esempio i casi di nullità formale o di carenza di delibera autorizzativa)³⁰.

Dove invece l'irraggiungibilità sia dipesa non già dalla carenza del titolo, ma da un fatto imputabile all'impoverito (prescrizione, decadenza, carenza di prova), allora un'interpretazione antielusiva si impone, e la regola di sussidiarietà va disattivata: sebbene l'azione per farsi indennizzare il pregiudizio sia (divenuta) assente, l'azione generale è preclusa.

Dietro sovrastrutture un po' barocche appare così, molto semplicemente, né più e né meno che una lettura restrittiva dell'art. 2042 c.c. Una lettura restrittiva del concetto di sussidiarietà dettata per di più da ragioni antielusive sicuramente condivisibili.

5. La tassonomia delle situazioni preclusive. Necessità di distinguere tra nullità per contrarietà a norma imperativa e nullità per illiceità

Su queste basi si può ora cogliere la reale portata delle situazioni preclusive identificate dalle Sezioni Unite, che sono – lo ripeto citando la sentenza – i casi in cui ci sia stato il rigetto di una domanda alternativa per “*prescrizione o decadenza del diritto azionato*” oppure per

²⁹ L'esigenza è percepita diffusamente: solo di recente, P. GALLO, *In che senso l'azione di arricchimento può essere ancora considerata sussidiaria?*, in *Giur. it.*, 2023, 2583.

³⁰ Ancora P. SIRENA, *La sussidiarietà dell'azione generale di arricchimento senza causa*, cit., 390 ss., 400 ss.

“*carezza di prova circa l’esistenza del pregiudizio subito*”, o infine per “*nullità del titolo contrattuale, ove la nullità derivi dall’illiceità del contratto per contrasto con norme imperative o con l’ordine pubblico*”.

Anche questa tassonomia va infatti letta alla luce delle ragioni che hanno indotto la interpretazione restrittiva dell’art. 2042 c.c. E in questa lettura funzionalmente orientata almeno due considerazioni sorgono spontanee, l’una relativa ai primi due gruppi di casi, l’altra relativa all’ultimo gruppo.

Nel primo senso, mi pare evidente – ma tutto sommato non inutile evidenziare – che prescrizione, decadenza, e mancato assolvimento degli oneri probatori siano ipotesi esemplificative di situazioni nelle quali la carezza di tutela è determinata da un fatto imputabile al soggetto impoverito. Sono ipotesi macroscopiche, non a caso costantemente menzionate nella giurisprudenza e anche nella letteratura, ma nondimeno ipotesi le quali non possono esaurire il novero delle situazioni qualificabili come fatto impeditivo l’azione sussidiaria di arricchimento. A esempio, se il provvedimento autorizzativo dal quale dipende la validità del contratto dovesse dipendere (anche, o solo) da una qualche iniziativa del soggetto privato, l’impoverimento determinato dalla nullità del contratto, a sua volta provocata dalla mancata autorizzazione frutto di una omissione dell’iniziativa privata, dovrebbe precludere al soggetto impoverito la possibilità di ricorrere alla azione sussidiaria.

L’altra considerazione riguarda l’ipotesi – voglio citare letteralmente la decisione – in cui la nullità del titolo “*derivi dall’illiceità del contratto per contrasto con norme imperative o con l’ordine pubblico*”. Qui il discorso deve essere più articolato.

Mi sembra infatti piuttosto evidente una imprecisione delle Sezioni Unite, che ripete la uguale imprecisione della terza sezione³¹. Il passaggio citato non dà infatti conto che la nullità del contratto per contrarietà a norme imperative altro è dalla nullità del contratto per illiceità³². Serve appena ricordare che ai sensi dell’art. 1418, comma 1°, c.c. tutte le violazioni di norma imperativa determinano nullità (salva

³¹ Cass., 5 maggio 2023, n. 13203: sono i passaggi su cui era stata richiamato l’attenzione sopra, n. 3, annunciandone l’approfondimento.

³² Per tutti F. GALGANO, *Il negozio giuridico*, nel *Trattato di dir. civ. e comm.* diretto da A. Cicu e F. Messineo, continuato da L. Mengoni, Milano, 1988, 231 ss., 244 ss.

diversa previsione di legge)³³, mentre il ‘contratto illecito’ è invece espressione ellittica che indica la illiceità della causa, dell’oggetto o dei motivi nel caso indicato all’art. 1345 c.c. (così all’art. 1418, comma 2°, c.c.).

In questa parte la massima è dunque in qualche modo inesatta. Lo confermano del resto le sentenze citate dalla Sezioni Unite come espressive della regola da lei enunciata. Dei due precedenti menzionati, l’uno riguarda tutt’altro, e contiene un davvero minimo e del tutto immotivato riferimento *obiter* alla azione di arricchimento, dal quale non si riesce a ricavare alcuna precisa indicazione³⁴. L’altra decisione è invece molto più significativa³⁵, perché tratta *funditus* della questione ora enunciata. Lo fa però in senso diverso da quanto postulato dalle Sezioni Unite, nel senso di ammettere senz’altro l’azione di arricchimento nel caso del contratto detto illegale, cioè nullo per semplice contrarietà a norma imperativa³⁶, e precludere invece l’esercizio dell’azione sussidiaria nel solo caso di illiceità della causa per contrarietà a norme imperative o all’ordine pubblico, “*ai sensi degli artt. 1418, 2^ comma e 1343 c.c.*”.

In questa parte, il principio tralatiziamente ripetuto dalle Sezioni Unite non può allora convincere. La imprecisione che lo vizia va segnalata, data la funzione nomofilattica del precedente, auspicando rispetto a essa che ci sia in un prossimo futuro – quanto meno – una messa a punto, nel senso di una restrizione della sua portata ai casi di illiceità in senso proprio, e viceversa di una apertura alla azione di arricchimento nei casi di inesistenza di azione contrattuale per semplice illegalità del negozio.

³³ Norma imperativa è, solo per dire, anche quella che pone una regola di forma *ad substantiam*.

³⁴ Cass., 11 giugno 2010, n. 14085.

³⁵ Cass., 18 luglio 2002, 10427.

³⁶ L’ipotesi discussa era quella di un contratto di agenzia nullo perché concluso con un soggetto non iscritto al ruolo degli agenti, essendo la norma imperativa violata quella *pro tempore* in vigore dell’art. 9, legge 12 marzo 1968, n. 316.

6. *Illiceità del contratto e bilanciamento tra le posizioni rispettivamente di arricchito e di impoverito*

Almeno sul piano degli auspici si può persino puntare a qualcosa di più. Anche rispetto alla illiceità del titolo contrattuale sarebbe infatti il caso che il principio fissato dalle Sezioni Unite venga portato a coerenza con il resto dell'impianto motivazionale.

Se infatti è perfettamente comprensibile che si voglia evitare la surrettizia elusione dell'illiceità contrattuale mediante il ricorso alla azione di arricchimento, e non si voglia quindi accordare tutela a interessi disconosciuti dall'ordinamento, altrettanto vero è che gli interessi disconosciuti sono gli interessi contrattualizzati nel negozio illecito. Ma questi interessi contrattualizzati sono ben altro rispetto all'interesse (protetto dall'azione generale di arricchimento) a evitare che uno spostamento patrimoniale ingiustificato crei vantaggi per il soggetto che lo riceve a detrimento di altro soggetto che lo subisce.

Mi pare che una lettura coerente alla complessiva impostazione della decisione delle Sezioni Unite imponga anche in questa situazione un apprezzamento della peculiare posizione reciproca di arricchito e impoverito. In altri termini, non credo che il giudizio sulla disponibilità o no della azione residuale di arricchimento possa essere meccanicamente guidato da indicazioni ricavate dalle sanzioni invalidatorie del contratto. Credo piuttosto che quel giudizio debba essere condotto (parafrasando la terminologia della Cassazione) 'in concreto'³⁷, vale a dire che l'indagine dovrebbe essere guidata dalla logica non delle regole e dei rimedi contrattuali, ma di regole che – come anche la azione di arricchimento – siano parimenti dettate per discernere tra casi in cui lo spostamento patrimoniale deve ritenersi definitivo, e casi in cui è invece ammessa una tutela restitutoria o indennitaria.

Non è difficile cogliere l'allusione alla norma dell'art. 2035 c.c., che accorda la *soluti retentio* nel solo caso in cui la prestazione eseguita sia contraria al buon costume, da intendere nella accezione oggi condivisa di una attività esecutiva – assimilabile quindi a uno spostamento patrimoniale – contraria non solo alla morale sessuale o alla decenza,

³⁷ V. anche C. SCOGNAMIGLIO, *La sussidiarietà dell'azione di arricchimento ingiustificato*, cit., 751.

ma anche ai principi e alle esigenze etiche costituenti la morale sociale in un determinato ambiente e in un determinato momento storico³⁸.

Mi pare in definitiva plausibile che lo stesso genere di giudizio si possa e debba ripetere anche nell'ambito della tutela indennitaria contro l'arricchimento.

Non voglio certo negare che uno spostamento patrimoniale ingiustificato perché basato su di un contratto illecito possa corrispondere a una attività esecutiva contraria a principi ed esigenze etiche costituenti la morale sociale condivisa. Quando sia così, la *ratio* di una *soluti retentio* si ripresenta e la azione generale di arricchimento dovrebbe ritenersi preclusa in ossequio alla regola di sussidiarietà.

Ma può senz'altro accadere che lo spostamento patrimoniale, in sé e per sé considerato, non riceva affatto quel genere di valutazione. E in questo caso la logica che sta dietro l'art. 2035 c.c. apre la strada a una possibile tutela indennitaria ex artt. 2041 e 2042 c.c. Non che la tutela debba senz'altro essere concessa. Sarei però convinto che, senza automatismi, la interpretazione della regola di sussidiarietà debba anche in questo caso passare per un bilanciamento tra posizione dell'impoverito e posizione dell'arricchito. Occorre infatti evitare che, consentendo all'arricchito di conservare sempre e comunque l'utilità conseguita a detrimento dell'impoverito, un'improcedibilità dell'azione sussidiaria di arricchimento determini – in relazione alle caratteristiche della vicenda concreta – risultati irrazionali, inaccettabili, ingiusti. Non si può in definitiva escludere che in qualche caso, pur essendo il contratto illecito, accordare all'impoverito una misura indennitaria limitata a quanto consentito dall'art. 2041 c.c. possa apparire – in relazione alla rispettiva posizione dei due protagonisti della vicenda concreta – un esito più soddisfacente, equo, e in definitiva anche più coerente alla complessiva logica interpretativa delle Sezioni Unite.

³⁸ Cass., 5 agosto 2020, n. 16706, sulla scia di S. DELLE MONACHE, *Il negozio immorale tra negazione dei rimedi restitutori e tutela proprietaria. Per una riflessione sul sistema traslativo dei diritti*, Padova, 1997, *passim* e più in dettaglio ID., *Dell'irripetibilità della prestazione "ob turpem causam" nel sistema del diritto italiano*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, I, 697 ss.

Cripto-attività e finanza sostenibile: gli “opposti” (non) si attraggono?

SOMMARIO: 1. Premessa. Dalla “zuppa di piselli” agli “orizzonti verdi” e digitali... – 2. Finanza digitale, cripto-attività e finanza sostenibile: un nodo ancor più “avviluppato” della disciplina dei mercati? – 2.1. Segue. Aspetti critici – 3. Tecnologie avanzate, tecnologie decentralizzate e digitalizzate – 4. Delimitazione del problema: il “costo” (voluto?) del consenso – 4.1. Segue. Tipi di consenso – 5. Le singole previsioni del regolamento MiCa – 6. Alcune questioni aperte – 6.1. Segue. Fattispecie e discipline – 7. Conclusioni

1. Premessa. Dalla “zuppa di piselli” agli “orizzonti verdi” e digitali...

Destinata a calarsi nella più ampia, storica – ma innanzitutto filosofica¹ – discussione relativa al necessario dialogo tra progresso tecnologico ed ecosistema², l’attuale evoluzione del mercato finanziario, bancario e assicurativo pone serie questioni in relazione al tema della sostenibilità, meritevoli di massima attenzione e approfondimento.

La materia, pur coprendo una parte soltanto di un problema più grande e ricorrente – in quanto intrinseco di un percorso di sviluppo caratterizzato da ormai numerose “*rivoluzioni industriali*” e altrettante molteplici crisi ambientali³ – è oggi nevralgica per l’implementazione “*digitale*” della *Capital Markets Union*⁴ e ha, di recente, suscitato

¹ Cfr. H. JONAS, *Das Prinzip Verantwortung: Versuch einer Ethik für die technologische Zivilisation*, Frankfurt a. M., 1979.

² Cfr. in argomento F. CAPRIGLIONE, *Clima Energia Finanza. Una difficile convergenza*, Torino, 2023.

³ Ad esempio, si ricordi la c.d. “*zuppa di piselli*” o “*pea soup fog*” e, cioè, la (un tempo) ciclica coltre di nebbia causata dall’inquinamento sui cieli di Londra.

⁴ Cfr. E. MACCHIAVELLO e M. SIRI, *Sustainable Finance and Fintech: Can Technology Contribute to Achieving Environmental Goals? A Preliminary Assessment of ‘Green Fintech’ and ‘Sustainable Digital Finance’*, in *European Company and Financial Law Review*, 2022, 19, 1, 128 ss. In argomento cfr. anche l’approfondimento di M. DELL’ERBA, *Sustainable Digital Finance and the Pursuit of Environmental Sustainability*, in *Sustainable Finance in Europe*, D. BUSCH, G. FERRARINI e S. GRÜNEWALD (a cura di), Cham (Svizzera), 2021, 61 ss.; e le riflessioni di S. PELLERITI, *Il ruolo del FinTech nella transizione ecologica*, in *La finanza nell’età degli algoritmi*, L. AMMANNATI e A. CANEPA (a cura di), Torino, 2023, 143

rinvigorito interesse, ad esempio anche laddove riferita ai possibili utilizzi dell'intelligenza artificiale per realizzare i *Sustainable Development Goals*⁵.

Quanto, più in particolare, ad argomenti di stretta attualità, va evidenziato che – pur a fronte di un (ovviamente?) condiviso sentimento favorevole verso le tematiche ambientali – la cornice normativa in ultimo offerta dal regolamento (UE) 2023/1114 (c.d. MiCa), che è “*crocevia*” del futuro della regolamentazione finanziaria in quanto come noto relativo ai mercati delle cripto-attività⁶, pare connotarsi per un approccio forse eccessivamente cauto al mondo ESG, per un verso tratteggiandone con timidezza e un certo grado di disinteresse gli estremi e, per l'altro verso, delineando, in conseguenza, potenziali dissonanze ed asimmetrie, capaci finanche di depotenziare, nel complesso, l'ingente sforzo disciplinare messo in campo a livello euro-unionale in tema di *green finance*⁷. La questione, si precisa a scanso di equivoci, non sorprende e non stupisce (ancor più se consideriamo che l'*asset* che ha dato vita alla disciplina in ultimo citata è il *bitcoin*) ma, di certo, preoccupa o almeno incuriosisce laddove letta nel più ampio contesto dei cambiamenti epocali – e tra loro, in verità, pure connessi – che stiamo vivendo.

Con il lavoro che segue intendiamo affrontare proprio quest'ultimo aspetto critico, analizzando l'approccio riservato dal regolamento poc'anzi menzionato all'argomento della sostenibilità delle cripto-attività dallo stesso regolate, in particolare per quanto riguarda il profilo del relativo “*environmental impact*”, dal quale – si ritiene – peraltro possano derivare rilevanti conseguenze anche in tema di ricadute sociali.

ss. In generale sul tema della *Capital Markets Union* si veda già D. SICLARI, *European Capital Markets Union e ordinamento nazionale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, 4, 481 ss.

⁵ Sul punto, F. MAZZI e L. FLORIDI, *The Ethics of Artificial Intelligence for the Sustainable Developments Goals*, New York City, 2023.

⁶ Per un inquadramento generale dell'argomento, cfr. A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Il TUF alla prova del FinTech*, in *Il Testo Unico Finanziario*, M. CERA e G. PRESTI (a cura di), Bologna, 2020, 29 ss.

⁷ Cfr., in argomento, D. BUSCH, *EU Sustainable Finance Disclosure Regulation*, in *Capital Markets Law Journal*, 18, 3, 2023, 312; e F. PANETTA, *Paradise lost? How crypto failed to deliver on its promises and what to do about it*, Intervento alla 22nd BIS Annual Conference, Basilea, 23 giugno 2023.

A tal fine, lo scritto si prefigge dapprima (i) di offrire un'introduzione generale (e per cenni) ai profili caratterizzanti la finanza digitale, strumentale all'esame che segue, e poi (ii) di concentrarsi, nello specifico, sull'individuazione dei problemi che qualificano taluni “*prodotti*”⁸ *tech* e i relativi meccanismi di governo, laddove riferiti alla disciplina della finanza sostenibile. Esame, quest'ultimo, che si ritiene possa abbracciare tutte le tipologie di cripto-attività regolate dal MiCa, sull'assunto che le stesse utilizzino una tecnologia a registro distribuito che, come si argomenterà con maggiore dettaglio, nel proprio meccanismo di consenso intravede i più pressanti problemi in relazione al profilo della sostenibilità⁹.

L'approfondimento termina con un'analisi critica della normazione sul punto offerta dal regolamento (UE) 2023/1114, di cui sono evidenziati i limiti, anche e soprattutto in chiave di dialogo con altre fonti regolatrici lo sviluppo “*climaticamente orientato*” del mercato finanziario, digitale e non. Quanto precede, anche al fine di sottolineare il *vulnus* che la mancata più seria attenzione da parte della disciplina menzionata nei confronti di *asset* digitali ambientalmente tollerabili

⁸ Il termine “*prodotto*” è utilizzato, in questo passaggio e anche in seguito salvo dove diversamente indicato, in modo generico. Sul punto, si ricordi infatti e per precisione che, come evidenziato dallo Schema di decreto legislativo per l'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) 2023/1114, relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 1095/2010 e le direttive 2013/36/UE e (UE) 2019/1937, al proprio art. 39, «*La disciplina del TUF avente ad oggetto i prodotti finanziari non si applica alle attività rientranti nell'ambito di applicazione del regolamento (UE) 2023/1114 e del presente decreto*».

⁹ Salvi alcuni riferimenti, il lavoro non intende soffermarsi sulla tassonomia utilizzata dal MiCa, indirizzando principalmente la propria attenzione sia sul problema “*ambientale*” che, come esposto nel testo, caratterizza invece e in generale il c.d. meccanismo di consenso sotteso agli *asset* digitali sia, e in un secondo tempo, sull'approccio complessivamente riservato dal regolamento (UE) 2023/1114 nei confronti della materia in esame. Si ricordi, tuttavia, che la questione relativa all'ambito di applicazione oggettivo del MiCa «*solleva complesse problematiche dovute sia alla complessità del fenomeno dei crypto-asset, sia, e soprattutto, alle incertezze che ancora oggi connotano alcune nozioni fondamentali del diritto UE dei mercati finanziari, prima fra tutte la nozione di strumento finanziario recata da MiFID*», così come evidenziato da F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato dei capitali*, Torino, 2023, 518, cui si rinvia per un esame più approfondito del tema.

può arrecare, in generale, all’impianto regolamentare in tema di sostenibilità.

2. Finanza digitale, cripto-attività e finanza sostenibile: un nodo ancor più “avviluppato” della disciplina dei mercati?

Che finanza digitale (e cripto-attività) da un lato, e finanza sostenibile dall’altro lato, siano elementi progressivamente e necessariamente complementari in un’ottica di sviluppo e finanziamento coerente e durevole dei mercati europei e dei relativi attori è opinione comune e condivisa.

Come evidenziato, diffusamente, dai più recenti studi condotti in tema, entrambi i settori sono infatti oggetto di un’ascesa inarrestabile¹⁰, la quale dunque impone un improrogabile ripensamento di alcuni paradigmi tipici della regolamentazione settoriale, indirizzato a rendere apprezzabile lo sviluppo della *τέχνη* solo – ed in quanto – sostenibile sul lungo periodo e, così, non pregiudizievole delle generazioni future (in questo risiedendo, tra l’altro, il concetto, assai vasto, di sostenibilità non finanziaria)¹¹.

In tal senso, se da un lato l’evoluzione tecnologica, nella sua odierna declinazione anche digitale (in particolar modo attraverso l’utilizzo di meccanismi di registro distribuito – c.d. *Distributed Ledger Technology - DLT/blockchain* – sopra indicati ed *infra* sinteticamente descritti), pare capace di offrire soluzioni innovative ed efficienti, seguendo una notevole forza propulsiva ed espansiva, dall’altro lato la medesima necessita oggi di essere tutelata da, e dunque inquadrata in, adeguati “*avamposti*”, capaci di rendere il c.d. *FinTech* effettivamente sicuro, inclusivo e, così, per davvero posto a beneficio degli utilizzatori finali¹².

¹⁰ Cfr. CONSOB. *Emerging trends in sustainable investing and cryptoasset markets*, 2022.

¹¹ Sul tema generale si veda anche R. LENER, *Tecnologie e attività finanziaria*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, I, 267 ss.

¹² Sul punto si veda BANCA D’ITALIA, *Comunicazione della Banca d’Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività*, Roma, 2022, 6, ove *inter alia* si precisa che «in linea di principio, le DLT possono recare benefici per gli utilizzatori, connessi con miglioramenti dell’efficienza nell’offerta di servizi finanziari, ampliamento degli orari di operatività dei sistemi, riduzione dei costi e dei tempi per le transazioni transfrontaliere, accrescimento della velocità nei trasferimenti di attività finanziarie e avanzamento della frontiera tecnologica, anche

In questi termini digitalizzazione e sostenibilità sono stati correttamente identificati come elementi cruciali per realizzare società più accessibili e resilienti, nonché quali “*tasselli*” fondamentali di un sistema economico che, ancor più in un’imprenditoria avanzata, attenta a temi ESG ed efficiente, deve trovare il proprio rilancio su scala globale. Quanto precede divenendo particolarmente rilevante a seguito della pandemia di COVID-19 e alla correlata necessità di ripensare i modelli tradizionalmente utilizzati, a favore di un maggiore affidamento su tecnologia, energia verde e sostenibilità¹³.

2.1. *Segue. Aspetti critici*

Il “*binomio*” poc’anzi descritto, quantunque chiaro ed apprezzabile in linea di principio, presenta tuttavia – e come anticipato – alcuni aspetti di notevole criticità quando calato nella relativa attuazione pratica. Attuazione che, come si vedrà, rischia infatti di rendere il nodo della regolazione dei mercati ancor più “*avviluppato*”¹⁴, con conseguente aumento di costi in capo agli operatori.

Ponendo attenzione, tra i tanti, al tema specifico di questo lavoro, la criticità, in particolare, riguarda con forza proprio il profilo degli *asset* digitali in quanto idonei, per un verso ed in via di ipotesi, a condurre ad un sistema maggiormente sostenibile¹⁵, sebbene ancora “*rei*”, per l’altro verso e nella realtà quotidiana, di impattare in modo

grazie a un rafforzamento della concorrenza. Affinché ciò avvenga le DLT devono avere le caratteristiche delle tecnologie più mature, ovvero essere affidabili nella continuità del servizio e, in generale, resilienti agli attacchi informatici, scalabili (quindi in grado di adeguare la capacità di registrare un numero crescente di operazioni senza un deterioramento significativo dei tempi e della qualità del servizio), efficienti dal punto di vista economico e ambientale (in particolare, capaci di supportare a costi modesti e sostenibili sotto il profilo ambientale un volume elevato di operazioni), avere una governance robusta e identificabile”.

¹³ Cfr. E. MACCHIAVELLO e M. SIRI, *Sustainable Finance and Fintech: Can Technology Contribute to Achieving Environmental Goals? A Preliminary Assessment of ‘Green Fintech’ and ‘Sustainable Digital Finance’*, cit.

¹⁴ Sul tema, e per un inquadramento “alto” della questione, cfr. F. ANNUNZIATA e M. LAMANDINI, “*Questo è un nodo avviluppato*”: *divagazioni sulla regolazione del mercato finanziario*, in *Giur. comm.*, 2022, 1, 34 ss.

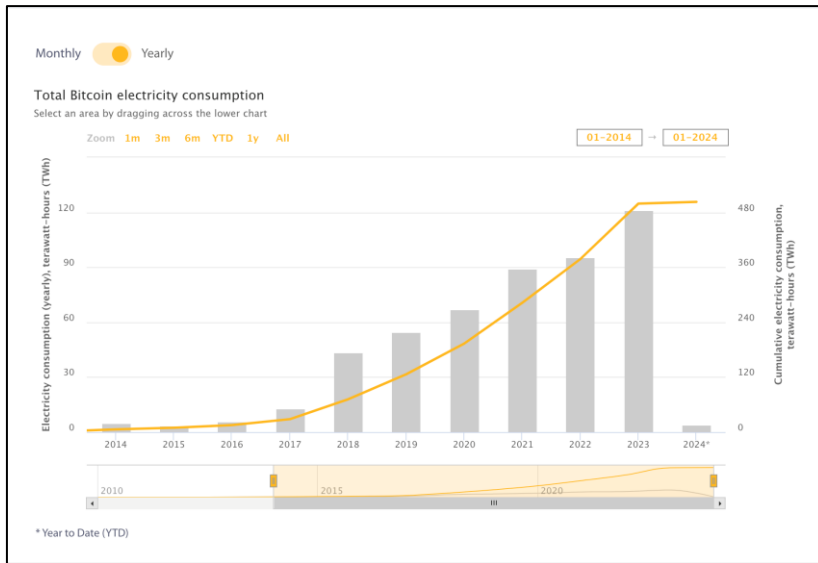
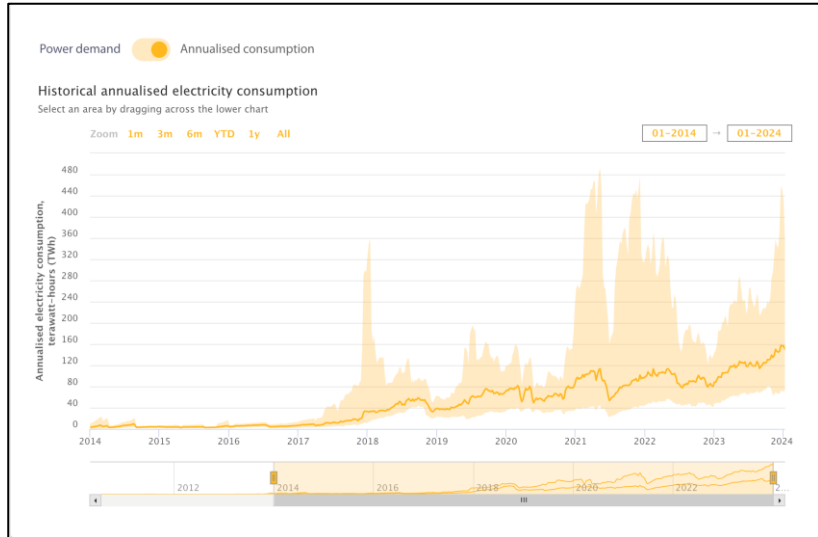
¹⁵ Cfr. OECD, *Environmental Impact of Digital Assets. Crypto-Asset Mining and DLT Consensus Mechanisms*, 2022, 26-27; KMPG, *Bitcoin’s role in the ESG Imperative*, 2023, 5.

eccessivamente dirompente sull'ambiente, risultando capaci di realizzare livelli energivori tali da superare quelli di alcuni Stati sovrani, secondo un *trend* in crescita sotto indicato con riferimento principale ai *bitcoin* ma, in ogni caso, esplicativo di una situazione diffusa in generale in campo di tecnologie digitali e decentralizzate¹⁶.

E sia concesso, per comodità e chiarezza, un richiamo grafico rappresentabile nei seguenti diagrammi (estrapolati con riferimento all'ultimo decennio e all'ambito *bitcoin*) tratti dal *Cambridge Bitcoin Electricity Consumption Index*¹⁷:

¹⁶ Cfr. FINANCIAL STABILITY BOARD - FSB, *Assessment of Risks to Financial Stability from Crypto-assets*, 2022, 10; D.A. ZETZSCHE, R.P. BUCKLEY, D.W. ARNER e M.C. VAN EK, *Remaining Regulatory Challenges in Digital Finance and Crypto-Assets after MiCA*, *Committee on Economic and Monetary Affairs (ECON)*, 2023, 70 (disponibile su <https://ssrn.com/abstract=4487516>). In particolare, il Committee ha avvertito che «*there is, in fact, a tension between the energy-intensive set-up of some types of DLT and the emphasis on energy savings and GHG reductions of EU politics. Design features of some DLTs raise energy issues. It is estimated that the Bitcoin Blockchain uses collectively as much energy as the Netherlands, a country with some 18 million people*». Tuttavia, lo stesso ha anche affermato che «*[...] while some crypto models waste energy and are inherently exclusive in nature, others are highly energy efficient and inclusive in that customers with low degrees of financial and technical literacy may participate. For instance, developers claim that the Ethereum Merge, a major software upgrade to the Ethereum blockchain in September 2022, reduced the Ethereum blockchain's energy usage by 99.95 per cent. At the same time, another upgrade dubbed "the Surge" will reduce costs and enhance speed and system stability*».

¹⁷ Pur dovendosi evidenziare l'eccessiva difficoltà di addivenire, ad oggi, ad un *set* di dati completi e incontrovertibili, risultando molteplici e talvolta tra loro non concordi le analisi relative all'impatto ambientale degli *asset* digitali.



I dati evidenti, estratti nel gennaio 2024, la correlata crescente preoccupazione (con conseguenti necessarie strategie di risposta di natura anche politica) e, in ogni caso, l'ascesa delle cripto-attività (in parte regolate dal MiCa), impongono certamente di riflettere con attenzione sul problema poc'anzi delineato. Problema che, per trovare

adeguata soluzione, deve innanzitutto richiamare un più preciso (sebbene, in questa sede, necessariamente sintetico) studio delle cripto-attività stesse, in particolare al fine di comprenderne i meccanismi di governo ancor prima che la relativa tassonomia e, così, di addivenire ad una più attenta individuazione delle cause scatenanti il loro attuale “*insostenibile*” peso sul contesto circostante.

3. *Tecnologie avanzate, tecnologie decentralizzate e digitalizzate*

L’attenzione nei confronti delle cripto-attività consegue allo sviluppo di tecnologie decentralizzate che, in particolare nel comparto finanziario inteso in senso ampio, poggia sul ruolo chiave assunto da due elementi tecnologici avanzati: la crittografia e la tecnologia DLT, di cui la *blockchain*, come ormai noto, rappresenta una particolare applicazione¹⁸.

¹⁸ Cfr. BANCA D’ITALIA, *Comunicazione della Banca d’Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività*, cit., 5 ss. In argomento cfr., *ex multis*, A. SCIARRONE ALIBRANDI, U. MALVAGNA, P. LEOCANI e A. TRANQUILLINI, *Tecnologie di registro distribuito (distributed ledger technologies) per la rappresentazione digitale di strumenti finanziari (security token): tra diritto cartolare e disciplina delle infrastrutture di mercato*, in questa *Rivista*, 2022, 2, 73 ss. Di recente si veda anche E. MACCHIAVELLO, *PMI sostenibili ed accesso a fonti alternative di finanziamento: green DLT-based finance e recenti normative europee*, in *Banca imp. soc.*, 2023, 3, 523 ss.; nonché, di interesse, R. PISELLI, *Quando la decentralizzazione delle DLT incontra il mercato dei capitali. Appunti sulle organizzazioni decentralizzate*, in *Analisi giur. econ.*, 2019, 1, 373 ss. In generale sul DLT Pilot Regime, affrontato nelle pagine che seguono, si vedano altresì oltre agli autori *infra* indicati F. ANNUNZIATA, A.C. CHISARI, e P.R. AMENDOLA, *DLT-Based Trading Venues and EU Capital Markets Legislation: State of the Art and Perspectives under the DLT Pilot Regime*, in *Bocconi Legal Studies Research Paper No. 4344803*, 2023 (disponibile su <https://ssrn.com/abstract=4344803>); G. MAIA e J. VIEIRA DOS SANTOS, *The DLT Pilot Regime and DeFi*, in *Blockchain and the Law. Dogmatics and Dynamics. Information Technology and Law Series*, F. PEREIRA COUTINHO, M. LUCAS PIRES e B. CORREIA BARRADAS (a cura di), The Hague, 2024, 37, 89 ss.; P. MAUME e F. KESPER, *The EU DLT Pilot Regime for Digital Assets*, in *European Company Law*, 2023, 20, 6, 118 ss.; J. MCCARTHY, *Distributed ledger technology and financial market infrastructures: an EU pilot regulatory regime*, in *Capital Markets Law Journal*, 2022, 17, 3, 288 ss.; R. PRIEM, *A European distributed ledger technology pilot regime for market infrastructures: finding a balance between innovation, investor protection and financial stability*, in *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 2022, 30, 3, 371 ss.; D.A. ZETZSCHE e J. WOXHOLTH,

Mentre la crittografia intende assicurare innanzitutto la non ripudiabilità delle informazioni relative alle transazioni, la tecnologia DLT – di recente oggetto d’attenzione da parte del regolamento (UE) 2022/858¹⁹, noto come “*DLT Pilot Regime*”²⁰, nonché, a livello nazionale, del c.d. “*Decreto FinTech*”²¹ – si configura quale tecnologia che consente il funzionamento e l’uso di un registro distribuito, per tale intendendosi, seguendo ed applicando il menzionato *DLT Pilot Regime* (cfr. art. 2) ed il MiCa (cfr. art. 3), un archivio di informazioni (i) in cui sono registrate le operazioni, (ii) che è condiviso da una serie di nodi di rete DLT, e che (iii) risulta sincronizzato tra di essi, mediante l’utilizzo di un meccanismo di consenso (in merito al quale si veda *infra*).

In questi termini, la tecnologia DLT si traduce quindi in un registro elettronico condiviso i cui dati sono protetti sia tramite le menzionate tecniche crittografiche sia attraverso la “*ridondanza*” e, cioè, la produzione di copie delle stesse informazioni da validare ed archiviare presso tutti i partecipanti al registro²². Un registro di cui le cripto-attività – siano o no rientranti nella definizione di “*strumenti finanziari*” attraverso la *tokenizzazione* dei medesimi²³ (questione che, come si

The DLT sandbox under the Pilot-Regulation, in *Capital Markets Law Journal*, 2022, 17, 2, 212 ss.

¹⁹ Trattasi del regolamento (UE) 2022/858 del Parlamento europeo e del Consiglio del 30 maggio 2022 relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito e che modifica i regolamenti (UE) n. 600/2014 e (UE) n. 909/2014 e la direttiva 2014/65/UE.

²⁰ Cfr. U. MALVAGNA, *Digital Securities: prime note sul decreto di attuazione del DLT Pilot Regime*, 2023, reperibile su <https://www.dirittobancario.it/art/digital-securities-prime-note-sul-decreto-di-attuazione-del-dlt-pilot/>.

²¹ Il riferimento è al d.l. 17 marzo 2023, n. 25, s.m.i., recante «*Diposizioni urgenti in materia di emissione e circolazione di determinati strumenti finanziari in forma digitale e di semplificazione della sperimentazione FinTech*». Sul punto, *ex multis*, V. LEMMA, *DLT Pilot: verso il mercato degli strumenti finanziari digitali*, in <https://www.dirittobancario.it/art/dlt-pilot-verso-il-mercato-degli-strumenti-finanziari-digitali/>, 2023; e F. BERTELLI, *Il regime pilota per le DLT tra principio di neutralità tecnologica e nuove strategie di cooperazione tra pubblico e privato*, in *Riv. dir. civ.*, 2023, 1, 361 ss.

²² Cfr. BANCA D’ITALIA, *Comunicazione della Banca d’Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività*, cit., 6.

²³ In argomento, per tutti, cfr. F. ANNUNZIATA, *Speak, If You Can: What Are You? An Alternative Approach to the Qualification of Tokens and Initial Coin Offerings*, in *European Company and Financial Law Review*, 2020, 17, 129 ss.

vedrà, è importante ai fini dell'esame che si conduce)²⁴ – costituiscono una delle principali applicazioni ed in merito al quale è particolarmente apprezzata, *inter alia*, la capacità di assicurare un pieno grado di trasparenza e certezza, in un quadro di transazioni pertanto più veloce ed efficiente.

Giova ancora ricordare, sempre in via preliminare, che il sistema DLT risulta allo stato classificabile in due sottocategorie, distinte in relazione al carattere “*aperto*” o meno del registro.

In via di estrema sintesi, se nelle DLT *permissioned* l'operatore è posto innanzi alla necessità di ottenere il consenso da parte di un soggetto centrale per accedere al registro medesimo, nelle DLT *permissionless* l'accesso in parola è libero a soggetti esterni che decidano di partecipare alla rete generando nuove transazioni o limitandosi a leggere il registro delle transazioni memorizzate²⁵.

Così come dimostrato dai dati²⁶, l'ecosistema DLT *permissionless* presenta quale contraltare della più ampia libertà d'azione caratterizzante l'ecosistema stesso un più elevato livello di impatto ambientale, causato dai propri meccanismi di verifica e consenso.

Elementi, questi ultimi, dunque particolarmente critici, come evidenziato in modo generale e in diverse sedi, laddove è stato infatti sottolineato a più riprese il menzionato aspetto energivoro dei *digital asset* per via delle relative procedure di validazione e la correlata necessità di intervento in chiave di *policy* internazionale²⁷.

²⁴ Si ricordi che l'art. 18 del *DLT Pilot Regime* modifica il regime definitorio recato dalla MiFID II, precisando che per “*strumento finanziario*” si debba intendere qualsiasi strumento riportato nella sezione C dell'allegato I, compresi gli strumenti emessi mediante tecnologia a registro distribuito. A livello di normativa nazionale, le categorie di strumenti finanziari rientranti nell'ambito di applicazione della “*disciplina DLT*” sono invece quelle indicate all'art. 2 del menzionato Decreto *FinTech*. Di recente, per un'analisi del tema, cfr. T. N. POLI, *MiCA, Pilot Regime e Decreto fintech: la regolazione del fenomeno crypto e le difficoltà di inquadramento nel sistema finanziario*, in *Dialoghi dir. econ.*, dicembre 2023.

²⁵ Cfr. BANCA D'ITALIA, *Comunicazione della Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività*, cit., 7.

²⁶ Cfr. BANCA D'ITALIA, *Addressing the Sustainability of Distributed Ledger Technology*, in *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, C. GOLA e J. SEDLMEIR (a cura di), 2022, 670, 10.

²⁷ OECD, *Environmental Impact of Digital Assets. Crypto-Asset Mining and DLT Consensus Mechanisms*, cit., 28.

4. Delimitazione del problema: il “costo” (voluto?) del consenso

L’impatto ambientale delle cripto-attività deriva, in parte largamente preponderante, dal meccanismo di consenso sopra indicato, che ad un alto costo economico ed ambientale – peraltro intendibile, in chiave *ex ante*, come una sorta di meccanismo di selezione all’ingresso e non già solo come un’esternalità negativa –, regola la struttura DLT, rendendola “*verificata*” e dunque appetibile verso i partecipanti. Ne consegue che, al di là e ancor prima delle singole tipologie di cripto-attività, è il meccanismo di consenso stesso a divenire, primo fra tutti, “*chiave di volta*” del rapporto tra digitalizzazione e sostenibilità e dunque a richiedere, in particolar modo, un’analisi più specifica nei termini che seguono.

4.1. Segue. Tipi di consenso

In via preliminare, è necessario ricordare in cosa consista la regolazione del consenso che governa il registro DLT. Fatta una tale premessa, è poi opportuno evidenziare le diverse tipologie di consenso presenti sul “*mercato*”, onde evidenziarne pregi e difetti in punto di sostenibilità ambientale e conseguente necessità di adeguata risposta regolamentare.

Tanto detto, va evidenziato che con il termine “*meccanismo del consenso*” ci si può riferire in modo generico “*all’insieme completo di protocolli, incentivi e idee che consente a una rete di nodi di acconsentire sullo stato di una blockchain*”²⁸. Venendo alla regolazione euro-unionale, con il termine in parola si intendono, più precisamente, “*le regole e le procedure con cui si raggiunge un accordo, tra i nodi di rete DLT, sulla convalida di un’operazione*” (cfr. MiCa, art. 3).

Nelle citate DLT *permissionless* – caratterizzate non tanto da meccanismi di delega e di verifica del rispetto di regole tradizionali, quanto da automatismi e da meccanismi che conducono al raggiungimento di un consenso fra attori che non comunicano direttamente tra loro, senza necessità pregresse di una fiducia reciproca

²⁸ Definizione reperibile al sito <https://ethereum.org/it/developers/docs/consensus-mechanisms/>.

tra gli *stakeholders*²⁹ – la procedura in questione assume un ruolo chiave, andandosi a sostituire ad eventuali autorità centralizzate, al fine di fornire quell’elevato grado di certezza, sopra indicato quale uno dei punti di forza della DLT.

Come anticipato poc’anzi, vi sono diverse tipologie di meccanismo di consenso.

In particolare, l’attenzione degli operatori e dei *policy makers* è oggi indirizzata verso tre meccanismi tra loro alternativi – c.d. *Proof-of-Work (PoW)*³⁰; *Proof-of-Stake (PoS)*; e *Proof-of-Authority (PoA)* – che, in verità, sono qualificabili a monte anche come meccanismi di resistenza e, cioè, di difesa nei confronti di attacchi esterni³¹ e che, questo il punto importante, presentano tratti peculiari tra loro distinti³².

Per quanto riguarda, in particolare, la presente indagine, va infatti ad esempio ricordato che nel meccanismo *Proof-of-Work* alcuni partecipanti alla DLT devono dimostrare di avere svolto un certo grado di lavoro: in questi termini, è loro richiesto di risolvere problemi matematici computazionalmente complessi, che impongono un ampio dispendio di tempo e di risorse sia economiche sia energetiche.

Di contro, nel meccanismo *Proof-of-Stake* i nodi devono potere dimostrare di possedere un certo “*interesse in gioco*”, che corrisponde

²⁹ Cfr. BANCA D’ITALIA, *La governance delle blockchain e dei sistemi basati sulla tecnologia dei registri distribuiti*, in *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, C. GOLA, V. CAPPA, P. FIORENZA, P. GRANATA, F. LAURINO, L. LESINA, F. LORIZZO e G. MARCELLI (a cura di), 2023, 773, 12.

³⁰ Non si dimentichi che è la c.d. *Proof-of-Work* a suscitare particolare perplessità e preoccupazioni, a tal punto rilevanti da consigliarne, in alcuni Paesi, la “*messa al bando*”.

³¹ Si ricordi infatti che come sottolineato dall’autorità di vigilanza «*in assenza di una entità centrale che verifica l’identità del partecipante al network, sarebbe possibile generare a basso costo un numero elevato di identità digitali solo apparentemente differenti, acquisendo per questa via un livello di controllo sproporzionato sulla rete. In questo modo una coalizione di nodi riconducibili ad un medesimo soggetto o gruppo di soggetti potrebbe controllare l’intero sistema (c.d. sybil attack). L’inserimento di un costo per la partecipazione al meccanismo di consenso riduce invece drasticamente questa possibilità*». (BANCA D’ITALIA, *La governance delle blockchain e dei sistemi basati sulla tecnologia dei registri distribuiti*, cit., 13).

³² Cfr. anche BANCA D’ITALIA, *Addressing the Sustainability of Distributed Ledger Technology*, cit., 25-26.

al possesso di *token* poi assegnati al protocollo a garanzia di un comportamento apprezzabile, in quanto corretto.

Infine, nei meccanismi c.d. *Proof-of-Authority* gli algoritmi presuppongono la ricorrenza di partecipanti con funzione di coordinamento in un ambiente DLT *permissioned*³³.

Soprattutto il sistema *Proof-of-Work* ha dimostrato, nel tempo, una particolare diffusione sul mercato, pur essendo connotato dal menzionato evidente impatto ambientale negativo, causato dall'elevato consumo di energia elettrica utilizzata per risolvere i calcoli sopra indicati³⁴.

Una tale circostanza, così come già accennato, ha condotto alcuni rilevanti attori internazionali (non l'Europa) ad adottare misure drastiche nei confronti delle DLT che utilizzano il meccanismo *Proof-of-Work*. Meccanismo che, così come già delineato a scanso di facili

³³ Per un inquadramento di dettaglio cfr. BANCA D'ITALIA, *La governance delle blockchain e dei sistemi basati sulla tecnologia dei registri distribuiti*, cit., 13, da cui sono tratte le informazioni fornite nel testo.

³⁴ Cfr. BANCA D'ITALIA, *Addressing the Sustainability of Distributed Ledger Technology*, 2022, cit., 24. FINANCIAL STABILITY BOARD - FSB, *ASSESSMENT OF RISKS TO FINANCIAL STABILITY FROM CRYPTO-ASSETS*, 2022, 9-10; OECD, *Environmental Impact of Digital Assets. Crypto-Asset Mining and DLT Consensus Mechanisms*, cit., 9, 19-20. Come evidenziato nella preziosa ricerca condotta da Banca d'Italia, Università Cattolica del Sacro Cuore e Università Roma Tre, (DRAFT v.1.0-giugno-2023), 48 ss. «Le blockchain, come ogni infrastruttura informatica, richiedono un determinato consumo energetico per operare in maniera efficiente e sicura. Il sistema esegue le operazioni di processamento di transazioni ed esecuzione di smart contract, richiedendo ai nodi della rete di sincronizzarsi tramite il protocollo di consenso caratteristico della blockchain. Queste operazioni richiedono evidentemente risorse computazionali che generano un conseguente dispendio energetico. L'associazione Cripto Carbon Ratings Institute ha definito un modello per la valutazione dei consumi energetici delle blockchain. Dallo studio emerge come reti basate su protocollo PoW (e.g. Bitcoin) che consumano in media 120000 [Gwh/anno], richiedano circa 2000 [kWh] per la validazione di una transazione. Per sua natura, infatti, il protocollo di consenso PoW richiede di dimostrare la risoluzione di un problema computazionalmente oneroso, che si traduce in notevole consumo energetico. Dallo studio si evince anche che altri protocolli, in particolare quelli basati su PoS, possano essere definiti più "green" in quanto per loro natura non comportano un carico computazionale elevato da parte dei validatori per eseguire il consenso. Lo studio mostra ad esempio come una rete PoS (e.g. Ethereum) consumi circa 2,7 [Gwh/anno]». Il testo è reperibile sul sito https://www.bancaditalia.it/media/notizie/2023/Draft_Protocollo_smart_contract.pdf.

equivoci – che rischiano di condurre a soluzioni non durature³⁵, in quanto poi slegate dalla realtà tipizzante la materia in questione –, troverebbe proprio nella complessità progressiva e nel dispendio energetico dei suoi calcoli una ragion d’essere tanto formidabile (e, quindi, fortemente ricercata), quanto di sicuro lontana dai temi della sostenibilità.

5. Le singole previsioni del regolamento MiCa

Tenendo presente il contesto descritto, è quindi possibile interrogarsi sull’approccio del MiCa al tema della sostenibilità ambientale delle cripto-attività dallo stesso regulate, ponendo attenzione non solo al testo ufficiale pubblicato, ma anche, e per completezza e maggiore comprensione del problema, al contesto storico che l’ha preceduto e prodotto. Contesto all’interno del quale, va ricordato, sono date riscontrarsi alcune posizioni più “nette” circa il necessario collegamento tra *digital asset* e finanza sostenibile, poi disattese nella versione finale, e sul punto più mite, della norma.

In via preliminare è opportuno interrogarsi, seppur per brevi cenni e così rimandando all’attenta analisi che *medio tempore* i commentatori hanno offerto sul tema³⁶, circa i caratteri essenziali del regolamento in

³⁵ OECD, *Environmental Impact of Digital Assets. Crypto-Asset Mining and DLT Consensus Mechanisms*, cit., 29; L. SANNIKOVA, *ESG vs Cryptoassets: Pros and Contras*, in *Giur. Comm.*, 2023, I, 156 ss.

³⁶ In generale sul MiCa, si vedano *ex multis* F. ANNUNZIATA, *An Overview of the Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCAR)*, in *European Banking Institute Working Paper Series no. 158*, 2023 (disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4660379); S. CAPACCIOLI e M.T. GIORDANO (a cura di), *Crypto-assets: MiCA Regulation and DLT Pilot Regime. Analisi ragionata su token, stablecoin, CASP*, Milano, 2023; S.L. FURNARI e R. A. LENER, *Contributo alla qualificazione giuridica dell’offerta al pubblico di Utility Token (anche) alla luce della proposta di Regolamento Europeo sulle Cripto-Attività*, in *Bocconi Legal Papers*, 2022, 16; C. GORTSOS, *The Commission's 2020 Proposal for a Markets in Crypto-Assets Regulation ('MiCAR'): A Brief Introductory Overview*, 2021 (disponibile su: <https://ssrn.com/abstract=3842824>); R. LENER, *Criptoattività e cripto valute alla luce degli ultimi orientamenti comunitari*, in *Giur. Comm.*, 2023, 3, 376 ss.; P. MAUME, *The Regulation on Markets in Crypto-Assets (MiCAR): Landmark Codification, or First Step of Many, or Both?*, in *ECFR*, 2023, 243 ss.; M. T. PARACAMPO, *I prestatori di servizi per le cripto-attività. Tra mifidizzazione della MICA e tokenizzazione della Mifid*, Torino, 2023; T. TOMCZAK, *Crypto-assets and*

questione, che di alcuni *asset* digitali offre ormai il *framework* di riferimento.

Orbene, come evidenziato dalla dottrina più attenta il MiCa, tramite una delimitazione non semplice del proprio impianto definitivo e del relativo ambito di applicazione oggettivo e soggettivo, «*affronta la (difficile) sfida di regolare il mercato delle cripto-attività seguendo, in vero, un approccio piuttosto tradizionale*» posto che, in sostanza, mutua ed estende «*al settore delle cripto-attività le tecniche regolatorie già impiegate in altri settori del diritto finanziario dell'Unione*»³⁷. Queste ultime, in particolare, sono identificabili (i) nella disciplina delle offerte al pubblico e del prospetto informativo, per quanto riguarda l'emissione e l'offerta sul mercato delle cripto-attività; (ii) nella disciplina MiFID e MAR, con riferimento alla regolazione dei soggetti che forniscono servizi relativi a cripto-attività, a quella delle piattaforme di scambio e a quella degli abusi; e (iii) nella disciplina degli enti creditizi e della moneta elettronica, laddove si verta intorno alle cripto-attività con funzioni di pagamento³⁸.

A fronte di un tale approccio, il MiCa (che del “*pacchetto per la finanza digitale*” diviene, forse andando oltre alle aspettative, pietra angolare) nasce e si sviluppa tenendo a mente i propri limiti, per un verso infatti precisando *inter alia* all'art. 2 la propria disapplicazione alle cripto-attività che rientrano, ad esempio, nella nozione di strumenti finanziari – profilo di interesse specifico per quanto si dirà a breve, senza ulteriormente volersi dilungare in questa sede, così come anticipato, sulle singole fattispecie che trovano regolazione all'interno della nuova disciplina³⁹ – e, per l'altro verso, specificando gli obiettivi generali della regolamentazione.

crypto-assets' subcategories under MiCA Regulation, in *Capital Markets Law Journal*, 2022, 365 ss.; T. VAN DER LINDEN e T. SHIRAZI, *Markets in crypto-assets regulation: Does it provide legal certainty and increase adoption of crypto-assets?*, in *Financial Innovation*, 2023, 22; Sui limiti del MiCA, cfr. *ex multis* D.A. ZETZSCHE, R.P. BUCKLEY, D.W. ARNER e M.C. VAN EK, *Remaining Regulatory Challenges in Digital Finance and Crypto-Assets after MiCA*, cit.

³⁷ Così F. ANNUNZIATA, *La disciplina*, cit., 515.

³⁸ Sul punto, F. ANNUNZIATA, *La disciplina*, cit., 516.

³⁹ Aspetto dal quale senza dubbio potrebbero scaturire nuovi profili di indagine. In questa sede, tuttavia e come anticipato, si preferisce concentrare l'attenzione sul problema del meccanismo di consenso e sul trattamento differenziato dei “*prodotti*” regolati dal MiCa rispetto alla disciplina degli strumenti finanziari. Per un'analisi di

Obiettivi che si sostanziano nello stabilire regole circa «(i) gli obblighi di trasparenza e informativa per l'emissione, l'offerta al pubblico e l'ammissione di cripto-attività alla negoziazione su una piattaforma di negoziazione per cripto-attività («ammissione alla negoziazione»); (ii) i requisiti per l'autorizzazione e la vigilanza dei prestatori di servizi per le cripto-attività, degli emittenti di token collegati ad attività e degli emittenti di token di moneta elettronica, nonché per il loro funzionamento, la loro organizzazione e la loro governance; (iii) i requisiti per la tutela dei possessori di cripto-attività nell'emissione, nell'offerta al pubblico e nell'ammissione alla negoziazione di cripto-attività; (iv) i requisiti per la tutela dei clienti di prestatori di servizi per le cripto-attività; (v) le misure volte a prevenire l'abuso di informazioni privilegiate, la comunicazione illecita di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato in relazione alle cripto-attività, al fine di garantire l'integrità dei mercati delle cripto-attività» (cfr. art. 1 MiCa).

E tra i quali, è chiaro, la sostenibilità non compare se non per via indiretta e un po' forzata, così come si dirà passando principalmente attraverso le porte offerte dalla disciplina posta in tema di trasparenza.

Sul punto è infatti necessario evidenziare che il regolamento (UE) 2023/1114 affronta (se così si può dire) il tema della transizione ambientale e del *climate change* in modo di sicuro meno coraggioso rispetto ad alcune delle “bozze” e delle richieste di intervento che lo hanno preceduto, infine dedicando al profilo in questione un numero ben limitato di disposizioni, di matrice essenzialmente “informativa” e, peraltro, in attesa di necessario completamento a seguito dell'intervento delle autorità di settore (vedi *infra*).

Tale approccio regolamentare (che, come detto in apertura, non sorprende, ma incuriosisce e un po' preoccupa) è il frutto di passaggi importanti, che meritano di essere menzionati in questa sede, prima di un'analisi più puntuale delle previsioni che il regolamento in analisi dedica al tema in oggetto.

dettaglio del perimetro oggettivo (e, a tratti, “scivoloso”) del MiCa cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina*, cit., 517 ss. In argomento si veda inoltre, di interesse, la recente consultazione ESMA 29 January 2024, ESMA75-453128700-52, “*On the draft Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments*”.

In argomento, torna infatti opportuno ricordare che nel corso delle negoziazioni del testo in commento, la questione circa l'impatto energivoro delle cripto-attività comprese dal MiCa, nello specifico strutturate secondo la tecnologia *PoW* descritta, è stata affrontata in chiave di *policy making* euro-unionale ancora nel corso del 2022 quando, a seguito di richieste più coraggiose (ma probabilmente non efficienti, quantomeno in chiave di competizione tra ordinamenti), è stata infine rigettata la proposta audace di limitare l'utilizzo del meccanismo di consenso in parola⁴⁰ e si è deciso, invece, per un approccio decisamente più *soft* al problema.

La soluzione di "*compromesso*" che ne è derivata – e che oggi leggiamo con senso critico – consiste dunque in un sostanziale permesso anche all'utilizzo del *PoW* (secondo un criterio in principio neutrale verso le diverse tecnologie utilizzate al fine di realizzare il meccanismo di consenso), sebbene bilanciato, a fronte dei noti e già discussi problemi ambientali, da alcuni obblighi di *disclosure* cui adempiere attraverso la pubblicazione di un *White Paper* (nel quale, tuttavia, le informazioni da rendere sono meno "*penetranti*" di quelle richieste nella bozza del Parlamento europeo⁴¹).

A valle di quanto precede, l'attuale disciplina dettata dal MiCa – quindi frutto di posizioni come detto distinte anche in relazione al problema qui discusso⁴² – dimostrerebbe di contemplare, in via

⁴⁰ E sul punto si ricordi la richiesta coraggiosa avanzata in sede di negoziazione da parte del Parlamento europeo (e poi non accolta) di includere, a fare data dal 2025, «l'estrazione di cripto-attività tra le attività economiche che contribuiscono in modo sostanziale all'attenuazione dei cambiamenti climatici nella tassonomia della finanza sostenibile dell'UE, in conformità dell'articolo 10 del regolamento (UE) 2020/852». (cfr. la Relazione sulla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937, consultabile al link: https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2022-0052_IT.html).

⁴¹ Laddove, ad esempio con riferimento al *White Paper* sulle cripto-attività, era richiesto di inserire: informazioni circa una valutazione indipendente del probabile consumo di energia delle cripto-attività se viene impiegato il modello "*proof-of-work*"; nonché informazioni sugli indicatori di sostenibilità relativi all'emissione della cripto-attività, tra cui l'eventuale estrazione in conformità della tassonomia della finanza sostenibile dell'UE.

⁴² Cfr. la tavola sinottica rilasciata dal CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA, *Interinstitutional File*: 2020/0265 (COD), 7694/22, ove si possono apprezzare le

generale, il tema dell’impatto ambientale, venendo per un verso precisato, al *Considerando* 7 del regolamento (UE) 2023/1114, e al di là di una più precisa distinzione tra le diverse cripto-attività disciplinate dal regolamento medesimo, che *«I meccanismi di consenso utilizzati per la convalida delle operazioni in cripto-attività potrebbero avere principali impatti negativi sul clima e altri effetti negativi connessi all’ambiente. Tali meccanismi di consenso dovrebbero pertanto prevedere soluzioni più rispettose dell’ambiente e garantire che i principali impatti negativi che essi potrebbero avere sul clima, e gli altri effetti negativi connessi all’ambiente, siano adeguatamente individuati e comunicati dagli emittenti di cripto-attività e dai prestatori di servizi per le cripto-attività»*⁴³.

E, per l’altro verso, confermata, al *Considerando* 110 della medesima regolamentazione, la necessità che alla Commissione sia conferito il potere di adottare norme tecniche di regolamentazione elaborate dall’ABE e dall’ESMA per quanto riguarda, tra l’altro, proprio *«il contenuto, le metodologie e la presentazione delle informazioni contenute nel»* citato *«White Paper sulle cripto-attività sui principali impatti negativi sul clima e su altri effetti negativi*

posizioni di maggior coraggio espresse in tema di sostenibilità ambientale dal Parlamento europeo.

⁴³ Prosegue il *Considerando* precisando che *«Nel determinare se gli impatti negativi sono principali, è opportuno tenere conto del principio di proporzionalità e delle dimensioni e del volume delle cripto-attività emesse. L’Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati) (ESMA) istituita dal regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, in cooperazione con l’Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea) (ABE) istituita dal regolamento (UE) n. 1093/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, dovrebbe pertanto essere incaricata di elaborare progetti di norme tecniche di regolamentazione al fine di specificare ulteriormente il contenuto, le metodologie e la presentazione delle informazioni in relazione agli indicatori di sostenibilità per quanto riguarda gli impatti negativi sul clima e altri effetti negativi connessi all’ambiente, nonché di delineare i principali indicatori energetici. I progetti di norme tecniche di regolamentazione dovrebbero inoltre garantire la coerenza dell’informativa da parte degli emittenti di cripto-attività e dei prestatori di servizi per le cripto-attività. Nell’elaborare i progetti di norme tecniche di regolamentazione, l’ESMA dovrebbe tenere conto dei vari tipi di meccanismi di consenso utilizzati per la convalida delle operazioni in cripto-attività, delle loro caratteristiche e delle differenze tra di esse. L’ESMA dovrebbe inoltre tenere conto degli obblighi di informativa esistenti, garantire complementarità e coerenza ed evitare di aumentare gli oneri a carico delle imprese»*.

connessi all'ambiente del meccanismo di consenso utilizzato per emettere la cripto-attività».

White Papers indicati, nello specifico agli artt. 6, 19 e 51 del regolamento, ove agli operatori è trasversalmente richiesto di includere, a favore degli investitori, le «*informazioni sui principali impatti negativi sul clima e su altri effetti negativi*» legati o connessi «*all'ambiente del meccanismo di consenso utilizzato*»⁴⁴ (dunque venendo confermato che il meccanismo di consenso, più che la tipologia di cripto-attività, è l'elemento cruciale per quanto riguarda i problemi di sostenibilità).

Al di là, poi, delle informazioni richieste negli allegati I, II e III del MiCa, relativi agli elementi di dettaglio dei vari *White Papers* (in tutti e tre i casi, si noti, ricorre il riferimento alla descrizione dei rischi associati alla relativa cripto-attività, tra i quali potrebbe forse trovare spazio un più attento esame del “*rischio di sostenibilità*”, tuttavia non specificamente elencato), seguono alcune precisazioni ulteriori agli artt. 66 (riferito ai prestatori di servizi per le cripto-attività) e 81 (dettato in relazione alla «*Prestazione di consulenza sulle cripto-attività e prestazione di servizi di gestione del portafoglio di cripto-attività*»), di cui si tratterà *infra*. “*That’s all Folks!*”, non ricorrendo infatti prescrizioni più precise in tema ESG.

Passi ulteriori sono quindi rimessi, oltre all’attuazione pratica delle norme da parte degli operatori, alle autorità di settore, che da parte loro stanno lavorando con grande attenzione sui profili ambientali qui esaminati.

⁴⁴ Si ricordi che i *White Papers* si riferiscono, rispettivamente, alle cripto-attività, alle cripto-attività per i *token* collegati ad attività e alle cripto-attività per i *token* di moneta elettronica. In merito va chiarito che, come precisato dal regolamento in oggetto in tutti i casi, l’ESMA, in collaborazione con l’ABE, elabora progetti di norme tecniche di regolamentazione sul contenuto, sulle metodologie e sulla presentazione delle informazioni per quanto riguarda gli indicatori di sostenibilità in relazione agli impatti negativi sul clima e ad altri effetti negativi connessi all’ambiente. Nell’elaborare i progetti di norme tecniche di regolamentazione, l’ESMA prende in considerazione i vari tipi di meccanismi di consenso utilizzati per convalidare le operazioni in cripto-attività, le loro strutture di incentivazione e l’uso dell’energia, dell’energia rinnovabile e delle risorse naturali, la produzione di rifiuti e le emissioni di gas a effetto serra. L’ESMA aggiorna tali norme tecniche di regolamentazione alla luce degli sviluppi normativi e tecnologici.

E in argomento va ricordato che l'ESMA ha indirizzato al mercato una precisa consultazione datata 5 ottobre 2023⁴⁵, volta a evidenziare – così da formulare poi dettagliati ed efficienti *standards* tecnici – la centralità ricoperta in tema ambientale proprio dai meccanismi di validazione (al di là delle singole tipologie di crypto-attività), in un contesto in cui, come precisato dalla consultazione stessa, (i) i requisiti di *disclosure* non dovrebbero essere limitati a un sottoinsieme specifico di meccanismi di consenso, ma dovrebbero comprenderne tutte le tipologie attuali e future e in cui (ii) gli impatti sulla sostenibilità dei meccanismi di consenso non sono solo legati alla convalida delle transazioni, ma anche all'uso di energia e risorse necessarie per mantenere l'integrità delle informazioni memorizzate sul registro. E poiché alcuni *crypto-asset* si basano su una struttura a più livelli che comprende diversi tipi di meccanismi di consenso, gli impatti sulla sostenibilità di ciascun meccanismo di consenso utilizzato nei diversi livelli dovrebbero essere adeguatamente valutati e divulgati di conseguenza.

Da quanto precede deriva quindi che, per l'autorità di vigilanza e dunque presumibilmente per le regole che verranno (sia permessa la citazione testuale) «*assessing the sustainability impacts of consensus mechanisms is understood as assessing the cumulative sustainability impacts of the set of DLT network nodes active in reaching an agreement that a transaction is validated*» e che, in via di estrema sintesi, l'impatto ambientale del meccanismo di consenso potrà essere ricollegato, almeno nella futura normativa unionale, a tre caratteristiche principali dei citati *DLT network nodes* e, cioè, «1) *the energy consumption of each DLT network node*; 2) *their location*» – posto che «*the location of the DLT network nodes may be used as a proxy to estimate greenhouse gas (GHG) emissions, while the waste production and the use of natural resources throughout the lifecycle (production, use and disposal) of the hardware equipment of each DLT network node can be assessed*» – e «(...) 3) *the devices that each DLT network node uses both to take part in the DLT network, such as application- specific*

⁴⁵ Cfr. ESMA, *Consultation Paper, Technical Standards specifying certain requirements of Markets in Crypto Assets Regulation (MiCA) - second consultation paper*, 5 October 2023, ESMA75-453128700-438, reperibile su <https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/2023/10/ESMA75-453128700-438-Second-Consultation-Paper-on-MiCA.pdf>.

integrated circuits (ASICs), and to hold a replica of records of all transactions on a distributed ledger, including servers and equipment used to maintain their integrity».

Un “trittico”, quest’ultimo, tanto condivisibile quanto di evidente difficile “messa a terra” ed attuazione pratica, ancor più tenendo a mente l’elevat(issim)o grado di dettaglio indicato nell’*Annex* al documento ESMA in oggetto, denominato «*Template for the presentation of the information on principal adverse impacts on the climate and other environment-related adverse impacts in the crypto-asset white paper and on the website of a crypto-asset service provider*» e nel quale sono indicate tanto le «*Mandatory information on principal adverse impacts on the climate and other environment-related adverse impacts of the consensus mechanism*» quanto gli «*Additional climate and other environment-related indicators*»⁴⁶.

6. Alcune questioni aperte

Nell’attesa della regolamentazione “*che verrà*” (e fermo restando il giudizio più che positivo sull’indirizzo intrapreso dall’ESMA) è già possibile offrire alcune osservazioni critiche generali volte ad evidenziare altrettante “*questioni aperte*”. Questioni che vanno oltre alla considerazione (ormai fin quasi scontata) che vede nei settori vigilati un costante innalzamento non solo della tecnica, ma anche di tecnicismi di difficile gestione e, dunque, facile incomprensione. Quanto precede, anche e soprattutto con riferimento a temi complessi quali sono quelli dell’evoluzione digitale e della sostenibilità ambientale.

Ciò premesso, a seguito di una prima analisi e al netto, quindi, di contenuti più di dettaglio che saranno adottati (sui quali, si ripete, al momento *nulla quaestio*), pare a chi scrive corretto evidenziare alcuni aspetti di interesse che riguardano, in sintesi, la diversità di trattamento riservata, in tema di sostenibilità, a crypto-attività ricomprese e non ricomprese nel regolamento MiCa, in quanto queste ultime ricollegabili all’alveo degli strumenti finanziari.

⁴⁶ Cfr. ESMA, *Consultation Paper*, cit., 94 ss.

6.1. *Segue. Fattispecie e discipline*

Come evidenziato, il *set* regolamentare poc'anzi delineato in tema di MiCa e finanza sostenibile si contraddistingue per una certa (e, a modesto parere di chi scrive, non del tutto condivisibile) sinteticità.

Tale sinteticità, che di sicuro verrà progressivamente colmata dall'intervento dell'ESMA quantomeno sotto il punto di vista informativo, risulta allo stato rischiosa, in quanto capace di condurre ad alcune asimmetrie di sistema che – soprattutto laddove si tratti di impatti ambientali – si contraddistinguono per criticità e necessità di pronto intervento.

Ma andiamo con ordine.

In via preliminare, va ricordato che, così come puntualizzato in apertura di lavoro, il MiCa non si applica a tutte le cripto-attività, in particolare non riferendosi, per quanto di interesse in questa sede, a quelle configurabili come “*strumenti finanziari*”.

Tale delimitazione “*auto-imposta*” per un verso suggerisce e conferma la lettura del MiCa quale “*normativa interstiziale*”⁴⁷ e, per l'altro verso, assume specifica rilevanza laddove riportata alla disciplina della sostenibilità degli *asset* regolati dal regolamento 2023/1114 in questione. Disciplina che – tanto nella mancanza di adeguati meccanismi di raccordo, peraltro suggeriti (ma, come detto, infine non accolti) nelle già citate fasi di negoziazione dal Parlamento europeo⁴⁸, quanto a fronte dell'approccio “*minimale*” adottato dalla regolamentazione in esame – è dunque caratterizzata da un livello di frammentazione non sottostimabile⁴⁹.

Sul punto, deve infatti ricordarsi che, al di là di un più attento esame tassonomico, la *summa divisio* appena indicata (MiCa vs strumenti

⁴⁷ Cfr. A. MINTO, *Tokens di moneta elettronica e nuovi modelli di business: problemi di coordinamento tra discipline*, 2023, consultato su gentile concessione dell'autore.

⁴⁸ In particolare, si veda il *Considerando 5 quater*, poi espunto dal regolamento ufficiale, ove è precisato che «*In linea con gli obiettivi dell'Agenda per la finanza sostenibile, gli obblighi di informativa in materia di sostenibilità definiti nel regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio e nella tassonomia dell'UE per le attività sostenibili dovrebbero applicarsi anche alle cripto-attività, nonché agli emittenti e ai fornitori di servizi per le cripto-attività*». Cfr. https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2022-0052_IT.html.

⁴⁹ Cfr. in tema D. BUSCH, *EU Sustainable Finance Disclosure Regulation*, 2023.

finanziari) implica la disapplicazione nei confronti delle crypto-attività di cui al regolamento in oggetto anche di gran parte di quelle norme che, nel tempo, hanno disegnato il complicato reticolato normativo tipizzante la finanza sostenibile.

Reticolato costruito, *inter alia* e, come noto ai più, sia sul regolamento SFDR⁵⁰, sia intorno ai canoni dettati dal regolamento Tassonomia e dai relativi atti delegati⁵¹. Ed oggi “rinforzato” vuoi dalle previsioni in tema di *product governance* “sostenibile”⁵², vuoi da quelle relative alle c.d. preferenze di sostenibilità dell’investimento⁵³, entrambe riferibili alla “galassia” MiFID (e cioè agli strumenti finanziari).

Orbene, questa diversità di trattamento è destinata a farsi sentire posto che, mentre il MiCa è ancora in attesa di supporto da parte dell’intervento dell’ESMA e pare concentrarsi principalmente su meccanismi di *disclosure* importanti ma non sufficienti (v. *infra*), la normativa MiFID – intesa in senso ampio – procede incessante lungo un percorso che proprio nella sostenibilità (e nella relativa disciplina di dettaglio) vede oggi la propria “*stella polare*”.

⁵⁰ Trattasi, come noto, del regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, il quale nella nozione di prodotto finanziario cui si riferisce la disciplina medesima, risulta ricomprendere, all’art. 2, solo i seguenti “strumenti”: a) un portafoglio gestito conformemente al punto 6) del medesimo articolo; b) un fondo di investimento alternativo (FIA); c) un IBIP; d) un prodotto pensionistico; e) uno schema pensionistico; f) un OICVM; oppure g) un PEPP.

⁵¹ Dovendosi sul punto e per completezza segnalare che l’*Annex II* del recente *Sustainable Finance Package*, relativo alla *Transition to a Circular Economy*, si riferisce a sistemi IT/OT e AI. Cfr. https://finance.ec.europa.eu/system/files/2023-06/taxonomy-regulation-delegated-act-2022-environmental-annex-2_en_0.pdf.

⁵² Cfr. la Direttiva delegata (UE) n. 2021/1269 della Commissione del 21 aprile 2021 che modifica la direttiva delegata (UE) 2017/593 per quanto riguarda l’integrazione dei fattori di sostenibilità negli obblighi di *governance* dei prodotti.

⁵³ Trattasi del regolamento delegato (UE) 2021/1253 della Commissione del 21 aprile 2021 che modifica il regolamento delegato (UE) 2017/565 per quanto riguarda l’integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità in taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento.

Senza ripercorrere, infatti, i vari passaggi normativi anche settoriali⁵⁴, basti ricordare che ad esempio in tema di POG, i più recenti Orientamenti ESMA (*ndr.* ESMA35-43-3448 dell'agosto 2023)⁵⁵ affrontano, con attenzione, esattamente i profili della sostenibilità. La mancata riferibilità di tale disciplina ai prodotti regolati dal MiCa è quindi, e senza dubbio, elemento d'attenzione, e ciò a prescindere dalle critiche più o meno serrate che si vogliono indirizzare ad un sistema di *product governance* certamente più “*paternalistico*” nei confronti degli investitori⁵⁶ (e, di conseguenza, più costoso per gli operatori).

Quanto, invece, al tema delle preferenze di sostenibilità, vero è che anche il MiCa si preoccupa di “*accompagnare*” l'investitore nel suo processo decisionale, in particolare richiedendo ai prestatori di servizi per le cripto-attività (cfr. art. 66):

⁵⁴ Con riferimento al comparto assicurativo, in dottrina, cfr. *ex multis* G. BERTI DE MARINIS, *Mercato assicurativo e progressivo adeguamento della normativa regolamentare su product governance (POG) e distribuzione di prodotti di investimento assicurativi (IBIPs)*, in *Dir. mer. ass. fin.*, 2021, 1, 78 ss.; A. CAMEDDA, *La product oversight and governance nel sistema di governo societario dell'impresa di assicurazione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, 2, 234 ss.; e G. MARTINA, *Organo amministrativo delle imprese di assicurazione e Product Oversight and Governance tra codice delle assicurazioni private e regolamenti IVASS*, in *ODC*, 2021, 2, 797 ss.

⁵⁵ Reperibili a questo link: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-08/ESMA35-43-3448_Guidelines_on_product_governance_IT.pdf.

⁵⁶ Per un inquadramento dell'argomento, limitandosi alla letteratura italiana, cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina*, cit., 149; D. CERINI, *I soggetti coinvolti nella Product Oversight and Governance (POG): produttori (imprese di assicurazione), produttori di fatto (intermediari) ... e produttori “silenziosi” (Riassicuratori)*, in questa *Rivista*, 2021, 4, 723 ss.; L. DALLA TOMMASINA, *La produzione e la distribuzione di strumenti finanziari (tra servizi di investimento esecutivi, aumenti di capitale senza consulenza e derivati over the counter)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, 2, 262; F. GRECO, *Dall'informazione pre-contrattuale alla product governance: la tutela del risparmiatore tra paternalismo normativo e nuovi modelli di controllo*, in questa *Rivista*, 2017; G. LA ROCCA, *Introduzione alla product governance: premesse sistematiche; obblighi e responsabilità dei produttori*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, 566; M. E. SALERNO, *Adding Sustainability Risks and Factors to the MiFID II Suitability and Product Governance Requirements*, in *Italian Law J.*, 2022, 2, 803 ss.; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Dalla tutela informativa alla product governance: nuove strategie regolatorie dei rapporti tra clientela e intermediari finanziari*, in *Riv. reg. merc.*, 2016, 1, 1. Si segnala, altresì, l'attento lavoro dottorale di F. PETROSINO, *Product governance e rimedi nel diritto dei mercati finanziari*, Trento, 2021, reperibile su <https://iris.unitn.it/handle/11572/319891>.

(i) di agire in modo onesto, corretto e professionale, secondo il migliore interesse dei rispettivi clienti effettivi e potenziali (ma il miglior interesse è per forza quello ambientalmente preferibile?)⁵⁷;

(ii) di avvertire i clienti circa i rischi (anche ambientali?) riferiti alle cripto-attività medesime;

(iii) di rendere pubbliche «*in una posizione ben visibile del loro sito web, informazioni sui principali impatti negativi sul clima e su altri effetti negativi connessi all'ambiente del meccanismo di consenso utilizzato per emettere ciascuna cripto-attività in relazione alla quale prestano servizi*» (precisandosi che tali informazioni possono essere ottenute dai *White Paper* sulle cripto-attività)⁵⁸;

e, venendo al tema specifico della prestazione della consulenza sulle cripto-attività:

(iv) di effettuare una valutazione di adeguatezza per poi fornire ai clienti «*una relazione sull'adeguatezza che specifica la consulenza prestata e spiega perché corrisponde alle preferenze, agli obiettivi e alle altre caratteristiche dei clienti*» (cfr. art. 81, par. 13).

Tuttavia, rimane quantomeno lecito dubitare della profondità, del dettaglio e, dunque, della reale “*magnitudo*” di tali previsioni sotto il punto di vista della sostenibilità, tanto più laddove per l'appunto si pongano le stesse a confronto con il più elevato grado di attenzione in tema caratterizzante gli strumenti finanziari.

A margine, va inoltre evidenziato che una più seria presa in considerazione delle preferenze di sostenibilità risulterebbe centrale anche al fine di garantire un sereno e trasparente funzionamento delle tecnologie sottese agli *asset* digitali in esame, nell'ottica di una conversione attuata tanto a vantaggio della sostenibilità stessa quanto, a cascata, anche del mercato delle cripto-attività regolate dal MiCa.

⁵⁷ Ho trattato di recente questo argomento, sebbene con riferimento specifico alla gestione del risparmio, in F. RIGANTI, *La gestione “sostenibile” del “risparmio gestito”*. *Divagazioni sull'articolo 47 della Costituzione (e non solo)*, in *Contr. Impr. Eur.*, 2023, 3, 505 ss.

⁵⁸ Precisa il medesimo articolo che l'ESMA, in cooperazione con l'ABE, elabora progetti di norme tecniche di regolamentazione riguardanti il contenuto, le metodologie e la presentazione delle informazioni per quanto riguarda gli indicatori di sostenibilità in relazione agli impatti negativi sul clima e ad altri effetti negativi connessi all'ambiente.

Infatti, posto il carattere allo stato (più o meno) inquinante dei meccanismi di consenso, un metodo in via di ipotesi utile per garantire un livello maggiormente sostenibile del registro di riferimento consisterebbe non solo nel renderne pienamente trasparente il processo di validazione (profilo già oggetto di intervento), ma anche nel raccogliere la preferenza di investimento specifica ed ESG *oriented* dei clienti nei confronti del “*prodotto*” regolato dal MiCa.

Tale preferenza, infatti, se, come si immagina, sempre più attenta a profili “*climatici*”, potrebbe presto trasformarsi in una “*spinta gentile*” verso un miglioramento (sostenibilmente orientato) delle tecnologie in questione, altrimenti più difficilmente “*preferite*”. Oltretutto, pare corretto presumere, caratterizzate da prospettive di sviluppo più limitate, proprio in quanto non ambientalmente allineate.

7. Conclusioni

Al di là di altre considerazioni di sistema e – si ripete – delle regole che seguiranno l’intervento dell’ESMA e che, senza dubbio, “*miglioreranno la situazione*”, va evidenziato che la menzionata diversità di disciplina in tema di sostenibilità, correlata alla diversità di fattispecie segna, almeno con riferimento al tema della crisi ambientale, un punto di debolezza.

Ferma restando l’osservazione finanche ovvia circa la ben chiara ricorrenza di regole distinte per questioni distinte, tale debolezza risiede, a modesto parere di chi scrive, proprio nel supporto che le previsioni relative agli strumenti finanziari (prime fra tutte POG e preferenze di sostenibilità poc’anzi viste e peraltro non certo immuni da critiche) avrebbero comunque potuto assicurare (ma invece, allo stato, non assicurano) a una disciplina – quella delle cripto-attività regolate dal MiCa – che, in tema di sostenibilità, si limita per ora e nell’attesa dell’ESMA ad affidarsi vuoi a prescrizione di condotta forse un po’ generiche (e, comunque, in cerca di un più preciso contenuto) per i prestatori di servizi per le cripto-attività; vuoi a una profilatura come visto non ancora chiaramente orientata in ottica di sostenibilità ed ESG; vuoi, infine e soprattutto, a *White Papers* di sicuro centrali sebbene, come noto, non sufficienti a tutelare un investitore progressivamente sempre meno incline a rientrare nei più rigidi schemi della “*logicità*” tipizzante l’*homo oeconomicus*.

Proprio in relazione a questo ultimo profilo va ricordato che, se da un lato non ci sono incertezze circa l'importanza della *disclosure* nella "lotta" a quell'*information asymmetry*⁵⁹ che connota da tempo il "decisore razionale"⁶⁰ (sempre più in "crisi"), dall'altro lato nessun dubbio ci può essere circa l'impossibilità che la medesima *disclosure* si presenti quale "rimedio salvifico" ed unico delle disfunzioni, ambientali ma non solo, del mercato⁶¹.

Puntare principalmente, per non dire esclusivamente, sul profilo informativo denoterebbe dunque, per un verso, una più scarsa attenzione verso i temi della sostenibilità e, per l'altro verso, una minore rilevanza, soprattutto in punto ambientale, delle cripto-attività di cui al MiCa, le quali – *rebus sic stantibus* – paiono pertanto destinate ad essere escluse dal novero dei "prodotti" sinceramente strumentali ad attuare (o contribuire ad) una transizione climatica ordinata.

Tale esclusione, a ben vedere, rischia non solo di tipizzare negativamente l'approccio del MiCa ai temi ESG (temi che, come detto, peraltro non sono *ab origine* di specifico interesse per il regolamento in questione, ma forse dovrebbero diventarlo), ma anche e più in generale di delineare una crepa nell'impianto euro-unionale in tema di finanza sostenibile, proprio per il tramite di un'adozione sempre più diffusa di *asset* digitali ambientalmente non tollerabili.

Ecco dunque che, a nostro avviso, la disciplina analizzata dovrebbe forse divenire oggetto di una rimediazione sul punto qui discusso. Una rimediazione che, fermi restando i principi di neutralità e proporzionalità della regolamentazione dell'economia, sia capace di condurre ad unità i due distinti aspetti complementari dello sviluppo dei

⁵⁹ Cfr., per un inquadramento, A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2020, 6; Id., *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003; F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011; e R. RORDORF, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. Comm.*, 2002, I, 6, 773 ss.

⁶⁰ Per tutti, di recente, cfr. P. LUCANTONI, *Prospectus Liability in Europe: The Relevant Breach of Duties*, in *Journal of European Tort Law*, 2023, 14, 2, 156 ss.; nonché ID., *L'informazione da prospetto. Struttura e funzione nel mercato regolato*, Milano, 2020.

⁶¹ Per l'analisi critica della questione cfr. A. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, 1, 31 ss.

mercati (digitalizzazione e sostenibilità), al fine di assicurare una efficiente ed affidabile *Twin Transition* all'Unione europea.

La tutela dell'acquirente nei contratti di cessione di partecipazioni societarie, tra *representations, warranties, indemnities* e *adjustment price clauses**

SOMMARIO: 1. Sulla non rigorosa distinzione tra oggetto «mediato» e oggetto «immediato» nelle operazioni di *Mergers and Acquisitions (M&A)*. – 2. Dalla struttura alla funzione del fenomeno societario. Patrimonio sociale quale patrimonio separato con vincolo di destinazione. – 3. Oggetto del contratto e interesse dei contraenti. – 4. Gli ‘arresti’ della giurisprudenza sulla non estraneità all’oggetto del contratto di cessione di partecipazioni sociali del patrimonio sociale. – 5. L’esperienza della prassi domestica delle operazioni di *M&A* tra presa di coscienza dell’orientamento interpretativo dominante e ricorso al procedimento diffuso nella prassi internazionale e al suo linguaggio. L’interesse dei contraenti a escludere i rimedi contrattuali: la clausola di unico rimedio (*sole and exclusive remedy*). – 6. I rimedi negoziali. Le clausole di rappresentazione e garanzia (*representations and warranties clauses*). – 7. (segue): le clausole di ‘indennizzo’ (*indemnity clauses*) e le clausole di aggiustamento del prezzo (*adjustment price clauses*). – 8. Il deposito del prezzo o di una sua parte in un *escrow account*. – 9. Le polizze assicurative di garanzia e indennizzo.

1. Sulla non rigorosa distinzione tra oggetto «mediato» e oggetto «immediato» nelle operazioni di *Mergers and Acquisitions (M&A)*.

In un recente lodo arbitrale, un autorevole collegio ha provocatoriamente considerato quale «abusato rilievo» l’argomentazione, dominante in dottrina e giurisprudenza, secondo la quale oggetto di un’operazione di cessione di partecipazioni societarie siano le «azioni» della società *target* «e non la sua azienda o i beni che la compongono (o che avrebbero dovuto comporla)»¹.

* Lo scritto, con l’aggiunta delle note, costituisce la relazione presentata al Convegno sul tema “Attualità e problematiche in materia di famiglia e impresa”, organizzato dal Comitato regionale fra i Consigli notarili distrettuali della Puglia, tenutosi a Gallipoli i giorni 26 e 27 maggio 2023

¹ Coll. arb. 25 maggio 2022 [Portale (Pres.), M. Rescigno, Roppo], in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, 151 ss., con nota critica di A. TINA, *Note in materia di trasferimento di partecipazioni societarie (di controllo o rilevanti) e tutela dell’acquirente, tra responsabilità precontrattuale, dolo incidente e integrazione del contratto secondo buona fede e correttezza*; anche in *Riv. arbitrato*, 2023, 163 ss., con nota di E. GHI, *Sul rapporto tra signing e closing in un Sale and Purchase Agreement: un problema di sussunzione della fattispecie concreta nella fattispecie astratta*.

Il collegio arbitrale ha ritenuto non corretta la ricostruzione secondo la quale la cessione delle partecipazioni sociali abbia «come oggetto immediato la partecipazione sociale e solo quale oggetto mediato la quota parte del patrimonio sociale che tale partecipazione rappresenta»².

² In tal senso, da ultimo, Cass., 13 marzo 2019, n. 7183, in *DeJure*; questa pronuncia sintetizza un'interpretazione pressoché costante della giurisprudenza di legittimità; cfr., *ex multis*, Cass., 29 marzo 1935, in *Riv. dir. comm.*, 1935, II, 411, che già sotto il vigore del precedente codice affermava che «quando non sia dubbia la reale esistenza delle società anonime, la vendita delle loro azioni non può identificarsi con l'alienazione del patrimonio sociale. Pertanto, il venditore delle azioni non risponde, senza un patto contrario, dell'evizione o delle passività che si riferiscono al patrimonio stesso»; Cass., 3 luglio 1935, *ivi*, 1936, II, 113; Cass., 4 agosto 1941, n. 2736, in *Dir. fall.*, 1941, II, 373; Cass., 10 maggio 1946, n. 559, *ivi*, 1946, II, 88; Cass., 5 aprile 1955, n. 980, in *Dir. fall.*, 1955, II, 458; Cass., 18 ottobre 1955, n. 3259, in *Giust. civ.*, 1956, I, 455; Cass., 22 settembre 1959, n. 2598, in *Dir. fall.*, 1959, II, 911; Cass., 21 giugno 1974, n. 1836, in *Giust. civ.*, 1975, I, 832; Cass., 7 novembre 1983, n. 6566, in *Giur. it.*, 1984, I, 1, 1611 (questa decideva un caso di cessione di quote di società di persone); Cass., 17 febbraio 1984, n. 1190, *ivi*, 1612; Cass., 23 gennaio 1986, n. 423, in *Giur. Comm.*, 1986, II, 277; Cass., 15 ottobre 1991, n. 10829, in *Foro It.*, 1991, I, 3031; Cass., 21 giugno 1996, n. 5773, *Banca borsa tit. cred.*, 1997, II, 18; Cass., 20 marzo 1997, n. 2465, in *Giur. it.*, 1998, 90; Cass., 21 marzo 2001, n. 4020, in *Foro It.*, 2001, I, 1520 ss.; Cass., 19 luglio 2007, n. 16031, in *Giur. Comm.*, 2008, II, 103; Cass., 24 luglio 2014, n. 16963, in *Giur. it.*, 2014, 2406, con nota di G. IORIO, *Vendita di partecipazioni sociali: garanzie contrattuali e termine di prescrizione*. Quanto alla giurisprudenza di merito, cfr., *ex multis*, Trib. Roma, 28 settembre 2015, in *Giur. Comm.*, 2017, II, 896; Trib. Milano, sez. imprese, 2 gennaio 2023, n. 3. Anche in dottrina la tesi trova un pressoché unanime consenso: cfr. G. FERRI, *Incidenza delle obbligazioni sociali nei rapporti tra cedente e cessionario di quota sociale*, in *Foro It.*, 1936, I, 712 ss.; S. PUGLIATTI, *Vendita di azioni e garanzia per evizione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1937, 86 ss.; G. FRÈ, *Delle società per azioni*, in *Comm. c.c. Scialoja Branca*, Bologna-Roma, 1982, 238. Quanto alla dottrina più recente, v. M. SPERANZIN, *Vendita della partecipazione di "controllo" e garanzie contrattuali*, Milano, 2006; A. TINA, *Il contratto di acquisizioni societarie*, Milano, 2007; M. SPERANZIN, *Le partecipazioni come oggetto di trasferimento: garanzie legali e convenzionali*, in *Comm. s.r.l. in onore di Portale*, Dolmetta-Presti (a cura di), Milano, 2011, 383; D. MAFFEIS, *Vendita di partecipazioni sociali: natura, contenuto e tipi*, in *"C dei contratti. Vendita e vendite"* diretto da V. Roppo, I, Milano, 2014, 835 ss.; P. TRIMARCHI, *Le garanzie contrattuali nell'acquisto di partecipazioni sociali*, in *Giur. Comm.*, 2016, I, 5 ss.; C. D'ALESSANDRO, *Compravendita di partecipazioni sociali e tutela dell'acquirente*, Milano, 2003; C. CONFORTINI, *Il governo dei rischi nella vendita di partecipazioni*, Milano, 2021; G. DE NOVA, *Il Sale and Purchase Agreement: un contratto commentato*, Torino, 2021, 171 ss.; G. SALATINO, *Il "patto*

Da tale distinzione tra oggetto ‘immediato’ e oggetto ‘mediato’ consegue, secondo tale ricostruzione, che «le carenze o i vizi relativi alle caratteristiche e al valore dei beni ricompresi nel patrimonio sociale – e, di riverbero, alla consistenza economica della partecipazione – possono giustificare l’annullamento del contratto per errore o, ai sensi dell’articolo 1497 c.c., la risoluzione per difetto di “qualità” della cosa venduta (necessariamente attinente ai diritti e obblighi che, in concreto, la partecipazione sociale sia idonea ad attribuire e non al suo valore economico), solo se il cedente abbia fornito, a tale riguardo, specifiche garanzie contrattuali, ovvero nel caso di dolo di un contraente, quando il mendacio o le omissioni sulla situazione patrimoniale della società siano accompagnate da malizie ed astuzie volte a realizzare l’inganno ed idonee, in concreto, a sorprendere una persona di normale diligenza.

In caso di compravendita delle azioni di una società, che si assume stipulata ad un prezzo non corrispondente al loro effettivo valore, senza che il venditore abbia prestato alcuna garanzia in ordine alla situazione patrimoniale della società stessa, il valore economico dell’azione non rientra tra le qualità di cui all’articolo 1429 c.c., n. 2, relativo all’errore essenziale»³.

Consegue inoltre la non configurabilità di «un’azione di annullamento della compravendita basata su una pretesa revisione del prezzo tramite la revisione di atti contabili (bilancio e conto profitti e perdite) per dimostrare quello che non è altro che un errore di valutazione da parte dell’acquirente, anche quando il bilancio della società pubblicato prima della vendita sia falso e nasconda una situazione tale da rendere applicabili le norme in materia di riduzione e perdita del capitale sociale»⁴.

In sintesi: l’oggetto immediato della vendita di azioni – l’unico rilevante per il codice civile - è la partecipazione sociale e si estende alla consistenza o al valore del patrimonio solo per effetto di specifiche pattuizioni, frutto di autonomia contrattuale. Sì che la clausola con la quale il venditore si impegna a tenere indenne il compratore dalle sopravvenienze passive nel patrimonio della società ha ad oggetto, sempre secondo tale orientamento, una «prestazione accessoria» e non

di garanzia” nei contratti di compravendita di partecipazioni sociali: prassi ed evoluzione, in *Giur. Comm.*, 2021, I, 996 ss.

³ Cass., 13 marzo 2019, n. 7183, cit.

⁴ Cass., 13 marzo 2019, n. 7183, cit.

rientra, quindi, nella garanzia di cui all'articolo 1497 c.c., che attiene, invece, alle qualità intrinseche della cosa, esistenti al momento della conclusione del contratto. Pertanto, il diritto del compratore all'indennizzo, fondato su detta clausola, non è soggetto alla prescrizione annuale ai sensi degli artt. 1495 e 1497 c.c., bensì alla prescrizione ordinaria decennale⁵.

Oggetto della cessione è, pertanto, secondo tale ricostruzione, lo *status socii*, ovvero le situazioni soggettive correlate alla posizione di socio. Il patrimonio sociale non rientra nell'oggetto della cessione, neppure in via indiretta⁶.

La tesi si fonda, tra l'altro, sull'assunto secondo il quale il patrimonio sociale rientri nella titolarità dominicale del 'soggetto' società e non già dei soci, i quali, pertanto, cedendo la propria partecipazione sociale, non trasferiscono con essa il patrimonio sociale, che è, appunto, di proprietà di un altro soggetto giuridico, la società.

Seguendo questa linea di pensiero, differenti sono i soggetti, differenti sono i diritti disponibili. Le partecipazioni sociali non possono essere confuse con i beni che compongono il patrimonio sociale. Una cosa è la vendita di partecipazioni sociali, altra è la vendita dell'azienda o dei beni sociali: con la prima si dispone della proprietà di titoli o quote, con la seconda si dispone del patrimonio societario. Da ciò consegue che, secondo le regole codicistiche, le carenze o i vizi relativi alla consistenza e alle caratteristiche dei beni ricompresi nel patrimonio sociale possono giustificare la risoluzione di tale contratto solo se sono state fornite a tale riguardo dal cedente specifiche garanzie contrattuali.

⁵ Cass., 13 marzo 2019, n. 7183, cit.; Cass., 24 luglio 2014, n. 16963, cit.

⁶ Riassume, di recente, la tesi, C. CONFORTINI, *Clausole di rappresentazione e garanzia nella vendita di partecipazioni sociali*, la quale afferma che «i beni sociali non apparteng[ono] all'oggetto del *Sale and Purchase Agreement* neppure in via indiretta: ciò di cui l'alienante dispone, col trasferire le partecipazioni sociali, è lo *status socii*, il fascio di posizioni giuridiche scaturite dal contratto sociale. Né potrebbe egli disporre (di una frazione) del patrimonio di un soggetto terzo (dotato, peraltro, di personalità giuridica e dunque, di autonomia patrimoniale perfetta) qual è la società per azioni».

2. *Dalla struttura alla funzione del fenomeno societario. Patrimonio sociale quale patrimonio separato con vincolo di destinazione.*

La ricostruzione dominante appare censurabile in relazione a differenti profili, anche di metodo.

Da un lato appare strettamente ancorata a una valutazione della soggettività giuridica quale elemento indissolubilmente collegato a un patrimonio, sottovalutando, peraltro, nel caso in esame, che i soci ‘controllano’ e ‘governano’ il soggetto-società.

Da altro lato disapplica una regola generale in tema di interpretazione ‘ragionevole’ della comune intenzione delle parti, atteso che gli acquirenti di partecipazioni sociali intendono ‘succedere’ nella loro titolarità al solo scopo di gestire l’azienda i cui dati patrimoniali costituiscono il riferimento unico per la determinazione del prezzo dello scambio.

Sotto altro profilo, più di metodo, segue una valutazione dell’oggetto del contratto, distinguendo tra «oggetto immediato» e «oggetto mediato», senza che ciò sia fondato su una rigorosa argomentazione ricostruttiva.

Le censure sono strettamente collegate tra loro.

Quanto al primo profilo *destruens*, la tesi dominante sembra essere legata a una lettura strutturale – e non già funzionale – non solo della regola romanistica secondo la quale *nemo plus iuris transferre potest quam ipse habet*, quanto ancor di più dell’intero fenomeno societario.

Secondo la ricostruzione che si intende criticare, il socio è titolare della partecipazione sociale e può disporre solo di essa, mentre la società è titolare del patrimonio sociale ed è l’unico soggetto titolato a disporne. Si afferma, in dottrina, che il socio «non ha un diritto di proprietà (art. 832 c.c.) sui beni sociali, la cui disponibilità, rientrando nella gestione del patrimonio, è attribuita esclusivamente all’organo amministrativo (art. 2380-*bis* e 2475 c.c.)»⁷.

⁷ A. TINA, *Note in materia di trasferimento*, cit., 201. Nello stesso senso, G. SALATINO, *Il “patto di garanzia”*, cit., 997, il quale, in applicazione di un non meglio precisato «principio della personalità giuridica [...] socio e società sono soggetti distinti e, conseguentemente, al socio spetta la titolarità della partecipazione sociale, alla società spetta la titolarità del patrimonio sociale»; C. D’ALESSANDRO, *Compravendita di partecipazioni sociali*, cit., 31 ss., il quale muove, anch’esso, dal «limite invalicabile della personalità giuridica».

È la indissolubile correlazione soggetto-patrimonio che appare ancorata a una visione che studia le vicende giuridiche esclusivamente sul piano strutturale e degli atti e non anche sul piano del rapporto. La valutazione di un patrimonio deve prescindere sia dal collegamento con un soggetto, sia dal regime della responsabilità patrimoniale. È la funzionalizzazione del patrimonio sociale alla realizzazione degli interessi dei soci che deve guidare l'interprete⁸.

Il patrimonio sociale non è niente altro che un fenomeno 'traslativo' di separazione patrimoniale, frutto del conferimento dei soci, con il vincolo di destinazione da questi impresso nello statuto al momento della definizione dell'oggetto sociale⁹.

Se è vero che spetta all'organo amministrativo la gestione dell'impresa, non può non rilevarsi che tale attività gestoria non sia del tutto discrezionale, in quanto deve essere finalizzata all'attuazione dell'oggetto sociale, i cui confini sono nella disponibilità esclusiva dei soci.

Chi acquista una partecipazione sociale non lo fa semplicemente per prendere la parola in assemblea o partecipare a un patto parasociale, ma lo fa per 'decidere', per incidere sulla composizione dell'organo amministrativo, soprattutto se acquista una partecipazione sociale di 'controllo'.

Peraltro, non pare revocabile in dubbio che il c.d. status socii (più correttamente, la qualità di socio) sia una situazione giuridica avente natura patrimoniale che «ha come punto di riferimento il patrimonio

⁸ Sia consentito rinviare, sul punto, all'indagine sulla soggettività del *trust fund*, approfondita in T.V. RUSSO, *Il trust*, in *Trattato CNN diretto da Perlingieri*, Napoli, 2023, 35 ss.; cfr., altresì, le riflessioni di G. FERRI JR., *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I, 28 ss., il quale rileva che «l'individuabilità di un complesso di beni definibile come patrimonio unitario, dipende [...] dalla rilevanza giuridica (dell'autonomia e dell'unitarietà) della "funzione", cioè dell'interesse cui tali beni sono nel loro complesso finalizzati». Cfr., sul punto, le ulteriori riflessioni di R. DI RAIMO, *Le associazioni non riconosciute. Funzione, disciplina, attività*, Napoli, 1996, 197 ss., spec. nota 370.

⁹ Cfr. R. DI RAIMO, *Persona giuridica, destinazione e segregazione*, in *Corti Pugliesi*, 2008, 33, il quale afferma che «la persona giuridica costituisce il modello di disciplina, nella tradizione giuridica continentale, per realizzare la destinazione di patrimoni ad uno scopo sostenuta da un regime patrimonio di perfetto autonomia dalla sfera giuridica del disponente».

della società», tanto vero che, per l'ipotesi di recesso, «il corrispettivo spettante al socio sarà corrispondente ad una quota-parte del patrimonio»¹⁰. Appare peraltro condivisa in dottrina l'idea che il trasferimento di partecipazioni sociali abbia quale effetto il subentro dell'acquirente nella posizione contrattuale di socio «capace di comprendere le situazioni giuridiche scaturenti dal contratto sociale»¹¹.

Seguendo una ricostruzione del fenomeno societario meno ancorata alla fattispecie e più attenta invece alle dinamiche del rapporto, apparirà a sua volta più ragionevole l'attività dell'interprete del contratto di trasferimento delle partecipazioni sociali laddove questi voglia attribuire la giusta rilevanza, sul piano della qualificazione dell'operazione, alla comune intenzione delle parti ex art. 1362 c.c. e al profilo funzionale, effettuale.

Quali sono gli effetti che le parti di un contratto traslativo di partecipazioni sociali intendono realizzare? Quale interesse intende soddisfare l'acquirente di azioni o quote se non quello di gestire o partecipare alla titolarità e alla gestione di un patrimonio aziendale, sia pure separato dal proprio e destinato alla realizzazione dell'oggetto sociale? Qual è la funzione della complessa e approfondita attività di *due diligence* che l'acquirente svolge, prima della conclusione del contratto, sul patrimonio della società *target* e sul suo piano industriale, se non quello di determinarne il valore, da 'tradurre' nel valore della partecipazione stessa? Né pare rigoroso sostenere che tale attività di gestione sia riservata ad una differente soggettività giuridica, la società, che gestisce quel patrimonio destinato alla realizzazione dell'oggetto sociale nella prospettiva funzionale della realizzazione di quanto indicato dall'art. 2247 c.c.: la distribuzione degli utili.

Non si tratta né di superare il c.d. 'schermo' della personalità giuridica (ove abbia un senso parlarne), né di considerare il trasferimento delle partecipazioni sociali quale trasferimento di azienda, ma di chiarire cosa si intenda per oggetto del contratto di

¹⁰ V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1960, 179 ss., il quale, peraltro, non accoglie la ricostruzione della qualità di socio come *status*; nello stesso senso, v. G.C.M. RIVOLTA, *La partecipazione sociale*, Milano, 1965, 138 ss. Anche per l'ipotesi della liquidazione, l'art. 2350 c.c. attribuisce al socio il diritto «ad una parte proporzionale [...] del patrimonio netto risultante dalla liquidazione»

¹¹ Ne conviene C. CONFORTINI, *Il governo dei rischi*, cit. 28.

cessione di partecipazioni sociali, che non può essere un'attività che l'interprete può condurre in astratto.

In tale prospettiva, non sembra che vi sia rigore metodologico nella interpretazione, ormai tralatizia, che distinguerebbe tra oggetto 'immediato' e oggetto 'mediato' del contratto. La creazione di un «oggetto mediato del contratto» sembra più un *escamotage* dovuto alla insufficienza delle argomentazioni di un interprete che studia il contratto sul mero piano strutturale e della fattispecie; incongruenza che, nel caso che ci occupa, si tramuta necessariamente nel poco rigoroso assunto che il socio trasferisca solo il suo *status socii* essendo l'unico patrimonio di cui dispone, laddove poi, in concreto, il 'prezzo' di questo «oggetto» è parametrato al patrimonio sociale.

3. Oggetto del contratto e interesse dei contraenti.

Il percorso interpretativo 'dominante' non convince innanzitutto sul piano del metodo, si diceva, in quanto sembra ignorare il profilo ricostruttivo dell'analisi degli effetti. Se è indubitabile che lo stesso legislatore non sia di grandissimo ausilio per l'interprete, atteso che la stessa espressione «oggetto del contratto» viene utilizzata «in modi e contesti non univoci»¹² - sì da spingere illustri studiosi a metterne in discussione l'utilità pratica e la rilevanza concettuale¹³ - ciò non toglie che l'interprete che voglia esaminare casi concreti quale quello relativo all'oggetto del negozio di cessione di partecipazioni sociali debba necessariamente seguire un percorso argomentativo rigoroso.

La distinzione tra «oggetto immediato», *i.e.* il trasferimento della proprietà, e «oggetto mediato», *i.e.* il bene oggetto del trasferimento, sembra porre a proprio fondamento una ricostruzione che identifica

¹² Cfr., per tutti, P. PERLINGIERI, *Manuale di diritto civile*, Napoli, 2021, 499.

¹³ G. GORLA, *La teoria dell'oggetto del contratto nel diritto continentale (civil law)*, in *Jus*, 1953, 289 ss.; cfr., altresì, M. ALLARA, *La teoria generale del contratto*, Torino, 1955, 68 ss. G. DE NOVA, *L'oggetto del contratto: considerazioni di metodo*, in *I contratti di informatica*, a cura di G. Alpa e V. Zeno Zencovich, Milano, 1987, 22, il quale sottolinea che il legislatore abbia offerto non solo indicazioni importanti, ma anche «qualche elemento di confusione»; G.B. FERRI, *Il negozio giuridico tra libertà e norma*, Rimini, 1996, 172, il quale parla di «incertezza e contraddittorietà manifestate, in materia, dal legislatore». Di confusione del legislatore si parlava anche durante la vigenza del codice del 1865, v. G. GIORGI, *Teoria delle obbligazioni*, III, Firenze, 1877, 305.

l'oggetto del contratto con il bene in questo dedotto¹⁴; tesi decisamente respinta dalla dottrina che ha sottolineato che così facendo non si riuscirebbero a spiegare regolamenti negoziali con i quali le parti dispongono di diritti ovvero accertano rapporti¹⁵.

Non si comprende, peraltro, quale sia l'argomentazione in base alla quale il c.d. «oggetto mediato» sia sottratto alla disciplina che il codice dedica all'oggetto, con specifico riferimento, per quanto concerne la

¹⁴ La distinzione è presente nelle riflessioni di Salv. ROMANO, *Vendita. Contratto estimatorio*, in *Tratt. Grosso-Santoro Passarelli*, Milano, 1960, 61, il quale fonda il suo ragionamento sul disposto dell'art. 1470 c.c. che considererebbe, nel contratto di compravendita, il trasferimento della proprietà quale oggetto 'immediato' e il bene oggetto del trasferimento quale oggetto 'mediato'; la distinzione è presente anche negli studi di D. RUBINO, *La compravendita*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano, 1971, 75 ss.; A. TORRENTE, *La donazione*, 405 ss.

¹⁵ Cfr. G.B. FERRI, *Il negozio giuridico*, cit., 175, spec. 177, il quale ritiene sia più corretto discutere di oggetto quale «bene che costituisce il punto di riferimento oggettivo (ad esempio, la cosa e il prezzo, nella vendita), degli specifici interessi di cui, attraverso il contratto, s'intende disporre»; l'A. chiarisce (nota 205) che «[e]videntemente il concetto di *bene* non può più assumersi nella limitata accezione di cosa (parte separata della realtà materiale [...]) ma deve intendersi nel senso più ampio che ricomprende tutti quegli altri *valori*, solitamente ma non esclusivamente economici che possono costituire il punto di riferimento oggettivo di un interesse»; v., pure, le sempre lucide riflessioni di A. FALZEA, *La condizione e gli elementi dell'atto giuridico*, Milano, 1941, 301: «oggetto dell'atto e oggetto del rapporto non costituiscono due fenomeni giuridici diversi, ma due profili dai quali viene in considerazione lo stesso fenomeno: una volta si riguarda il bene in quanto considerato prospetticamente dalle parti in funzione dell'effetto, che al momento del negozio è decisamente futuro; altra volta si considera il bene nella sua attuale posizione all'interno del rapporto già realizzato [...] tra le due ipotesi sussiste però una identità fondamentale, poiché l'oggetto dell'atto null'altro è se non l'oggetto del rapporto in quanto è dalle parti descritto e quindi configurato programmaticamente in quella previsione che lo proietta nel futuro regolamento di interessi»; v. altresì l'attenta di riflessione di E. GABRIELLI, *Il contenuto e l'oggetto*, in *I contratti in generale*, I, a cura di E. Gabrielli, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno, Torino, 1999, 641 s., il quale condivisibilmente rileva l'insufficienza della ricostruzione, proprio quando posta in raffronto con la nozione di vendita, «come negozio traslativo di diritti e non di cose, ed il cui riferimento alla *res* se è giustificabile sul piano del costante riconnettersi della proprietà ad una cosa, non sarebbe tuttavia rispondente ad una corretta visione tecnica del fenomeno». V., altresì, N. IRTI, *Disposizione testamentaria rimessa all'arbitrio altrui*, Milano, 1967, 129; P. PERLINGIERI, *I negozi su beni futuri*, I, *La compravendita di «cosa futura»*, Napoli, 1962, 69 ss.; in tal senso, v., pure, F. CRISCUOLO, *Autonomia negoziale e autonomia contrattuale*, in *Trattato CNN diretto da Perlingieri*, Napoli, 2008, 217 ss.

presente analisi, alla norma in tema vizi della cosa venduta *ex artt.* 1490 ss., ma anche a quella in tema di errore su una qualità dell'oggetto della prestazione *ex art.* 1429, n. 2, c.c.

Non è mancato invece chi, autorevolmente, ha inquadrato più correttamente la distinzione in esame, dandole una lettura meramente descrittiva, sì da rilevare che «se il bilancio allegato e comunque, richiamato nel contratto risulta falso o se i beni aziendali mancano delle qualità promesse, dovrà dire che la cosa venduta difetta di qualità essenziali»¹⁶, ovvero chi ha sottolineato che «ogni circostanza relativa alla configurazione oggettiva ed estrinseca delle azioni, che eserciti o sia idonea ad esercitare un'influenza decisiva ma anomala dell'apprezzamento contingente del loro valore (prezzo) può diventare una qualità sostanziale, in guisa che l'errore su di esso diventi causa efficiente di annullamento del contratto»¹⁷.

Senza voler ripercorrere in questa sede l'interessante dibattito dottrinale sul tema dell'oggetto del contratto¹⁸, l'approccio metodologicamente più rigoroso appare quello che dall'esame sistematico dell'ordinamento evidenzia innanzitutto una distinzione tra oggetto del contratto e oggetto della prestazione, i quali, «pur avendo gli stessi requisiti (possibilità, liceità, determinabilità) di cui l'art. 1346 c.c., rimangono logicamente distinti»¹⁹.

¹⁶ F. GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia* diretto da F. Galgano, Padova, 2004, 198 ss.

¹⁷ R. NICOLÒ, *Vendita di azioni ed errore sul prezzo*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1936, 165 ss., or in ID., *Raccolta di scritti*, Milano, 1993, III, 542.

¹⁸ Un'attenta e completa ricostruzione si trova in E. GABRIELLI, *Il contenuto e l'oggetto*, cit., 633 ss., ID., *Storia e dogma dell'oggetto del contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, I, 328 ss.; nonché in G. ALPA e R. MARTINI, *Oggetto del negozio giuridico*, in *Digesto delle Discipline Privatistiche - Sezione Civile*, XIII, Torino, 1996, 36 ss.; ID., *Oggetto e contenuto*, in *Tratt. di diritto privato* diretto da M. Bessone, *Il contratto in generale*, III, Torino, 1999, 335 ss., con attenzione anche ai dati emergenti dalla comparazione.

¹⁹ P. PERLINGIERI, *I negozi su beni futuri*, cit., 65 ss.; v., pure, G.B. FERRI, *Il negozio giuridico*, cit., 170 s., il quale sottolinea che «[g]li artt. 1346-1349 del vigente codice dedicati all'oggetto del contratto non fanno più riferimento (come avveniva nei corrispondenti articoli del codice civile del 1865) al concetto di cosa, ma a quello di prestazione; la cosa diventa, anzi, oggetto della prestazione (cfr. art. 1348 c.c., ma anche l'art. 1316 c.c.); e, a sua volta la prestazione è oggetto dell'obbligazione (cfr. art. 1174 c.c.).»

La valutazione dell'interprete non può fermarsi all'analisi dell'oggetto del contratto, senza valutare il profilo, certamente di rilevanza funzionale, del rapporto, dell'oggetto della prestazione e del profilo effettuale della volontà negoziali²⁰. Il legame tra l'oggetto del contratto, non già con il bene in senso materiale, ma con gli interessi che le parti intendono realizzare appare più idoneo a ricondurre in una prospettiva unitaria lo studio degli elementi essenziali del contratto in chiave funzionale²¹.

Che ciò comporti una 'contaminazione' del profilo oggettivo con quello causale non può e non deve allarmare l'interprete, atteso l'ormai consolidato approccio degli studi sulla causa, quale indagine sulla funzione economico-individuale del negozio, o, ancor più precisamente, quale ricerca della sintesi degli effetti essenziali che le parti di esso intendono realizzare²².

²⁰ Cfr., sul punto, C.M. BIANCA, *La vendita e la permuta*, in *Tratt. Vassalli*, Torino, 1972, 4 s., il quale, sia pur correttamente negando la coincidenza tra oggetto del contratto e suoi effetti giuridici, sostiene che «l'oggetto indica l'insieme dei fatti, delle modifiche materiali e degli effetti giuridici finali che costituiscono il programma contrattuale o, in altri termini, l'ordine dei risultati finali che il contratto tende a realizzare»; *contra*, N. IRTI, *Disposizione testamentaria*, cit., 131.

²¹ Cfr. E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, Napoli, 1994, 81 e 232, il quale, a proposito di idoneità dell'oggetto del negozio, ritiene «preferibile parlare d'interessi anziché di beni, poiché, anche dove oggetto del negozio siano cose (beni materiali), esse non vengono considerate per sé, astrattamente, ma sempre con riferimento ai soggetti e vengono apprezzate e differenziate con riguardo alla loro attitudine a soddisfare bisogni della vita di relazione». Cfr. altresì, G.B. FERRI, *Capacità e oggetto nel negozio giuridico: due temi meritevoli di ulteriori riflessioni*, in *Il contratto. Silloge in onore di Giorgio Oppo*, I, Padova, 1992, 134, il quale rileva che, anche ove si voglia considerare il 'bene' quale riferimento per l'oggetto del contratto, con tale locuzione si deve intendere «non soltanto quello che risulta dalla, in verità, angusta definizione contenuta nell'art. 810 c.c.», atteso che il bene, prosegue l'illustre A. «non può essere soltanto la cosa (cui, appunto, si riferisce l'art. 810 c.c.) intesa come parte limitata della realtà materiale, ma bene come *attività*, bene come *valore* anche incorporale, al cui oggettività giuridica e cioè la cui capacità di costituire punto di riferimento oggettivo di un interesse giuridicamente rilevante»; ID., *Il negozio giuridico*, cit., 179 laddove discorre di bene come categoria comprensiva, oltre che delle cose, «anche di tutti gli altri *valori ed utilità*».

²² P. PERLINGIERI, *I negozi su beni futuri*, cit., 69 ss., il quale rimarca che non deve preoccupare «una eventuale indistinzione o confusione tra oggetto e causa quali elementi del contratto [...] l'oggetto riguarda la prestazione in sé e per sé, o la somma delle prestazioni considerate, mentre la causa ne coglie l'aspetto funzionale e dinamico, in relazione, cioè alla direzione degli interessi»;

La segnata e criticata stretta correlazione soggetto-patrimonio porta la dottrina ad affermare che «il trasferimento dei beni sociali per effetto del trasferimento delle partecipazioni sociali risulterebbe, pertanto, un oggetto del (contratto) giuridicamente impossibile»²³.

Qui non si intende affatto sostenere che acquistando le azioni o le quote si acquistino l'azienda o il patrimonio – la disponibilità negoziale del quale rimane nella sfera di azione della società (mercè le decisioni dell'assemblea e dell'organo amministrativo) – ma si intende sostenere che l'oggetto del contratto non è solo il 'bene' dedotto nel contratto, il quale deve, invece, essere preso in considerazione non già in sé stesso, ma nella sua giuridica «rappresentazione e possibilità»²⁴.

Per comprendere anche la portata pratica della questione, basti pensare alle diffuse ipotesi di acquisizione di partecipazioni di società che svolgono attività di sviluppo di impianti per la produzione di energie rinnovabili, laddove l'operazione, come capita spesso, si svolge quando l'impianto non è ancora stato costruito, in quanto è in corso l'iter autorizzativo; in tali casi, il valore patrimoniale del contratto (il prezzo dell'oggetto, se è di questo che si vuole parlare) è determinato rispetto ai megawatt installabili, proprio perché a esito del procedimento autorizzativo l'impianto potrebbe avere una dimensione (in megawatt) inferiore o superiore a quella attesa. Non pare revocabile in dubbio che in questi casi l'oggetto del contratto non è neppure 'mediatamente' o 'indirettamente' il patrimonio (bene futuro e incerto nella sua consistenza), ma la potenzialità economica della società target. Tale potenzialità, pare evidente, costituisce quasi sempre uno dei presupposti dell'iniziativa negoziale dell'acquirente e incide sulla valutazione dell'oggetto e del prezzo.

Correttamente, più di recente, si è affermato che il contratto «indica la direzione verso la quale gli effetti devono muovere, di modo che essi, quando siano individuati e concreti, costituiscono la conclusione di un processo dinamico»²⁵.

²³ A. TINA, *Note in materia di trasferimento*, cit., 201, nt. 76

²⁴ P. PERLINGIERI, *I negozi su beni futuri*, cit., 69, il quale precisa che «[i]l contratto è consenso, l'oggetto del contratto è il termine di riferimento del consenso, l'*id* sul quale, e verso il quale, il consenso si manifesta».

²⁵ E. GABRIELLI, *Il contenuto e l'oggetto*, cit., 653, il quale precisa che «[l]a valutazione concreta dell'ordinamento, quale ragione degli effetti giuridici, opera pertanto sul termine esterno del contratto, perché questo si fa carico di designarlo, di

Non è, pertanto, neppure una questione di superamento della personalità giuridica, ma di valutazione della comune intenzione delle parti e di valutazione, in concreto, degli interessi che si intendono realizzare con quella negoziazione traslativa di partecipazioni sociali.

4. *Gli ‘arresti’ della giurisprudenza sulla non estraneità all’oggetto del contratto di cessione di partecipazioni sociali del patrimonio sociale.*

L’interpretazione dominante, si diceva, ha subito rari momenti di arresto nella giurisprudenza, presi tuttavia in considerazione del lodo arbitrale che ha costituito la premessa della presente indagine. In questo è infatti presente un espresso richiamo a una pronuncia nella quale la Suprema Corte ha affermato che «[l]e azioni (e le quote) delle società di capitali costituiscono beni di “secondo grado”²⁶, in quanto non sono del tutto distinti e separati da quelli compresi nel patrimonio sociale, e sono rappresentative delle posizioni giuridiche spettanti ai soci in ordine alla gestione ed alla utilizzazione di detti beni, funzionalmente destinati all’esercizio dell’attività sociale; pertanto, i beni compresi nel patrimonio della società non possono essere considerati del tutto estranei all’oggetto del contratto di cessione delle azioni o delle quote di una società di capitali, sia se le parti abbiano fatto espresso riferimento agli stessi, mediante la previsione di specifiche garanzie contrattuali, sia se l’affidamento del cessionario debba ritenersi giustificato alla stregua del principio di buona fede; conseguentemente la differenza tra l’effettiva consistenza quantitativa del patrimonio sociale rispetto a quella indicata nel contratto, [incide] sulla solidità

modo che l’oggetto, una volta individuato ed identificato, entra a far parte della struttura della vicenda giuridica consequenziale». La rilevanza del dato esterno sull’analisi dell’oggetto del contratto è indicata altresì da N. IRTI, *Oggetto del negozio giuridico*, in *Noviss. dig. it.*, XI, 1965, 804 ss., il quale, tuttavia, identifica oggetto (*latu sensu*) e contenuto del negozio, nell’ambito del quale «prende posto la designazione del termine esterno, che preesiste nella situazione giuridica iniziale ed è destinato a ritrovarsi nella situazione giuridica finale».

²⁶ L’espressione sembra ricondurre agli studi di T. ASCARELLI, *Riflessioni in tema di titoli azionari e società tra società*, in *Saggi di diritto commerciale*, Milano, 1955, 219 ss., ID., *In tema di vendita di azioni e responsabilità degli amministratori*, in *Foro It.*, 1953, I, c. 1642 s., laddove osserva che non si comprende perché «debba negarsi la possibilità per le parti di qualificare le azioni oggetto della compravendita, anche in relazione al patrimonio della società».

economica e sulla produttività della società, quindi sul valore delle azioni o delle quote»²⁷.

²⁷ Coll. Arb. 25 maggio 2022, cit., che espressamente richiama Cass., 12 settembre 2019, n. 22790, in *Corr. Giur.*, 2020, 510, con nota di M. SPERANZIN, *Una criticabile sentenza della Cassazione in materia di garanzie legali e convenzionali nel caso di trasferimento di partecipazioni sociali*. In tal senso, già Cass., 23 febbraio 2000, n. 2059, in *Società*, 2000, 1205, con nota di A. FIGONE, *Cessione di quote sociali ed oggetto del negozio*; Cass., 20 febbraio 2004, n. 3370, in *Giur. it.*, 2004, 999, con nota adesiva di G. COTTINO, *Note sulla tutela redibitoria (o per difetti di qualità o aliud pro alio) di acquirenti di quote, od azioni, di società di capitali*, il quale condivisibilmente rileva che «con questa pregevole sentenza la Cassazione sembra fare, ancorché non esplicitamente dichiarato, un sostanziale passo avanti nella tutela redibitoria (o per difetti di qualità o *aliud pro alio*) di acquirenti di quote, od azioni, di società di capitali, una tutela sinora formalisticamente, e discutibilmente, circoscritta, almeno a quanto risulta dai precedenti pubblicati, [...] al caso in cui fossero state date dal venditore esplicite garanzie contrattuali sulla consistenza del patrimonio sociale»; Cass., 9 settembre 2004, n. 18181, in *Giustizia civile Massimario*, 2005; Cass. 13 dicembre 2006, n. 26690, in *Giur. Comm.*, 2008, II, 948, laddove si afferma tuttavia che la garanzia deve evincersi «inequivocabilmente dal contratto»; Cass. 24 luglio 2014, n. 16963, in *Corr. Giur.*, 2015, 324, con nota di M. STELLA, *Le business warranties nell'intreccio tra garanzie edilizie, prescrizione e decadenza*; per la giurisprudenza di merito, v. App. Cagliari 26 settembre 2016, n. 1018, in *Rivista giuridica Sarda*, 2017, 175; Trib. Lucca 10 luglio 2015, in *Giur. Comm.*, 2017, II, 400. In realtà, già Cass., 27 luglio 1933, in *Riv. dir. comm.*, 1935, 411 (vaso Raggio c. Raggio) aveva ritenuto che «deve ritenersi che l'apparente vendita delle azioni sia in sostanza una vendita di quota di azienda», sicché «il venditore delle azioni deve rispondere dell'evizione che colpisca i beni sociali». In dottrina, V. SALANDRA, *In tema di vendita di pacchetti azionari*, in *Foro It.*, 1936, c. 207, il quale osservava che «la verità semplice, quasi intuitiva, che la società appartiene ai soci e che quindi indirettamente anche il patrimonio o l'azienda sociale appartiene loro "non deve sparire completamente dietro il velo della personificazione della collettività sociale»; l'A. rilevava altresì che «non soltanto la sostanza economica di quel complesso di diritti e poteri ed obblighi di cui consta la partecipazione sociale è costituita da una porzione ideale corrispondente del patrimonio sociale, ma che anche la stessa "sostanza giuridica della partecipazione sociale" consiste in diritti di gestione, di disposizione e di godimento, il cui oggetto è l'azienda sociale». In senso tendenzialmente conforme, cfr. L. MOSSA, *La vendita dell'impresa sociale*, in *Annuario di diritto comparato e di studi legislativi*, 1932, VII, 157; A. BRUNETTI, *Sequestro giudiziario dell'azienda e vendita del pacco delle azioni della società*, in *Monitore dei tribunali*, 1946, 85 ss.; T. RAVÀ, *Gli obblighi di garanzia nella vendita di quota e di azioni sociali*, in *Studi giuridici in memoria di Ageo Arcangeli*, Padova, 1939, 385; G. BARALIS, *Vendita di partecipazioni sociali e garanzie convenzionali (con particolare riguardo all'indebitamento)*, in *Riv. dir.*

Nel ragionamento della corte di legittimità, tale ‘differenza’ «può integrare la mancanza delle qualità essenziali della cosa, che rende ammissibile la risoluzione del contratto art. 1497 c.c., ovvero, qualora i beni siano assolutamente privi della capacità funzionale a soddisfare i bisogni dell’acquirente, quindi “radicalmente diversi” da quelli pattuiti, l’esperienza di un’ordinaria azione di risoluzione ex art. 1453 c.c., svincolata dai termini di decadenza e prescrizione previsti dall’art. 1495 c.c.»²⁸.

Ferma, anche con riferimento a tale differente interpretazione, la carenza di un’adeguata argomentazione in merito alla distinzione e rilevanza ricostruttiva tra beni di “primo grado” e beni di “secondo grado”, la tesi seguita dal collegio arbitrale sembra maggiormente aderente alla reale rappresentazione della realtà giuridica presente in capo ai contraenti di un negozio di cessione di partecipazioni sociali e alla loro comune intenzione.

Ciò che risulta di notevole interesse, nelle argomentazioni degli arbitri, è il riferimento all’esperienza sia normativa che interpretativa tedesca, laddove, con la riforma del diritto delle obbligazioni (c.d. *Modernisierung des Obligationsrechts*) nell’ambito del *BGB* si è disposto, al § 453 che «Le disposizioni sulla vendita di cose si applicano corrispondentemente alla vendita di diritti e di altri oggetti»; il lodo riferisce che gli interpreti hanno ritenuto che ricorra una vendita di azienda anche quando il contratto abbia ad oggetto le partecipazioni sociali, «qualora nella sostanza («im Grunde») sia venduta l’azienda», il che accade «quando l’acquirente, attraverso il trasferimento dei diritti corporativi («Mitgliederschaftsrechts») da parte del venditore, intende assumere una posizione imprenditoriale («Unternehmersyellung»)»²⁹.

Decisamente convincente, sul piano del metodo, è il richiamo alla portata sistematica della norma domestica in tema di divieto di concorrenza previsto in relazione alla cessione di azienda ex art. 2557 c.c., ritenuta applicabile anche a «vicende che, pur non configurandosi come traslative di un’azienda, realizzano sostanzialmente effetti simili, introducendo un terzo, direttamente o indirettamente, nell’esercizio di

comm., 2006, I, 625 ss.; R. CALVO, *Il trasferimento della «proprietà» nella compravendita di titoli azionari*, in *Contr. Impr.*, 1993, 1107 s.

²⁸ Cass., 12 settembre 2019, n. 22790, cit.

²⁹ Coll. Arb. 25 maggio 2022, cit., che richiama B. GRUNEWALD, in *Erman BGB Kommentar*, II, Köln, 2020

un'attività di impresa precedentemente facente capo ad un altro, su cui viene dunque a gravare il divieto»³⁰.

Determinante diventa, pertanto, il rilievo dell'esecuzione del contratto secondo buona fede e correttezza che porta a ritenere sussistente l'affidamento del cessionario circa la «effettiva consistenza quantitativa del patrimonio sociale rispetto a quella indicata nel contratto»³¹.

5. L'esperienza della prassi domestica delle operazioni di M&A tra presa di coscienza dell'orientamento interpretativo dominante e ricorso al procedimento diffuso nella prassi internazionale e al suo linguaggio. L'interesse dei contraenti a escludere i rimedi contrattuali: la clausola di unico rimedio (sole and exclusive remedy).

Orbene, le parti dell'operazione di trasferimento di partecipazioni societarie e i loro *advisors* non possono non tenere conto, anche ove non lo condividano, dell'orientamento interpretativo maggioritario, secondo il quale, come detto, «le carenze o i vizi relativi alle caratteristiche e al valore dei beni ricompresi nel patrimonio sociale – e, di riverbero, alla consistenza economica della partecipazione – possono giustificare l'annullamento del contratto per errore o, ai sensi dell'articolo 1497 c.c., la risoluzione per difetto di “qualità” della cosa venduta solo se il cedente abbia fornito, a tale riguardo, specifiche garanzie contrattuali», atteso che, sempre secondo tale orientamento,

³⁰ Coll. Arb. 25 maggio 2022, cit., ove si cita testualmente M. CIAN, *Diritto commerciale*, I, *Diritto dell'impresa*, Torino, 2017, 153. In senso conforme, anche T. ASCARELLI, *Teoria della concorrenza e dei beni immateriali*, Milano, 1960, 60 ss.; G.E. COLOMBO, *L'azienda e il divieto di concorrenza dell'alienante*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia* diretto da F. Galgano, III, Padova, 1979, 191 ss.; GUGLIELMETTI, *Il divieto di concorrenza nell'alienazione di azienda in relazione all'esistenza di società*, in *Riv. soc.*, 1959, 97 s.; V. MANGINI, *Cessione di quota sociale e divieto di concorrenza*, in *Riv. dir. civ.*, 1966, II, 194 ss.; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, 1, *Diritto dell'impresa*, a cura di M. Campobasso, Torino, 2013, 152. In giurisprudenza, *ex multis*, Cass., 24 luglio 2000, n. 9682, in *Giur. it.*, 2001, è- 967. *Contra, ex multis*, E. MARCHISIO, *Circolazione dell'azienda, tutela dell'avviamento e divieto di concorrenza*, in *Riv. not.*, 2011, I, 1367 ss.; A. TINA, *Note in materia di trasferimento*, cit., 198 s.

³¹ Cass., 12 settembre 2019, n. 22790, cit.

«il valore economico dell'azione non rientra tra le qualità di cui all'articolo 1429 c.c., n. 2, relativo all'errore essenziale»³².

Un'adeguata regolamentazione negoziale delle conseguenze sul piano del rapporto sia di sopravvenienze che di sopravvenuta adeguata conoscenza di vicende pregresse incidenti sul patrimonio sociale assume rilievo determinante, tenendo soprattutto in conto che l'interesse dell'acquirente è generalmente quello di conservare l'acquisizione e non la sua cessazione, anche in presenza di tali eventi. Ma ciò proprio perché è interessato all'azienda e alle sue potenzialità e non già all'esercizio dei diritti sociali.

Ricorre infatti quasi sempre una clausola di *sole and exclusive remedy* (clausola di unico rimedio) con la quale si esclude preliminarmente l'applicazione degli artt. 1490, 1492, 1494, 1495, 1497 c.c. e, in alcuni casi, anche il potere dell'acquirente di eccepire l'inadempimento *ex art.* 1460 c.c. e di domandare la risoluzione *ex art.* 1453 c.c. (clausola di irresolubilità): i rimedi previsti a tutela delle prestazioni in contratto saranno pertanto solo quelli previsti e voluti dalle parti per l'ipotesi di sopravvenienze che possano incidere negativamente sul valore patrimoniale dell'acquisto, sia in relazione alla sopravvenuta contezza dell'oggetto dell'acquisto, tenuto conto che in sede di trattativa la parte venditrice potrebbe aver non rappresentato correttamente il patrimonio sociale³³.

³² Cass., 13 marzo 2019, n. 7183, cit.

³³ Per un'attenta analisi, v. E. GABRIELLI, *Autonomia privata ed esclusione dei rimedi contrattuali (Brevi spunti di riflessione sulla clausola di exclusive remedy)*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, 209 ss.; cfr., altresì, F. DELFINI, *I patti sulla risoluzione per inadempimento*, Milano, 1998; A. GALLARATI, *Il contratto irrisolubile o quasi. Profili di sostenibilità della clausola «exclusive remedy» nell'economia delle parti*, in *Contr. Impr.*, 2016, 1022 ss.; V. DI GRAVIO, *Clausola di unico rimedio*, in *Clausole negoziali*, a cura di M. Confortini, I, Torino, 2017, 1608 ss. G. DE NOVA, *Validità ed effetti in diritto italiano di alcune clausole del commercio internazionale: merger clause, sole remedy clause, no waiver clause*, in *Riv. comm. int.*, 2022, 237 ss., il quale riporta un esempio di clausola: «I diritti e i rimedi previsti in questo Articolo [____] del *Share Purchase Agreement* dovranno essere esclusivi ed in sostituzione di ogni altro diritto, azione, difesa, pretesa o rimedio del Compratore, previsti dalla legge applicabile o altrimenti, quantunque derivanti o in commissione con, o in forza di, ogni violazione delle *representations, warranties, undertakings and covenants* del Venditore con tenute in questo Accordo. In particolare, ma senza limitazione, il Compratore non dovrà avere alcun diritto di risolvere, annullare o sciogliere questo

Si è correttamente rilevato che tali clausole «non possono aver ad oggetto le norme in tema di invalidità del vincolo, e quindi con funzione paralizzante della domanda di nullità, in ragione della natura inderogabile e indisponibile delle norme a presidio della stessa, ovvero quella di annullabilità o rescindibilità del contratto, che per poter formare oggetto di apposita rinuncia, presupporrebbero la anticipata consapevolezza, in capo al titolare dell'azione, della loro esistenza quale vizio che colpisce il contratto, laddove la loro conoscenza si acquisisce soltanto in un momento successivo»³⁴. Sembra, pertanto, che le parti non possano escludere l'esperibilità dell'azione di annullamento del contratto per errore sull'oggetto (art. 1429, n. 1 c.c.), ovvero per errore sull'identità della prestazione ovvero sopra una qualità dello stesso (art. 1429, n. 2 c.c.), mentre possono escludere l'esperibilità dell'azione di risoluzione *ex art.* 1497 c.c. per mancanza delle qualità promesse ovvero essenziali all'uso del bene oggetto del contratto di compravendita.

Si tenga a mente che, secondo l'interpretazione dominante, laddove il cedente non abbia fornito specifiche garanzie contrattuali, l'annullamento del contratto per errore o, ai sensi dell'articolo 1497 c.c., la risoluzione per difetto di "qualità" della cosa venduta, viene ritenuta ammissibile solo «nel caso di dolo di un contraente, quando il mendacio o le omissioni sulla situazione patrimoniale della società siano accompagnate da malizie ed astuzie volte a realizzare l'inganno ed idonee, in concreto, a sorprendere una persona di normale diligenza»³⁵.

La clausola di *exclusive remedy* deve, in ogni caso, rispondere positivamente al giudizio di liceità e meritevolezza da condursi sul caso concreto³⁶.

Agreement o di rifiutare di eseguire il *Closing* o di promuovere le azioni previste dagli articoli 1492, 1494 del Codice Civile Italiano».

³⁴ E. GABRIELLI, *Autonomia privata ed esclusione dei rimedi contrattuali*, cit., 215 s.; in tal senso, anche G. DE NOVA, *Il Sale and Purchase agreement*, cit., 223 ss.; ID., *Nuove tutele e nuovi rimedi in materia contrattuale*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, 453 ss.

³⁵ Cass., 13 marzo 2019, n. 7183, cit.

³⁶ G. DE NOVA, *Il Sale and Purchase agreement*, cit., 225, il quale rileva che le clausole di irrisolubilità sono spesso inserite «per soddisfare interessi non diretti delle parti ma di terzi, normalmente di chi le finanzia».

Non solo: la pattuizione deve rispettare quanto disposto dall'art. 1229 c.c., in tema di esonero o limitazione di responsabilità del debitore per dolo o colpa grave, e deve essere conforme alle regole di buona fede, sicché laddove alla rinuncia ai rimedi codicistici non corrisponda una previsione negoziale circa il riequilibrio del nesso di corrispettività tra le prestazioni ovvero emerga la non concreta attuabilità del risarcimento del danno, la clausola di irresolubilità sarà non meritevole per violazione del principio di buona fede nell'esecuzione del contratto, se non per la sua abusività³⁷. In tale direzione si pone, tra l'altro, la previsione dei cui all'art. 8:109 dei Principi di diritto europeo dei contratti, proprio in tema di *Clausole di esclusione o di limitazione delle tutele*, laddove si dispone che «[l]e tutele per l'inadempimento possono essere escluse o limitate salvo che far valere tale esclusione o limitazione risulti contrario alla buona fede e alla correttezza».

6. *I rimedi negoziali. Le clausole di rappresentazione e garanzia* (representations and warranties clauses).

L'esclusione negoziale dei rimedi codicistici trova il suo necessario completamento nella previsione di 'esclusivi' rimedi negoziali in grado di realizzare nella misura più adeguata l'interesse comune alla conservazione degli effetti contrattuali, sia pure attraverso opportune modifiche del profilo economico, laddove necessario.

Sul punto, la prassi contrattuale domestica ha fatto tesoro di quella internazionale delle operazioni di *Mergers and Acquisitions (M&A)*, laddove si è sempre di più affinato il ricorso alle c.d. *representation and warranties clauses (R&W)*, quali guarentigie di base in un'operazione di acquisizione societaria, al fine di tutelare l'acquirente di fronte al rischio che, nel corso della definizione dell'operazione di acquisto, ovvero ad acquisizione avvenuta, il patrimonio della società *target* riveli una consistenza differente rispetto a quella valutata al momento del perfezionamento del *Sale and Purchase Agreement*³⁸.

³⁷ In tal senso, F. DELFINI, *I patti sulla risoluzione per inadempimento*, cit., 28 ss.; ID., *Autonomia privata e contratto*, Torino, 2017, 234 s.; E. GABRIELLI, *Autonomia privata ed esclusione dei rimedi contrattuali*, cit., 220 s.

³⁸ Che la prassi contrattuale domestica nella regolamentazione delle acquisizioni societarie abbia preso spunto da quella delle operazioni di *M&A* già diffuse nella prassi internazionale non comporta che si tratti di un contratto sottratto ai principi e

alle regole del diritto italiano. Che si ricorra a tecniche redazionali tipiche di tale prassi e che le parti ritengano opportuno regolamentare in ogni minimo dettaglio la disciplina del proprio rapporto non può di certo portare a concludere che da ciò derivi che «[p]rincipi fondamentali del nostro diritto delle obbligazioni (correttezza e buona fede nella formazione, nella interpretazione e nella esecuzione del contratto) lasciano il campo a quanto è scritto nel contratto»: così, C. CONFORTINI, *Il governo dei rischi*, cit., 3 s., a parere della quale, accantonati i principi del diritto italiano, il ruolo primario verrebbe assunto dalle grandi *law firm* internazionali; in senso analogo, v. C.F. GIAMPAOLINO, *L'esecuzione dello SPA relativo alla maggioranza delle partecipazioni e la posizione dei terzi (Gestione interinale; earn out; drag along)*, in *Giur. Comm.*, 2018, 982, a parere del quale «in presenza di parti sofisticate la buona fede [...] entra in forte tensione con il limite dell'interesse proprio del soggetto, perfettamente noto alla controparte».

Si è peraltro già rilevata in altre sedi l'inutilità del ricorso a nuove categorie, quali quelle del «contratto alieno», che non solo non può sottrarsi all'applicazione delle regole della buona fede, sia in fase precontrattuale che in fase di esecuzione del contratto, ma non può certamente sottrarsi al duplice controllo di liceità e meritevolezza, baluardo della tutela di tutti gli interessi coinvolti in un'operazione di *M&A*, *shareholders* e *stakeholders*, per intendersi, con chi dall'uso dei termini inglese fa derivare la disapplicazione della normativa interna. La locuzione «contratto alieno» si deve a G. DE NOVA, *Il contratto alieno*, Torino, 2008; già in ID., «*The Law which governs this Agreement is the Law of the Republic of Italy*»: *il contratto alieno*, in *Riv. dir. priv.*, 2007, 7 ss., ora in ID., *Il contratto. Dal contratto atipico al contratto alieno*, Milano, 2011, 31 ss., il quale sostiene che «tra i contratti alieni troviamo contratti atipici ex art. 1322 cod. civ., contratti cioè che non corrispondono ai tipi di contratto per i quali il diritto italiano non detta una disciplina particolare [...] il fenomeno dei contratti alieni è più ampio, perché tra di essi troviamo contratti che possono essere ricondotti a tipi per i quali il diritto italiano detta una disciplina particolare: ad esempio il *sale and purchase agreement*, che ha ad oggetto la cessione di partecipazioni sociali qualificate, può essere ricondotto alla vendita, il *sale of business*, può essere ricondotto alla cessione di azienda; il *covenant not to compete* può essere ricondotto al patto di non concorrenza»; l'alienità sarebbe insita nella circostanza che tali contratti «sono pensati, costruiti, scritti in funzione del diritto statunitense, ed ignorano il diritto italiano, anche quando esso prevede norme potenzialmente applicabili». Per una critica, sia consentito rinviare a T.V. RUSSO, *I contratti Shari'a compliant. Valori religiosi e meritevolezza degli interessi. Contributo allo studio*, Napoli, 2014, 125, laddove si condivide, invece l'enfatizzazione della necessità, in presenza di contratti da eseguire nell'ordinamento italiano ma le cui clausole concretizzano una prassi negoziale ricorrente in altri ordinamenti giuridici, di procedere ad un recepimento non acritico, ma «scrutinato attentamente per accertarne la coerenza con il nostro sistema e specie la compatibilità con principi di ordine pubblico economico e/o limiti all'autonomia privata che fossero dettati dalla *lex contractus*»; così M. CAPODANNO, *L'interpretazione del contratto*, Padova, 2006, 343.; peraltro lo stesso G. DE NOVA, *Il contratto alieno*, cit., 33, scongiura l'idea di

In via descrittiva è possibile rinvenire nelle clausole di rappresentazione (*representations*) la specifica funzione non solo di fornire una ‘rappresentazione’ adeguata da parte del venditore della situazione della società le cui azioni (o quote) sono oggetto di

una «adozione cieca dei modelli contrattuali alieni. Al contrario, il giurista italiano deve mettere in agenda la voce «confronti critico, alla luce del diritto italiano, con i modelli contrattuali alieni»: nessuna «no action letter» deve essere consegnata a priori nelle mani del redattore del contratto alieno».

Nella medesima direzione, si sono condivise le critiche all’assunto secondo il quale il giudizio di meritevolezza sia da considerarsi implicito nella «uniformità internazionale del modello contrattuale», in una prospettiva di non isolamento economico; cfr. T.V. RUSSO, *Il trust*, cit., 55. La critica è nei confronti di F. GALGANO, *La giurisprudenza nella società post-industriale*, in *Contr. Impr.*, 1989, 363; ID., *Diritto ed economia alle soglie del nuovo millennio*, ivi, 2000, 202; nello stesso senso, v. M. BIN, *La circolazione internazionale dei modelli contrattuali*, ivi, 1993, 478. In forte dissenso, cfr., per tutti, P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-europeo delle fonti*, IV, *Attività e responsabilità*, Napoli, 2020, 102 ss. Parimenti condivisibile la riflessione di M. COSTANTINO, *Titolarità giuridica e appartenenza economica: nozioni astratte e destinazioni specifiche per il trustee – I Parte*, in *Trusts*, 2003, 22: «Tutto il diritto privato riposa su una formula che ha rilevanza pubblicistica: è l’ordinamento che seleziona gli interessi meritevoli di tutela, non il titolare. La *lex mercatoria* e l’ansia di lucrosi affari non hanno riconoscimento giuridico se non corrispondono a interessi ed esigenze meritevoli di tutela». Anche il ricorso alla c.d. *merger clause*, con la quale le parti escludono dal contratto «qualsiasi altra precedente dichiarazione, promessa o accordo che non sia contenuto nella scheda contrattuale», non può sottrarre l’intera operazione al controllo giudiziale, che può portare anche ad un intervento integrativo della volontà ove ne ricorrano i presupposti; sui limiti dell’autonomia privata e sul superamento della «sacralità» del contratto v. T.V. RUSSO, *Valutazione ingannevole del merito creditizio e intervento perequativo del giudice nei contratti di credito immobiliare ai consumatori*, in *Contr. Impr.*, 2020, 1486 ss., spec. 1511 ss.; v. pure, ID., *Credito immobiliare e sacralità del contratto*, Relazione al Congresso Nazionale di diritto bancario, finanziario e assicurativo in due atti e tre scene, tenutosi a Lecce il 13-14 ottobre 2023, in corso di pubblicazione su *Rivista di Diritto del Risparmio*.

La c.d. aspirazione all’autosufficienza del regolamento contrattuale non è prerogativa dei contratti che vedono quali *advisors* le grandi *law firm* internazionali, ma dovrebbe caratterizzare ogni atto di autonomia negoziale. Laddove, tuttavia, la *lex fori* è quella italiana, i contratti, ‘alieni’ o ‘provinciali’ sono soggetti alle stesse regole di validità, meritevolezza, interpretazione e integrazione degli effetti. In tale prospettiva deve essere valutata la portata di quanto descritto analiticamente dalle parti nei *Recitals* (preamboli) e nelle *Definitions*, non essendo disponibile in capo alle parti l’attività che l’ordinamento assegna al giudice in sede di interpretazione. Cfr., sul punto, le riflessioni di G. DE NOVA, *Il Sale and Purchase Agreement*, cit. 17 ss.

compravendita, ma anche di definire il generale quadro di riferimento per la determinazione del prezzo. Si tratta di dichiarazioni rappresentative dello *status quo* della società *target*, generalmente presenti già nelle prime dichiarazioni di impegno negoziale tra le parti che affiancano funzionalmente l'attività di indagine dell'acquirente (c.d. *preliminary due diligence*)³⁹ sulla situazione patrimoniale e finanziaria della società. Si determina, in sostanza, una completa descrizione della situazione di diritto e di fatto relativa a circostanze ed

³⁹ L'attività di *diligence* sulla società *target* e sulla sua consistenza patrimoniale è a fasi graduali: generalmente, a seguito dell'interesse del potenziale cessionario e dopo la sottoscrizione di un patto di riservatezza (*not disclosure agreement*), questi procede ad una *due diligence* preliminare sulla base della documentazione ufficiale (i bilanci degli ultimi anni principalmente), unitamente ad alcune informazioni utili per una prima valutazione della convenienza dell'affare. Il perfezionamento dell'operazione generalmente, anche in Italia, segue la prassi negoziale internazionale che prevede la conclusione di un *Sale and Purchase Agreement*, che ancora non comporta il trasferimento delle partecipazioni, che avverrà invece al momento del c.d. *Closing*. Nell'intervallo tra queste due fasi negoziali l'aspirante cessionario, anche sulla base delle *representations and warranties* già presenti nel *Sale and Purchase Agreement*, svolge una nuova *due diligence* molto approfondita, con particolare attenzione a tutte le vicende e le aree di rischio non 'coperte' dalle *R&W*, tenuto conto che potrebbe accadere (e accade) che la parte cessionaria non sia stata particolarmente precisa nel contenuto delle *R&W*. Un'ulteriore *due diligence* viene effettuata successivamente al *Closing*, a trasferimento effettuato, momento dal quale il cessionario è in condizione di verificare, da 'titolare' della posizione societaria, il reale stato, non solo patrimoniale, della società *target*. Una completa analisi del complesso procedimento di trasferimento delle partecipazioni è svolta da G. DE NOVA, *Il Sale and Purchase Agreement*, cit., *passim*.

Il procedimento contrattuale che giunge alla produzione dell'effetto reale, di trasferimento della titolarità delle partecipazioni sociali, vede non di rado la presenza di numerosi altri documenti negoziali, a partire dal *confidentiality agreement* (o *non disclosure agreement*), lettere di intenti, *memorandum of understanding*, *standstill agreement*; per un'analisi attenta e completa, v. G. DE NOVA, *Il Sale and Purchase Agreement*, cit. 47 ss., il quale analizza nel dettaglio i due modelli di negoziazione, quello della 'gara privata' e quello della 'trattativa individuale'.

Non pare revocabile in dubbio che è nel potere dispositivo delle parti stabilire il momento nel quale si verifica il trasferimento della titolarità delle partecipazioni sociali. Non si tratta, pertanto, di stabilire se si sia in presenza di una vendita atipica, o di un differente contratto innominato, atteso che le modalità di realizzazione del c.d. principio consensualistico è nella disponibilità delle parti, potendo le stesse derogare a quanto disposto dall'art. 1376 c.c.

elementi circa la effettiva situazione della società al momento della conclusione del contratto.

Si ritiene comunemente che le *representations* abbiano mera natura di dichiarazioni di scienza, prive di natura negoziale, sì che, pur contribuendo a formare il processo di formazione della volontà dell'acquirente non generino alcuna obbligazione in capo al venditore⁴⁰.

La tesi pare analizzare la portata delle dichiarazioni quale 'monade isolata' rispetto alle *warrenties* che a tali rappresentazioni sono strettamente collegate, anche sul piano negoziale, sì che appare più ragionevole valutarne la portata sistematica nell'ambito dell'intera operazione negoziale; non può infatti revocarsi in dubbio che una 'dolosa' rappresentazione della realtà possa incidere sulla stessa efficacia dell'intero trasferimento.

Tra le più comuni 'rappresentazioni', il venditore dichiara che la società le cui partecipazioni sono oggetto di cessione è stata regolarmente costituita ed esistente in base alla normativa applicabile, di possedere tutte le capacità da questa previste per la sottoscrizione e l'adempimento del contratto di cessione e per l'adempimento delle obbligazioni in esso previste e che la sottoscrizione e l'adempimento del contratto non si pongano in violazione con tale normativa né con provvedimenti dell'autorità giudiziaria o di altre autorità competenti, né costituiscono inadempimento rispetto a ulteriori obbligazioni assunte dal venditore con altri contraenti e comunque poste a suo carico. Si dichiara, ove ne ricorrano i presupposti, che nessuna istanza, consenso, licenza, autorizzazione, approvazione, esenzione da parte di alcuna autorità competente è richiesta in relazione alla sottoscrizione ed esecuzione del contratto di cessione. Il cedente dichiara altresì di non versare in stato di liquidazione, insolvenza, né in una situazione prevista dagli artt. 2446, 2447, 2482-*bis* e 2482-*ter* ss. c.c., né di essere stato dichiarato insolvente ai sensi del codice della crisi di impresa, ovvero sottoposto o ammesso ad alcun procedimento di liquidazione o concorsuale, né di aver presentato alcuna domanda di ammissione ad uno di tali procedimenti, né di aver concluso accordi di cessione dei

⁴⁰ Cfr. C. CONFORTINI, *Il governo dei rischi*, cit., 148; EAD., *Clausole di rappresentazione e garanzia nella vendita di partecipazioni sociali*, in *Nuova giur. comm.*, 2019, 573.

beni ai propri creditori. Generalmente queste dichiarazioni vengono affiancate da quella sulla inesistenza di procedimenti o istanze di alcun tipo che possano comportare il rischio di dichiarazione di insolvenza o, comunque, del suo assoggettamento a qualsivoglia procedura concorsuale.

Ovviamente il venditore ‘rappresenta’ di essere il pieno, esclusivo e legittimo proprietario della quota oggetto di cessione, della quale può liberamente disporre, attestandone la natura libera da gravami. Dichiarata, altresì che, ferme le limitazioni statutarie, l’inesistenza di diritti o accordi di prelazione, opzione o di altra natura che attribuiscono o possano attribuire in futuro la facoltà di acquistare, sottoscrivere in tutto o in parte, la partecipazione sociale oggetto di cessione.

Di estremo rilievo sono le ‘rappresentazioni’ relative alla situazione dei rapporti con l’amministrazione finanziaria: ove non risulti diversamente dalla documentazione contabile, la parte cedente dichiara di essere in regola con gli adempimenti fiscali sia quanto ai versamenti di imposte e tasse, sia quanto alla presentazione di denunce e dichiarazioni. Generalmente si rappresenta, ove sia di rilievo per il cessionario, che sono stati effettuati tutti gli accantonamenti necessari ad assicurare una integrale copertura di tutte le somme da essa dovute per il pagamento di imposte e tasse relative a periodi antecedenti alla data di trasferimento in piena conformità non solo alla normativa Applicabile ma anche ai principi contabili.

L’aspirante cessionario vuole peraltro conoscere dell’esistenza di diffide, nei confronti della società, relative alla imminente o possibile instaurazione di cause civili, amministrative, tributarie, rivendicazioni, azioni, pronunce, accertamenti o avvisi, procedimenti penali o indagini che possano coinvolgere la Società, i cespiti o diritti di quest’ultima ovvero la relativa attività, siano essi dinanzi a qualsiasi tribunale, organo giurisdizionale, autorità o ente amministrativo, ovvero tributario.

Di estremo rilievo è la dichiarazione che la società non è coinvolta in alcun procedimento ai sensi del d. lgs. n. 231 del 2001, né ha ricevuto alcun tipo di sanzione, amministrativa, pecuniaria ovvero interdittiva di cui alla medesima normativa.

I soci cedenti, inoltre, ove ne ricorrano i presupposti, rappresentano che la società *target* non ha concesso garanzie reali o personali, sottoscritto lettere di *patronage*, ovvero assunto altri impegni di

garanzia, anche di natura atipica ovvero obbligazioni contrattuali di qualunque natura con vincolo di solidarietà passiva con soggetti terzi, in relazione ad esposizioni debitorie o ad altre obbligazioni, attuali o future, proprie o di terzi.

Già da una semplice lettura del contenuto delle rappresentazioni emerge che il ‘soggetto’ socio dichiara eventi non attinenti solo allo *status socii* – che secondo l’orientamento dominante costituirebbe l’oggetto del contratto di cessione – ma soprattutto relativi a vicende che interessano il ‘soggetto’ società, la cui situazione giuridica e patrimoniale è nell’interesse dell’acquirente.

Le clausole di rappresentazione non riguardano solo dichiarazioni della parte venditrice, ma anche della parte acquirente, la quale, dichiara anch’essa la propria capacità a concludere il contratto di trasferimento delle partecipazioni sociali, l’inesistenza di procedure esecutive e/o concorsuali, ovvero ogni altro stato che possa incidere sulla validità ed efficacia dell’acquisto.

Acquisite tali dichiarazioni delle parti dell’operazione, il cessionario deve proteggersi non solo dal rischio di sopravvenienze che possano incidere sul valore dell’acquisto tra la data del *Sale and Purchase Agreement* e la data del *Closing*, ovvero di quelle successive a questo, quanto e soprattutto da una non completa o non fedele *disclosure*, da parte del cedente, di ogni profilo di rilievo che potrebbe incidere non tanto sulla conclusione dell’affare, quanto sulla valutazione economica dello stesso⁴¹.

Il rischio, pertanto, che tale asimmetria informativa possa incidere sul valore dell’operazione viene coperto attraverso un’adeguata e parallela predisposizione di clausole di garanzia (*warranties clauses*) che, di fatto, comportano il trasferimento sul cedente delle responsabilità e dei rischi conseguenti alle difformità che dovessero emergere tra situazione reale della società *target* e quanto invece dichiarato e descritto nelle *representations*.

⁴¹ Correttamente si è rilevato che «[s]e, infatti, la compagine sociale è ristretta e il *management* è espressione della proprietà, gli interessi degli amministratori sono più facilmente allineati (ove non sovrapposti) a quelli della proprietà e, in simili circostanze, è comprensibile come né i soci né i gestori abbiano incentivi a trasmettere al compratore quelle informazioni (sulla società delle cui azioni si tratta) che potrebbero incidere negativamente sulla determinazione del prezzo»; così, C. CONFORTINI, *Clausole di rappresentazione e garanzia*, cit., 574.

Nella prassi contrattuale accade che il venditore garantisce ‘a monte’ che quanto portato dalle clausole di rappresentazione risponde alla reale situazione giuridica della società *target* e dei diritti su di essa spettanti ai soci.

Con riferimento invece alla natura giuridica di quanto portato dalle clausole di rappresentazione e garanzia, decisamente serrato è il dibattito in dottrina, peraltro non adjuvato da posizioni uniformi da parte della giurisprudenza.

Dall’analisi degli studi e delle pronunce emerge un non condivisibile approccio metodologico al problema: la sensazione è che si cerchi di ricostruire il fenomeno non già dall’analisi del fatto, quanto dall’esigenza di sfuggire alle regole inderogabili in materia di prescrizione dell’azione che spetterebbe all’acquirente in ipotesi di sopravvenienza incidente negativamente sul patrimonio sociale acquisito e plasmarne ‘a convenienza’ la disciplina.

È stata efficacemente confutata da autorevole dottrina⁴² la ricostruzione del fenomeno delle *R&W* quali patti con funzione *latu sensu* assicurativa⁴³. Si è infatti rilevato che la disciplina dell’assicurazione è incompatibile soprattutto con «la diversa posizione dell’assicuratore verso il rischio rispetto alla posizione del *seller* nei confronti delle sopravvenienze negative della *target*»; l’assicuratore non è parte del contratto sul quale il rapporto assicurativo svolge la sua tutela, laddove invece «il *seller* controlla e gestisce la *target* per cui non è del tutto estraneo alle sue vicende», potendo, anzi, con il suo comportamento concorrere o determinare il sorgere di sopravvenienze⁴⁴.

Non è mancato anche chi ha ricostruito le *R&W* quali contratti autonomi e separati dal contratto di cessione delle partecipazioni

⁴² G. DE NOVA, *Il Sale and Purchase Agreement*, cit., 183 ss.

⁴³ La tesi è sostenuta da C. CONFORTINI, *Il governo dei rischi*, cit., 149 ss.; C. D’ALESSANDRO, *Compravendita di partecipazioni*, cit., 196 ss.; C. ROMAGNOLI, *Cessione di partecipazioni nelle società di capitali: annotazioni sulla tutela dell’acquirente*, in *Giur. Comm.*, 1993, II, 440 ss.; M. SPERANZIN, *Vendita delle partecipazioni di controllo*, cit., 125 s.; A. TINA, *Il contratto di acquisizione*, cit., 321 ss.

⁴⁴ In tal senso, G. DE NOVA, *Il Sale and Purchase Agreement*, cit., 187, il quale rileva, peraltro, che nel diritto italiano il contratto di assicurazione può essere stipulato solo con un’impresa di assicurazione «perché solo essa è in grado di ripartire il rischio».

sociali⁴⁵, alla quale si è contestata una evidente debolezza sul piano funzionale⁴⁶.

Per molto tempo la giurisprudenza ha qualificato tali pattuizioni quali promesse di qualità *ex art.* 1497 c.c., con conseguente applicazione dei ristretti termini di decadenza (otto giorni dalla scoperta) e di prescrizione (un anno dalla consegna) previsti dall'art. 1495 c.c.⁴⁷

Più di recente, invece, la Suprema Corte, muovendo ancora una volta dall'assunto che nell'ipotesi di cessione di azioni o di quote di società, oggetto della vendita siano le partecipazioni sociali e non i beni costituenti il patrimonio sociale, ha ritenuto che «le clausole in esame non concernono l'inadempimento o l'inesatto adempimento dell'obbligazione di trasferimento delle quote sociali che forma oggetto del contratto di vendita»; ciò in quanto, prosegue la Corte, se è vero che «con le clausole di garanzia, il venditore si obbliga a indennizzare il compratore, ove la consistenza patrimoniale si riveli diversa da quella considerata dalle parti con il contratto di cessione [...] la consistenza patrimoniale della società garantita non integra qualità promessa dei beni venduti (le partecipazioni sociali), tenuto conto che, ai sensi dell'art. 1497 c.c., tali sono quelle che attengono alla struttura materiale, alla funzionalità o anche alla mancanza di attributi giuridici della cosa venduta»⁴⁸. Con le clausole in esame, conclude la Corte, «le parti, al fine di assicurare che il prezzo pattuito corrisponda al valore della società di cui siano trasferite le quote di partecipazione, prevedono prestazioni accessorie al trasferimento del diritto oggetto del contratto

⁴⁵ G. SBISÀ, *Della società per azioni*, in *Comm. c.c. Scialoja Branca*, Bologna-Roma, 1997, 301

⁴⁶ Cfr., C. CONFORTINI, *Il governo dei rischi*, cit., 157 s.; G. SALATINO, "Patto di garanzia", cit., 904.

⁴⁷ In dottrina, S. EREDE, *Durata delle garanzie e conseguenze della violazione*, in *Acquisizioni di società e pacchetti azionari di riferimento*, a cura di F. Bonelli e M. De Andrè, Milano, 1990, 200.

⁴⁸ Cass., 24 luglio 2014, n. 16963, cit., che precisa altresì che la «previsione di ristretti termini di decadenza e di prescrizione (che decorre dalla consegna) risponde, invero, all'esigenza di assicurare la pronta contestazione di inesattezze nella prestazione del venditore, che la prolungata inerzia del compratore potrebbe far ritenere tollerate. Evidentemente la norma postula che si tratti di inesattezze del bene che, per loro natura, si manifestano in un ragionevole lasso di tempo e dei quali il compratore quindi si presume possa rendersi conto in tale arco temporale».

che sono volte a garantire l'esito economico dell'operazione». Non avendo, pertanto, tali pattuizioni a oggetto le qualità del bene oggetto della compravendita (le azioni), non possono trovare applicazione i termini di prescrizione di cui art. 1497 e 1495 c.c., laddove invece il termine di prescrizione deve intendersi quello ordinario decennale⁴⁹. La tesi della Corte di legittimità si lascia apprezzare per aver valutato correttamente la rilevanza delle *misrepresentation* e delle relative assunzioni di garanzia sul piano dell'attuazione del sinallagma funzionale, potendo così «giustificatamente parlarsi di inadempimento del venditore alla luce dei doveri di correttezza e buona fede, postulando le azioni trasferite la possibilità dell'attività della società di cui i soci sono partecipi»⁵⁰.

La ricostruzione si pone sulla scia di un'autorevole analisi del problema da parte della dottrina che ha valutato la violazione delle *R&W* sul piano dell'inadempimento della prestazione oggetto dell'obbligazione contrattuale, non soggetto, pertanto, ai ristretti termini di cui all'art. 1495 c.c.⁵¹

Sotto diversa prospettiva si è ritenuto di valutare tali pattuizioni quale «meccanismo di assunzione e di allocazione dei rischi»: sì che, ragionando in termini di inadempimento, il venditore, per un verso, «promette che non si verificherà la tal sopravvenienza negativa, per altro verso promette che risarcirà l'acquirente se si dovesse invece verificare», laddove, ragionando in termini di allocazione del rischio, «il venditore non promette nulla», ma «si impegna piuttosto a tenere indenne l'acquirente nel caso in cui determinati rischi si verifichino»⁵².

7. (segue): le clausole di 'indennizzo' (indemnity clauses) e le clausole di *aggiustamento del prezzo* (adjustment price clauses).

Acquisite le dichiarazioni di rappresentazione e garanzia, le parti devono adeguatamente regolare le conseguenze di una

⁴⁹ Cass., 24 luglio 2014, n. 16963, cit.

⁵⁰ Cass., 24 luglio 2014, n. 16963, cit.

⁵¹ F. BONELLI, *Giurisprudenza e dottrina su acquisizioni di società e pacchetti azionari di riferimento XXX*, 29 ss.; in tal senso, già, C.M. BIANCA, *La vendita e la permuta*, cit., 217; v., pure, G. IORIO, *Struttura e funzioni delle clausole di garanzia nella vendita di partecipazioni sociali*, Milano, 2006, 150.

⁵² G. DE NOVA, *The Sale and Purchase Agreement*, cit., 185 s.

misrepresentation di quanto in esse portato prevedendo meccanismi compensativi/risarcitori, attraverso un'attenta predisposizione di *indemnity clauses*.

Nella segnata prospettiva dell'interesse alla conservazione del rapporto, il ricorso alle *indemnity clauses* rappresenta il *sole remedy* che il cessionario si riserva quale ristoro dei danni subiti per una errata rappresentazione della realtà, per come portata dalla documentazione contabile e descritta nelle *representations*.

La *ratio* di tali previsioni è quella di ripristinare gli equilibri contrattuali alterati dalle inesatte 'rappresentazioni' rilasciate dal cedente, ovvero dovuti a sopravvenute alterazioni della situazione patrimoniale della società *target* per come rappresentata nel contratto.

Nella sua veste più semplice, il venditore si impegna a risarcire e tenere indenne e manlevato l'acquirente e/o la società (laddove l'acquirente preferisca, ma in ogni caso senza duplicazione di indennizzi) in relazione a ogni danno effettivamente e direttamente subito dall'acquirente per effetto della non rispondenza al vero o della non correttezza delle dichiarazioni e garanzie rilasciate dal venditore, ovvero in relazione a ogni danno derivante dall'inadempimento a qualsiasi altra obbligazione o impegno assunti dal venditore con il contratto di cessione. Le parti sono altresì solite prevedere, in capo al cedente, l'obbligo di tenere indenne il cessionario da ogni sopravvenienza passiva che si dovesse verificare rispetto alla situazione patrimoniale e finanziaria di riferimento della società *target*, ovvero da ogni insussistenza o minusvalenza delle poste attive. A ciò segue una clausola residuale circa l'obbligo di risarcire «ogni altra perdita e danno comunque occorrente alla società, che non si sarebbero verificati se la realtà delle situazioni fosse stata conforme alle dichiarazioni contenute nelle garanzie contrattuali».

A tale dichiarazione, si diceva, segue l'accordo tra le parti a che il *remedy* portato dalla clausola di indennizzo, sostituisca «ogni altro diritto, azione, rimedio, difesa, eccezione, pretesa o mezzo di tutela spettanti all'acquirente in forza di legge»; sia, appunto, un *sole remedy*.

Determinata nel dettaglio anche la procedura da seguire per la richiesta di indennizzo, le parti disciplinano altresì le c.dd. limitazioni dello stesso. Solitamente è previsto un esonero di responsabilità del venditore per perdite causate, dopo la data del *closing*, per condotte attribuibili all'acquirente, ovvero da fatti o eventi fedelmente

rappresentati dal venditore nella sua *disclosure* e adeguatamente ed espressamente valutati dall'acquirente nel corso delle varie *due diligence*: quest'ultimo non potrà pertanto lamentare eventi pregiudizievoli che avrebbe potuto prevedere, con l'ausilio dei suoi *advisor*, alla luce della documentazione messa a disposizione dal venditore. In ogni caso il venditore pretende di essere esonerato dalle conseguenze negative che potrebbero derivare sul patrimonio e sulla gestione sociale, in conseguenza di modifiche, successive al trasferimento, delle metodologie o anche dei principi contabili, nonché da mutamenti della normativa e anche delle prassi, amministrative, fiscali e contabili delle autorità amministrative e finanziarie.

Possono anche essere previste delle clausole c.dd. *de minimis*, con le quali si esclude il diritto all'indennizzo laddove la pretesa sia inferiore ad un dato ammontare, ovvero a franchigie. Di significativo rilievo è la previsione del c.d. *cap*, ovvero di un ammontare massimo degli indennizzi in ogni caso dovuti, anche per l'ipotesi di richiesta plurime.

Le parti, come accennato, possono stabilire che il risarcimento sia dovuto dal cedente nei confronti della società *target* e non già dei soci cessionari.

Come può avvertirsi dall'analisi del complesso procedimento che porta al *closing* dell'operazione, il profilo delle sopravvenienze è certamente quello di maggiore delicatezza, ai fini della valutazione del valore dell'operazione, sia laddove tali sopravvenienze siano dovute a una non completa trasparenza del cedente nella *disclosure* dei dati, sia laddove siano dovute a eventi non dipendenti da sua colpa grave o *dolus bonus*.

Non è infatti raro che le *indemnity clauses*, che in ogni caso presentano rischi di inadempimento, vengano affiancate da ulteriori strumenti di protezione dalle conseguenze dannose delle sopravvenienze.

Le parti possono pertanto prevedere *price adjustment clauses* (clausole di aggiustamento del prezzo) non soltanto in relazione a una fisiologica valutazione più completa del patrimonio al momento del *closing* rispetto a quanto oggetto di valutazione al momento della conclusione del *Sale and Purchase Agreement*, ma anche per il caso di accertamento di sopravvenienze passive in capo alla società *target* rispetto al momento del *closing* dell'operazione.

In un recentissimo intervento, la Corte Suprema ha avuto modo di precisare il diverso ruolo svolto dalle clausole di *indemnity* rispetto alle clausole di *price adjustment* «in senso proprio»⁵³.

Queste ultime operano, si diceva, laddove la parti abbiano preferito non determinare il prezzo di cessione delle partecipazioni sociali in misura fissa e immutabile⁵⁴ ma abbiano predisposto un meccanismo negoziale strumentale alla determinazione del prezzo definitivo di cessione, «ogni qual volta quest'ultimo rappresenti l'espressione monetaria di un parametro patrimoniale (come il patrimonio netto o posizione finanziaria netta) o reddituale (come il margine operativo lordo [o] l'EBITDA⁵⁵) della società *target* (c.d. "valore rilevante"), da calcolarsi alla data del trasferimento della proprietà delle azioni e dell'adempimento delle formalità esecutive del *closing* (*closing date*)»⁵⁶.

In tal caso, seguendo l'analisi della Suprema Corte, il prezzo viene inizialmente determinato dalle parti in via provvisoria, al momento della stipulazione del contratto di cessione (*signing*), sulla base della più aggiornata possibile - rispetto alla data del *closing* - situazione patrimoniale, finanziaria e/o reddituale della società *target* (tenendo conto di una determinata data di "riferimento"); mentre il corrispettivo

⁵³ Cass., 5 aprile 2023, n. 9347, in *Nuova giur. comm.*, 2023, 1026, con nota di V. VIETRI, *La clausola di price adjustment per sopravvenienze passive facenti capo alla società target non è nulla per indeterminatezza dell'oggetto*. L'ordinanza è esaminata altresì da T. DELLA MASSARA, *Ancora in tema di responsabilità connessa alla cessione di partecipazioni sociali: in specie, sulle clausole di prezzo e sulla natura pecuniaria (e condizionata) dell'obbligazione di indemnity*, in *Resp. civ. prev.*, 2023, 1063 ss.

⁵⁴ Nel caso di specie, l'atto di cessione, che aveva stabilito un piano rateale di pagamento del prezzo, prevedeva altresì che qualora successivamente alla sottoscrizione dell'atto fossero emerse situazioni debitorie nei confronti del Ministero dell'Economia, del Ministero del Welfare, dell'Inps e dell'Inail, le società acquirenti sarebbero state autorizzate a compensare quanto dovuto come corrispettivo per la cessione delle quote con quanto la società *target* fosse stata tenuta a corrispondere per Iva, Irpef, Irpeg, Irap, Inail e Inps e ad agire in ripetizione per l'eventuale eccedenza a sfavore

⁵⁵ I due indicatori di redditività non esprimono del tutto lo stesso valore, atteso che nel margine operativo lordo non vengono computati gli accantonamenti (in quanto trattati al pari degli ammortamenti), inclusi, invece, nell'EBITDA (*Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*).

⁵⁶ Cass., 5 aprile 2023, n. 9347, cit.

viene fissato in via definitiva, sulla base di una nuova situazione patrimoniale, finanziaria e/o reddituale della società *target* aggiornata alla data del *closing*, e quindi tale da coprire il periodo anteriore a quest'ultima data e successivo alla “data di riferimento”⁵⁷. Da ciò deriva che la «(eventuale) differenza positiva o negativa tra il “valore rilevante” della società *target* alla data di “riferimento” e quello alla data del *closing* legittima, appunto, l’“aggiustamento” (*recte* ““adeguamento”) dell’iniziale prezzo provvisorio e, quindi, la fissazione del prezzo definitivo»⁵⁸.

A differenza delle clausole di *price adjustment*, quelle di indennizzo intervengono su un piano differente. Sì che «le prime attengono alla determinazione della misura della prestazione principale e indefettibile a carico del compratore (pagamento del prezzo), sulla base degli inevitabili cambiamenti del “valore rilevante” della società *target* tra la data di “riferimento” e la data del *closing*, e i relativi “aggiustamenti” del prezzo provvisorio possono essere indifferentemente a favore del compratore o del venditore, a seconda dei risultati della gestione della società *target* nel citato periodo interinale (salvo che non sia pattiziamente previsto in concreto, come nel caso di specie, esclusivamente un adeguamento al ribasso); le seconde, viceversa, si ricollegano alla previsione di una prestazione complementare (ed eventuale) a carico del (solo) venditore (e che si aggiunge, quindi, a quella del prezzo, anche, se del caso, “aggiustato”), da eseguire in

⁵⁷ Risulta poco appassionante il dibattito sulla sussunzione in schemi noti al codice civile del complesso procedimento per gradi che porta alla definizione di un trasferimento di partecipazioni societarie. Ogni operazione di M&A ha la sua singolarità e il grado di impegno progressivo che le parti intendono accordare alle proprie intese non consente una ‘tipizzazione’ dell’operazione e delle sue regole. Tutta la documentazione contrattuale che parte dall’accordo di riservatezza sino al trasferimento reale della partecipazione sociale è frutto dell’autonomia contrattuale, e come tale deve essere valutata, nel rispetto dei principi e delle regole del diritto italiano. La ricorrenza o meno di obblighi a contrarre, giunti ad una certa fase dell’operazione, non può dipendere da una valutazione astratta, ma solo della effettiva volontà delle parti di ogni operazione. Anche la identificazione del momento traslativo della partecipazione sociale non può essere astratta dal caso concreto, tenuto conto che anche il c.d. principio consensualistico non è norma imperativa o di ordine pubblico, ma regola disponibile per le parti del negozio ad effetti reali, che possono differire gli stessi ad un momento successivo allo scambio del consenso; cfr., per tutti, F. MESSINEO, *Dottrina generale del contratto*, 1948, 379.

⁵⁸ Cass., 5 aprile 2023, n. 9347, cit.

favore del compratore solo in caso di violazione delle clausole di “garanzia convenzionale” e, quindi, di difformità tra il “valore rilevante” della società target garantito dal venditore e quello effettivo, allo scopo di ripristinare l’originario equilibrio tra le prestazioni corrispettive contrattuali principali. E ciò dopo che l’effetto traslativo si è prodotto (con l’alienazione delle azioni a carico del venditore) in esito al finale assetto pecuniario della vicenda (con il pagamento del prezzo, definitivo e non provvisorio, a carico del compratore, ancorato al “valore rilevante”))⁵⁹.

In sintesi, secondo il ragionamento della Suprema Corte, i meccanismi di “aggiustamento” del prezzo si configurano quale «meccanismo fisiologico» che riguarda la fissazione del prezzo definitivo alla data del *closing*, laddove gli obblighi di indennizzo a carico del cedente si configurano quale «meccanismo patologico» che «attiene alla reintegrazione del valore delle azioni acquistate dal compratore, così come diminuito per effetto della difformità tra il “valore rilevante” della società *target* “garantito convenzionalmente” e quello effettivo»⁶⁰.

Sia chiaro che la possibilità di rinviare la quantificazione definitiva del prezzo della cessione a un momento successivo al *closing* può soddisfare anche interessi del venditore, potendo quella quantificazione successiva essere vantaggiosa per quest’ultimo.

Si diceva, tuttavia, che le clausole di ‘aggiustamento’ del prezzo possono riguardare anche una fase successiva al trasferimento reale delle partecipazioni societarie.

8. *Il deposito del prezzo o di una sua parte in un escrow account.*

Per la realizzazione di fini di garanzia, la prassi commerciale, non solo anglosassone, ricorre alla conclusione di *escrow agreement*, in forza dei quali il denaro, titoli o documenti⁶¹ vengono consegnati a un terzo nel quale ripongono ‘fiducia’, che ha l’obbligo di conservarli e consegnarli a una determinata parte al verificarsi di prefissate circostanze. A voler utilizzare la terminologia anglosassone, si è soliti

⁵⁹ Cass., 5 aprile 2023, n. 9347, cit.

⁶⁰ Cass., 5 aprile 2023, n. 9347, cit.

⁶¹ Può trattarsi anche di atti di trasferimento ‘sigillati’.

parlare di *escrow holder*, laddove il fiduciario agisca su incarico di entrambe le parti, e di *escrow agent* ove agisca su incarico di una sola parte⁶².

Nella medesima prospettiva esaminata in relazione alle clausole di *price adjustment*, le parti possono stabilire che una parte del prezzo non venga versata al momento del *Sale and Purchase Agreement*, ma depositata in *escrow*, in modo da garantire il cedente con il vincolo impresso alla somma depositata per il caso in cui questa sia dovuta al momento del *closing*, e garantire parimenti l'acquirente, per l'ipotesi in cui tra il *signing* e il *closing* il patrimonio abbia perduto valore, sì da comportare una riduzione del prezzo⁶³. Come visto in precedenza, le parti possono anche stabilire che il prezzo finale non sia corrisposto al momento del *closing* e, pertanto, al momento del trasferimento 'reale' delle partecipazioni societarie, ma in un momento successivo (anche di anni), a tutela dell'acquirente per l'ipotesi di sopravvenienze patrimoniale negative non 'coperte' dalle *representations and warranties*. Da parte sua, l'acquirente potrà contare sul vincolo impresso alle somme già versate in *escrow* da parte dell'acquirente.

Al fine di realizzare al meglio la protezione degli interessi delle parti, si può ricorrere alla separazione in un *trust fund* degli importi generalmente versati in *escrow*, considerando sostanzialmente il *trustee* quale *escrow agent*, con il vantaggio della separazione patrimoniale⁶⁴.

⁶² Per una ricognizione, anche nella necessaria prospettiva comparatistica, v. G. PROVAGGI, *Agency Escrow*, in AA.VV., *Fiducia, Trust, Mandato e Agency*, Milano, 1991, 291 ss.; P. ZAGAMI, *L'escrow agreement negli ordinamenti di common law e nell'ordinamento italiano*, in *Trusts*, 2012, 365 s.; A. FUSARO, *La clausola di escrow account*, in *Nuova giur. comm.*, 2015, II, 566; A. AZARA, *Clausola di escrow*, in *Clausole negoziali. Profili teorici e applicativi di clausole tipiche e atipiche*, a cura di M. Confortini, II, Milano, 2019, 891 ss.; F. RIZZO MARULLO, *I contratti di escrow: vantaggi, criticità e differenze con la lettera di credito nel sistema statunitense*, in *Fiscaltà e commercio internazionale*, 2022, 7, 51 ss.; ma v. già M. LUPOI, *Trusts: A comparative study*, Cambridge, 2000, 143 ss. La dottrina anglosassone studia questi temi da quasi un secolo ormai; v. G.G. BOGERT, *Trusts and Escrows in credit conveyancing*, in *Illinois Law Review*, 1927, 655 ss.

⁶³ Cfr. A. AZARA, *Clausola di escrow*, cit., 896, il quale sottolinea che l'*escrow* consente un «corretto svolgimento dei flussi di denaro tra le parti senza far ricorso ad una costosa, lunga e, talvolta, incerta procedura esecutiva» e, in ogni caso, la riduzione del rischio di contenzioso tra le parti.

⁶⁴ Alcuni studiosi hanno ritenuto di inquadrare l'*escrow agreement* «nel più ampio istituto del *trust*», così P. ZAGAMI, *L'escrow agreement*, cit. 366; sul punto v. pure le

Il *trustee*, che generalmente ha poteri di mero depositario, deposita in un *escrow account* i beni a lui consegnati, al fine di garantire il beneficiario sulla base di quanto previsto dall'*escrow agreement*. Il ricorso a forme di deposito irregolare, ovvero al negozio di mandato, se pure in grado di realizzare gli interessi delle parti, non produce alcuna segregazione patrimoniale della somma depositata, con le note conseguenze sul piano della tutela delle parti, che si sposterebbe su quella meramente risarcitoria⁶⁵.

9. Le polizze assicurative di garanzia e indennizzo.

È sempre più diffusa, sia nella prassi internazionale che in quella domestica, il ricorso ad un differente metodo di copertura del rischio di sopravvenienze mercè il ricorso a una *Warranty and Indemnity Insurance (W&I)*, generalmente preceduta da una procedura competitiva, con la quale il potenziale cedente valuta la scelta del cessionario anche in relazione alla volontà di questi di non 'scaricare' le sopravvenienze negative sul cedente.

Il cedente – laddove non le abbia stipulate direttamente - pone, infatti, quale requisito essenziale per l'accesso alla trattativa, la stipula da parte del pretendente acquirente, a proprie spese, di una polizza assicurativa di garanzia e indennizzo da valere quale unica fonte di copertura del rischio derivante dalla violazione delle rappresentazioni e garanzie assunte dal cedente in sede di *Sale and Purchase Agreement*, ovvero quale unica fonte di risarcimento per le perdite eccedenti il massimale di responsabilità previsto quale conseguenza della violazione da parte del cedente di una qualsiasi delle garanzie generali.

Occorre tuttavia sottolineare che, con Regolamento n. 29 del 16 marzo 2009, l'ISVAP ha disposto che «[in ogni caso non sono rilasciabili le coperture destinate a garantire il rimborso di sopravvenienze passive o minusvalenze su elementi patrimoniali derivanti da valutazioni conseguenti ad operazioni straordinarie di impresa» (art. 4, comma 2).

analisi di U. MORELLO, *Fiducia e trust, due esperienze a confronto* in AA.VV., *Fiducia, Trust*, cit. 66 ss.

⁶⁵ V., sul punto, l'indagine di R. LENZI, *Deposito fiduciario e funzione di garanzia*, in *Riv. dir. priv.*, 2016, 95 ss. e quella precedente di M. GORGONI, *Deposito in funzione di garanzia*, in *Enciclopedia giuridica Treccani*, Roma, agg. 2007, 1 ss.

Successivamente l'IVASS, nell'ambito di una FAQ, ha precisato che, ferma l'operatività generale del divieto di cui sopra «sono escluse dall'ambito di applicazione di tale divieto le polizze c.d. “*Warranty and Indemnity*” se stipulate dal venditore, laddove siano finalizzate ad assicurare il rischio derivante dagli obblighi di indennizzo del venditore stesso in caso di violazione delle specifiche dichiarazioni e garanzie rese da quest'ultimo all'acquirente nell'ambito di un'operazione straordinaria di impresa; ovvero se stipulate dal compratore, laddove basate su circoscritti ed individuati impegni non derivanti da valutazioni, suscettibili di un'adeguata stima attuariale del rischio e idonee a dar luogo ad indennizzi non coincidenti con il corrispettivo dell'operazione straordinaria di impresa.

Si è in presenza, all'evidenza, di polizze assicurative con clausola *claims made*, in quanto «la copertura assicurativa viene ad operare non “in relazione a tutte le condotte, generatrici di domande risarcitorie, insorte nell'arco temporale di operatività del contratto, quale che sia il momento in cui la richiesta di danni venga avanzata” (modello c.d. *loss occurrence* o *act committed*), bensì in ragione della circostanza che nel periodo di vigenza della polizza intervenga la richiesta di risarcimento da parte del terzo danneggiato (il c.d. *claim*) e che tale richiesta sia inoltrata dall'assicurato al proprio assicuratore»⁶⁶. È infatti connaturato

⁶⁶ Cass., Sez. un., 24 settembre 2018, n. 22437, in *Contratti*, 2018, 639, con nota di U. CARNEVALI, *La clausola “claims made” e le Sezioni Unite: “bis in idem”*; come nota nella pronuncia citata la Suprema Corte ha ritenuto che «la *claims made*, “nella parte in cui esclude il diritto dell'assicurato all'indennizzo quando la richiesta di risarcimento gli pervenga dal terzo dopo la scadenza del contratto”, è immeritevole [...], in quanto: 1) procura all'assicuratore un ingiusto vantaggio senza contropartita, poiché esclude dalla copertura i sinistri verificatisi in prossimità della scadenza della polizza e che verosimilmente verranno denunciati all'assicurato dopo la scadenza, determinando così uno iato tra il tempo per il quale è stata stipulata l'assicurazione (e pagato il premio) e il tempo nel quale può avverarsi il rischio; 2) pone l'assicurato in una posizione di soggezione rispetto al danneggiato, che può liberamente decidere il momento in cui inoltrare all'assicurato la richiesta di risarcimento, momento che potrebbe cadere dopo la scadenza della polizza [e ciò comporterebbe due conseguenze paradossali: a) l'interesse dell'assicurato a ricevere prontamente la richiesta di risarcimento, in contrasto col principio desumi[bi]le dall'art. 1904 c.c.; b) l'aporia in forza della quale l'assicurato che tace e aspetta la richiesta perde la copertura, ma se si attiva e sollecita il danneggiato, viola l'obbligo di salvataggio ex art. 1915 c.c.]; 3) se l'assicurato adempisse spontaneamente all'obbligazione risarcitoria, secondo correttezza e buona fede, mancherebbe una richiesta di risarcimento fatta dal

alle operazioni di *M&A* che emerga l'esigenza di tutela dal verificarsi di danni c.d. lungo-latenti che possono emergere a distanza di molto tempo rispetto al momento dell'accordo negoziale, nonostante il fatto generatore degli stessi sia precedente a tale accordo.

Una conferma, non solo operativa, della rilevanza della consistenza patrimoniale della società *target* nella valutazione dell'oggetto del contratto di trasferimento di partecipazioni sociali, si rinviene nella ovvia considerazione che il «danno che il compratore-assicurato subisce non è propriamente identificabile col pregiudizio direttamente e immediatamente conseguente alla *misrepresentation*, dovendosi piuttosto individuare nelle conseguenze negative riflesse sul patrimonio del compratore del danno patito dalla società, da commisurare in ragione della partecipazione percentuale del capitale rappresentato dalla partecipazione compravenduta»⁶⁷.

danneggiato e di conseguenza l'assicuratore potrebbe anche rifiutare l'indennizzo». Il Supremo Collegio ha infine ritenuto ricorrere il seguente principio di diritto: «Il modello dell'assicurazione della responsabilità civile con clausole *on claims made basis*, che è volto ad indennizzare il rischio dell'impoverimento del patrimonio dell'assicurato pur sempre a seguito di un sinistro, inteso come accadimento materiale, è partecipe del tipo dell'assicurazione contro i danni, quale deroga consentita al primo comma dell'art. 1917 c.c., non incidendo sulla funzione assicurativa il meccanismo di operatività della polizza legato alla richiesta risarcitoria del terzo danneggiato comunicata all'assicuratore. Ne consegue che, rispetto al singolo contratto di assicurazione, non si impone un *test* di meritevolezza degli interessi perseguiti dalle parti, ai sensi dell'art. 1322, secondo comma, c.c., ma la tutela invocabile dal contraente assicurato può investire, in termini di effettività, diversi piani, dalla fase che precede la conclusione del contratto sino a quella dell'attuazione del rapporto, con attivazione dei rimedi pertinenti ai profili implicati, ossia (esemplificando): responsabilità risarcitoria precontrattuale anche nel caso di contratto concluso a condizioni svantaggiose; nullità, anche parziale, del contratto per difetto di causa in concreto, con conformazione secondo le congruenti indicazioni di legge o, comunque, secondo il principio dell'adeguatezza del contratto assicurativo allo scopo pratico perseguito dai contraenti; conformazione del rapporto in caso di clausola abusiva (come quella di recesso in caso di denuncia di sinistro)».

⁶⁷ Così, C. CONFORTINI, *Il governo dei rischi*, cit., 358; v. pure, S. EREDE, *I contenuti tipici dei contratti di compravendita internazionale di partecipazioni societarie: representations, indemnities, legal opinions*, in *Compravendite internazionali di partecipazioni societarie*, a cura di U. Draetta e C. Scognamiglio, Milano, 2007, 60.

L'ammortamento alla francese: premesse concettuali e interpretazioni correnti.

SOMMARIO: 1. Il contesto: dal divieto di anatocismo alla invalidità della clausola contrattuale sugli interessi per violazione dell'art. 117 TUB. - 2. Ammortamento alla francese e disciplina dell'imputazione del debito: premesse concettuali. La natura dell'interesse corrispettivo e il concetto di maturazione - 3. Il ruolo degli artt. 821, comma 3, 1284 e 1193 c.c. nelle prevalenti costruzioni teoriche in tema di ammortamento alla francese. Ammortamento alla francese ed esigibilità del credito di capitale. - 4. Ammortamento alla francese e trasparenza bancaria. Il diverso ruolo dell'informazione nella disciplina del TUB. - 5. L'ammortamento alla francese tra obbligo di forma e obbligo di informazione.

1. Il contesto: dal divieto di anatocismo alla invalidità della clausola contrattuale sugli interessi per violazione dell'art. 117 TUB.

L'ampio dibattito che in questi mesi si è sviluppato sull'ammortamento alla francese rende opportuno un maggiore approfondimento per meglio circostanziare alcune osservazioni già fatte¹, specie sotto il profilo della rilevanza della prassi bancaria agli effetti della disciplina del TUB.

Il piano di ammortamento c.d. alla francese costituisce la modalità più diffusa attraverso la quale viene organizzata la restituzione rateale del finanziamento nei rapporti tra banca e clienti, a dispetto di quanto il suo utilizzo desti non poche perplessità sul piano del relativo inquadramento giuridico. Non è passato troppo tempo da quando buona parte della dottrina additava questo piano come strumento di produzione di interessi di natura anatocistica². E ne è passato

¹ M. SEMERARO, *Alle Sezioni Unite l'ammortamento alla francese: molti equivoci e un fondo di verità*, in *Dialoghi di diritto dell'economia*, 2023, 1 ss.

² In argomento, tra gli altri, con diversità di soluzioni R. MARCELLI, *L'anatocismo nei finanziamenti con ammortamento graduale: matematica e diritto: due linguaggi che stentano ad incontrarsi*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, 700 ss.; D. TOMBESI, *Piano di ammortamento alla francese. Anatocismo o regime composto*, in *ilcaso.it*, 2021; G.B. BARILLÀ e F. NARDINI, *Legittimità dell'ammortamento alla francese e lo «spettro» dell'anatocismo. Un po' di chiarezza tra matematica e diritto*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, I, 679.V. FARINA, *Interessi, finanziamento e piano di ammortamento alla francese: un rapporto problematico*, in *Contratti*, 2019, 445 ss.;

pochissimo da quando, messa da parte la questione dell'anatocismo³, si è iniziato a dubitare della meritevolezza del piano dal diverso angolo visuale dell'effetto sorpresa che produce nei confronti del debitore, comportando una ritardata estinzione del debito di capitale e una anticipata, secondo qualcuno, estinzione del debito di interessi⁴.

Tra le ragioni che impediscono di archiviare il dibattito sulla legittimità dell'utilizzo del metodo francese per formare il piano c'è, forse, la difficoltà di comprenderne il funzionamento dal punto di vista delle regole di matematica finanziaria utilizzate per redigerlo. È lecito che chi non sia aduso a queste regole abbia più dubbi che certezze sulle modalità di formazione delle rate. Profilo, quest'ultimo, che deve fare i conti con le norme di trasparenza imposte agli intermediari, se per essa si intenda davvero la reale intelligibilità del regolamento contrattuale da parte del cliente⁵. A fronte di una definizione che viene ripetuta e

G. COLANGELO, *Mutuo, ammortamento "alla francese" e nullità*, in *Foro It.*, 2014, c. 1246 ss.

³ Almeno dalla giurisprudenza: così, tra le altre, Trib. Imperia, 6 ottobre 2023, n. 634; App. Alessandria, 10 maggio 2023, n. 405; Trib. Roma, 27 gennaio 2023, n. 3228; App. Perugia, 15 gennaio 2021, n. 33; Trib. Milano, 26 febbraio 2020, n. 1785, tutte in *dejure*.

⁴ Su questo filone, pur con diversità di prospettive, V. FARINA, *Piano di ammortamento alla francese: liceità, meritevolezza e trasparenza della relativa clausola*, in questa *Rivista*, 2023, I, 131 ss.; ID., *Finanziamento con restituzione rateale a mezzo di piano di ammortamento alla francese. Profili di disciplina*, in *www.ilcaso.it*, 2022; A.A. DOLMETTA, *A margine dell'ammortamento «alla francese»: gravosità del meccanismo e sua difficile intelligenza*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2022, 641 ss.; R. MARCELLI, *Finanziamento con ammortamento alla francese. La sentenza del Tribunale di Torino (E. Astuni, 18 febbraio 2022) ritiene priva di vizi la formulazione contrattuale: esame critico*, in *www.ilcaso.it*, 2022.

⁵ Anche la disciplina sulla trasparenza bancaria è stata soggetta a interpretazione evolutiva. Ciò, in un duplice senso. Da un lato, con riferimento alla necessità di informare adeguatamente il cliente sì da porlo nelle condizioni di scegliere consapevolmente tra i servizi offerti sul mercato, nessuno più reputa che l'adempimento dell'obbligo consista nella mera consegna di un prospetto informativo scritto in modo chiaro. Sono oramai prevalenti le costruzioni – e in questa direzione va anche la giurisprudenza della Corte di Giustizia – che pongono l'accento sulla necessità che l'informazione venga data in modo da rendere evidenti i reali rischi che il cliente assume con la sottoscrizione del contratto; ma inizia a trovare spazio anche l'opzione interpretativa di chi reputa che l'intermediario debba informare adeguatamente, tenendo conto della situazione patrimoniale del cliente (Corte Giust. 3.4.2014, C-26/13 *Kasler contro OTP Jelzálogbank Zrt*; Corte Giust. 3.12.2015, C-312/14 *Banif Plus Bank Zrt. contro Lantos*; Corte Giust. 20.9.2017, C-186/16 *Ru. Pa.*

che individua come caratteristica di detta tipologia di piano la circostanza che la rata preveda «una quota capitale crescente e una quota interessi decrescente», poiché «a mano a mano che il capitale viene restituito, l'ammontare degli interessi diminuisce e la quota di

An. e altri contro Banca Româneasca SA, tutte in *curia.europa.eu*. In dottrina, pongono l'accento su tali profili M. MAUGERI, *Omissione di informazioni e rimedi nel credito al consumo. La decisione della CGE 42/15 e la proporzionalità dell'apparato rimediario italiano*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, 134 ss.; S. PAGLIANTINI, *I mutui indicizzati ed il mito di un consumatore "costituzionalizzato": la "dottrina" della corte di giustizia da árpád kásler a dziubak*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2019, 1258 ss.; ID., *L'equilibrio soggettivo dello scambio (e l'integrazione) tra corte di giustizia, corte costituzionale ed abf: "il mondo di ieri" o un trompe l'oeil concettuale?*, in *Contratti*, 2014, 853 ss.; ID., *La trasparenza consumeristica tra "dottrina" della Corte ed equivoci interpretativi*, in *Eur. dir. priv.*, 2019, 651 ss.; E. NAVARRETTA, *Il contratto «democratico» e la giustizia contrattuale*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, 1262 ss.; A. NIGRO, *Nuove regole per le relazioni tra banche e clienti*, Torino, 2011, 38 ss.; T. FEBBRAJO, *La nuova disciplina dei contratti di credito "al consumo" nella Dir. 2008/48/CE*, in *Giur. it.*, 2010, 227; A.A. DOLMETTA, *Trasparenza Bancaria. Regole*, Bologna, 2013, 124 ss.; G. PIEPOLI, *Sovraindebitamento e credito responsabile*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, I, 38 ss. Di recente, in argomento, sia consentito il riferimento a M. SEMERARO, *Informazioni adeguate e valutazione del merito creditizio: opzioni interpretative nel credito ai consumatori*, in *Riv. dir. civ.*, 2021, 687 ss. Sulle conseguenze che il riconoscimento di un obbligo di informazione adeguata comporterebbe con riguardo alla specifica vicenda dell'ammortamento alla francese R. NATOLI, *I mutui con ammortamento alla francese: dubbi ricorrenti e tentativi di risposta*, in *Dialoghi diritto dell'economia*, 2024, 7 ss. Cfr., le posizioni più risalenti e forse perciò più restrittive sulla sussistenza di un obbligo di offerta adeguata di G. FALCONE, *"Prestito responsabile" e sovraindebitamento del consumatore*, in *Dir. fall.*, 2010, 649; L. MODICA, *Concessione «abusiva» di credito ai consumatori*, in *Contr. Impr.*, 2012, 493 ss.). Dall'altro lato, neppure si può negare che nei più recenti interventi normativi (ad es. nella disciplina sul c.d. credito immobiliare al consumatore e nella nuova Direttiva sul credito ai consumatori – Direttiva UE/2023/2225) proprio il cambiamento di prospettiva adottato dal legislatore europeo sul ruolo della informazione adeguata nel rapporto tra i contraenti rispecchi un mutato approccio alla regolazione del mercato (su questo piano, con più specifico riferimento al diritto privato regolatorio v. D. MAFFEIS, *Direttiva 2014/17/UE: rischi di cambio e di tasso e valore della componente aleatoria nei crediti immobiliari ai consumatori*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, 188 ss.; E. PELLECCIA, *La direttiva 2014/17/UE sui contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali*, *ivi*, 2016, 206 ss.; V. ROPPO, *Regolazione del mercato e interessi di riferimento: dalla protezione del consumatore alla protezione del cliente?*, in *Riv. dir. priv.*, 2013, 167 ss. Per una ricostruzione del concetto di trasparenza in chiave evolutiva v. R. DI RAIMO, *La trasparenza trent'anni dopo*, in *Quaderni di Banca d'Italia*, 2024, in corso di pubblicazione, letto per cortesia dell'Autore).

capitale aumenta»⁶, a essere di immediata percezione è soltanto – ma grazie a un chiaro confronto tra le diverse metodologie di formazione dei piani di ammortamento, invero mai dato in sede di sottoscrizione del contratto di finanziamento – che il ricorso all’ammortamento alla francese comporta un maggior costo, dal lato degli interessi dovuti, rispetto a quanto accadrebbe se si adottasse il piano c.d. all’italiana, che prevede quote di capitali costanti e rate decrescenti; ciò, a prescindere dalle modalità di computo del tasso, il quale a sua volta può essere semplice o composto. Che sia in regime di capitalizzazione semplice o composta, insomma, nel finanziamento da restituire con piano di ammortamento alla francese la quantità di danaro dovuta a titolo di corrispettivo, a parità di durata di quest’ultimo, è maggiore rispetto al caso in cui venga adottato un piano c.d. all’italiana.

Le ragioni di tale maggiore onerosità sono diverse. In parte sono rintracciabili nel fatto che nell’ammortamento alla francese il capitale decresce nel tempo in proporzione inferiore. Se si restituiscono all’inizio più interessi che capitale e i primi sono calcolati sul debito residuo, è chiaro che il godimento di una somma maggiore di danaro per un arco temporale più esteso ha dei riflessi proprio sul costo del finanziamento. In parte però sono anche rintracciabili nel regime finanziario applicato, di non facile comprensione.

Fermo questo dato, è poi d’uopo rimarcare che l’adozione di un piano alla francese sarebbe conveniente per il cliente perché offre una rata costante, permettendo al debitore di avere certezza dell’entità dell’oggetto del pagamento a ogni singola scadenza, consentendogli altresì un calcolo più agevole sulla stessa sostenibilità del debito. Senza però che venga taciuta la sua minore convenienza nella prospettiva della estinzione anticipata, ove si decida di chiudere il rapporto a esecuzione inoltrata, quando cioè il debito di interessi è in buona parte estinto.

La questione di legittimità dell’ammortamento alla francese è stata di recente rimessa anche alle Sezioni unite⁷. Sul tappeto in primo piano

⁶ In questi termini la definizione di ammortamento alla francese rinvenibile sul sito di Banca d’Italia.

⁷ L’ordinanza di rimessione è di Trib. Salerno, 19 luglio 2023, in *Foro It.*, 2023, I, 2786. A questa, è seguita l’ordinanza di rinvio alla Sezioni Unite di Cass., 7 settembre 2023, n. 26141, in *Banca borsa tit. cred.*, II, 2023, 645. Su entrambe A.A. DOLMETTA, *Ammortamento alla francese e prescrizione di «forma-contenuto» ex art. 117, comma 4°, t.u.b.*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, II, 648 ss.

è il tema della trasparenza e, in particolare, della corrispondenza di una prassi, che omette di dare conto in contratto delle modalità di ammortamento del debito, con la previsione dell'art. 117, comma 4, TUB, la quale a sua volta impone alle banche di indicare «il tasso d'interesse e ogni altro prezzo e condizione praticati, inclusi, per i contratti di credito, gli eventuali maggiori oneri in caso di mora»⁸. La modalità di ammortamento alla francese rientra in effetti tra le condizioni economiche e il ricorso alla capitalizzazione composta, che comporta un esborso maggiore per il cliente, è senza dubbio un prezzo ulteriore da sopportare per la concessione del danaro. Nel quadro normativo disegnato dall'ordinanza di rimessione non manca più di un riferimento all'art. 1346 c.c., laddove si prospetta che la omessa indicazione delle modalità di ammortamento e di capitalizzazione potrebbe comportare l'indeterminatezza dell'oggetto dell'obbligazione. Vero è che dal piano di ammortamento allegato si può risalire all'esatto ammontare del debito; vero è anche però, afferma il giudice rimettente, che la banca ha l'obbligo di rendere edotto il cliente di tutte le componenti del prezzo del finanziamento. Come poi tale obbligo vada adempiuto è da vedere. Sulla base di quanto affermato nell'ordinanza, l'indicazione del TAN e del TAE non sarebbe sufficiente, pur essendo queste le esatte grandezze numeriche che esprimono l'incidenza dell'ammortamento alla francese e della capitalizzazione composta sul prezzo del finanziamento. Ma neppure dovrebbe esserlo l'inserimento in contratto della formula di matematica finanziaria utilizzata per comporre le rate; la quale formula certo dice ben poco al cliente che non sia anche un matematico.

⁸ Tra gli autori che individuano nella trasparenza il piano di rilevanza delle problematiche cui dà luogo la tecnica di ammortamento alla francese F. QUARTA, *Trasparenza e determinatezza dell'oggetto nei contratti di finanziamento con «ammortamento alla francese»*. *Commento a Collegio di Coordinamento ABF*, 8 novembre 2022, n. 14376, in questa *Rivista*, 2022, IV, 319 ss.; R. NATOLI, *I mutui con ammortamento alla francese, aspettando le Sezioni unite*, in *Dialoghi di diritto dell'economia*, 2023, 1 ss.; ID., *I mutui con ammortamento alla francese: dubbi ricorrenti e tentativi di risposta*, ivi, 1 ss.; ID., *L'ammortamento "alla francese": istruzioni per l'uso*, in E. GINEVRI, R. LATTANZI, U. MALVAGNA, U. MINNECI, G. MUCCIARONE e A. SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), in *Liber amicorum* per Aldo A. Dolmetta, Pisa, 2023, 285 ss.; T. DI MARCELLO, *Il mutuo con ammortamento "alla francese" tra norme attuali e prospettive future*, in *Dialoghi di diritto dell'economia*, 2024, 38 ss.

2. Ammortamento alla francese e disciplina dell'imputazione del debito: premesse concettuali. La natura dell'interesse corrispettivo e il concetto di maturazione

Guardando più da vicino alle proposte di qualificazione della prassi bancaria, è oramai chiaro che la prospettiva d'indagine è duplice: da un lato, si ricava l'illegittimità del piano di ammortamento dalla disciplina sulla maturazione dell'interesse monetario e sull'inadempimento, sotto il profilo dell'imputazione del debito⁹; dall'altro, si valuta la medesima prassi alla luce delle regole di trasparenza contenute nel testo unico bancario¹⁰. Su quest'ultimo blocco di norme si sofferma in via esclusiva anche l'ordinanza di rimessione alle Sezioni unite, che sembra dare invece per presupposta la compatibilità delle modalità di formazione del piano con le regole del codice civile. Resta nondimeno in apice, pur nella divergenza delle costruzioni, la qualificazione dell'interesse monetario alla stregua di un frutto civile; qualificazione, dalla quale si traggono i maggiori corollari in punto di inquadramento generale delle problematiche sottese all'utilizzo di tale tecnica di ammortamento e delle soluzioni date. Da questa e dai suoi corollari è dunque opportuno partire.

Tornare sulla categoria di frutto civile e sul valore che essa assume nell'economia della disciplina degli interessi ha come obiettivo puntualizzare la valenza ricostruttiva della stessa categoria, con ciò che segue sul piano della sistemazione delle diverse fattispecie di interesse e, perciò, sul rilievo che le regole di fonte legale sull'imputazione del debito hanno nell'ammortamento alla francese. Se poi davvero con tale modalità di formazione del piano si realizzi una esazione anticipata del debito di interessi rispetto a quello di capitale è da valutare. Da questo angolo visuale, centrale è il ricorso alla capitalizzazione composta ai fini della determinazione della quantità di corrispettivo dovuta, la quale parrebbe invero inerire strettamente alle modalità di determinazione del tasso, dando la misura del *quantum debeatur* a titolo di controprestazione rispetto alla erogazione del finanziamento¹¹.

⁹ V. gli Autori citati alla nota 4.

¹⁰ V. gli Autori citati alla nota 8.

¹¹ In argomento, diffusamente *infra*, § 3.

In prima battuta viene perciò in considerazione il rilievo che si dà comunemente al fenomeno della maturazione dell'interesse monetario come frutto civile¹². La qualificazione in termini di frutto è riservata dal legislatore soltanto all'interesse corrispettivo su somme liquide e inesigibili¹³; ma è in definitiva estesa sotto traccia, dalle diverse

¹² L'inquadramento dell'interesse monetario entro la categoria del frutto civile era incontestato sotto le precedenti codificazioni: G. PIOLA, *Interessi (Diritto civile)*, *Digesto*, XIII, Torino 1927, 50 ss.; A. VITA, *Interessi (Diritto civile)*, *Nuovo Digesto Italiano*, VII, Torino 1938, 49 ss. Il riferimento al frutto continua ad avere valore ordinante anche dopo l'entrata in vigore del codice civile del 1942: B. BIONDI, *I beni*, cit., 157; L. BARASSI, *Diritti reali e possesso*, cit., 293; G. MARINETTI, *Interessi (Diritto civile)*, in *Novissimo Dig.*, VIII, Torino, 1968, 858 ss.; O.T. SCOZZAFAVA, *Gli interessi monetari*, cit., 25 ss. Cfr., tuttavia, B. INZITARI, *La moneta*, cit., 192 s., il quale sottolinea che «la qualifica di fertilità, fruttuosità, fecondità, se pur cara ad un certo linguaggio manualistico, appare meramente immaginifica se riferita al danaro. Più che la “gestione” di una somma pecuniaria, è infatti il concorso di specifiche e diverse situazioni obbligatorie che dà luogo alla produzione degli interessi»; negli stessi termini, successivamente, ID., *Obbligazioni pecuniarie*, cit., 266 s.; ID., *Interessi. Legali, corrispettivi, usurari, anatocistici*, Torino, 2017, 1 s.

¹³ Sul significato normativo e sulla *ratio* della riconduzione degli interessi di capitali alla categoria del frutto civile la dottrina è divisa. Alcune costruzioni, dando la prevalenza all'esigenza di preservare l'unitarietà della categoria, comprensiva dei frutti naturali e civili, sulla scia degli orientamenti presenti sotto il vecchio codice, richiamano il concetto di reddito con la variante, per i frutti civili, del reddito di sostituzione (seppure con diversità di sfumature L. BARASSI, *Diritti reali e possesso*, I, Milano 1956, 293; B. BIONDI, *I beni*, in *Tratt. Vassalli*, IV, Torino, 1956, 157; A. MONTEL, *Frutti (Diritto civile)*, in *Novissimo Dig.*, VII, Torino, 1961, 668 ss.; F. DE MARTINO, *Dell'usufrutto, dell'uso e dell'abitazione*, in *Comm. c.c. Scialoja Branca*, Bologna- Roma, 1957, 51 s.; M. ALLARA, *Le nozioni fondamentali del diritto civile*, Torino, 1985, 360 ss.; L. MOSCO, *I frutti nel diritto positivo*, Milano, 1947, 469 ss.). Altre, dando invece la prevalenza alla scelta del legislatore di riservare uno spazio all'istituto nel capo dedicato ai beni, individuano nei frutti «quelle utilità che (pur derivando da un'altra cosa) sono suscettibili di soddisfare un bisogno o un interesse distinto dall'interesse che si soddisfa mediante il rapporto con la cosa madre e che implicano, perciò, la distinta e contemporanea realizzazione di entrambi gli interessi». In questa prospettiva, la differenza tra frutti naturali e frutti civili risiederebbe perciò nel tipo di gestione del bene: economica per i frutti naturali e giuridica per i frutti civili (così, M. BARCELLONA, *Frutti (dir. civ.)*, *Enc. Dir.*, XVIII, Milano, 1969, 215). Non mancano posizioni eterogenee, le quali riconoscono la distanza esistente da un punto di vista sia strutturale, sia funzionale tra frutti naturali e civili, contestando altresì la relativa trattazione entro la teoria dei beni. Laddove la disciplina dei primi riguarderebbe un fenomeno di creazione di nuova ricchezza, ove la finalità è anzitutto quella di individuare il suo titolare, i secondi – si osserva – assumono «rilevanza

costruzioni in materia¹⁴, a tutte le tipologie di interessi, in coerenza con il riconoscimento della validità ricostruttiva del principio della naturale fecondità del danaro¹⁵.

Sul valore ordinante attribuibile alla categoria del frutto civile, va detto che il legislatore del 1942 introduce la relativa disciplina nel libro III, sotto il titolo dedicato ai beni, subito dopo avere regolamentato i frutti naturali con il chiaro (ed esclusivo) intento di individuare il momento nel quale il frutto diventa altro dal bene che lo ha prodotto, quale referente oggettivo di situazioni giuridiche autonome rispetto a quella proprietaria, perciò separatamente disponibili. La scelta, comprensibile alla luce del contesto economico che ne ha accompagnato l'entrata in vigore, che si apriva alle prime istanze capitalistiche, è, nell'oggi, soltanto storicamente giustificabile, tenuto conto della profonda distanza che separa il frutto naturale da quello civile: l'uno, che evoca la materialità delle cose e il concetto di appartenenza; l'altro, che evoca semplicemente una situazione creditoria. E lo è, soltanto storicamente giustificabile, pure se si tiene presente lo scopo che ha presieduto alla assimilazione di fenomeni disomogenei all'epoca della riunificazione dei codici: disciplinare la produttività dei beni nella prospettiva della soluzione dei conflitti che potrebbero sorgere nella attribuzione delle rispettive utilità.

Da altro angolo visuale, con riguardo all'inquadramento generale delle differenti fattispecie di interessi, il ricorso alla categoria del frutto civile ha anche contribuito a relegare la disciplina dell'interesse monetario nell'ambito di un microsistema, retto appunto dal principio della naturale fecondità del danaro, sull'assunto della comune natura delle menzionate fattispecie, pur nella consapevolezza delle reciproche

giuridica al fine di risolvere il conflitto di interessi tra il soggetto investito della proprietà del bene e quello legittimato da un titolo contrattuale a sfruttare economicamente [...] il bene medesimo» (O.T. SCOZZAFAVA, *Gli Interessi monetari*, Napoli, 1984, 40 s.).

¹⁴ M. GIORGIANNI, *L'inadempimento. Corso di diritto civile*, Milano 1975, 146 ss.; E. SIMONETTO, *Interessi (diritto civile)*, in *Enc. Giur.*, XVII, Roma 1989, 1 ss.; M. LIBERTINI, *Interessi*, in *Enc. Dir.*, XXII, Milano 1972, 95 ss.; B. INZITARI, *Obbligazioni pecuniarie*, in *Comm. c.c. Scialoja Branca*, Libro quarto delle obbligazioni, Art. 1277-1284, Bologna-Roma 2011, 268 s.

¹⁵ Sul principio della naturale fecondità del danaro e sulle sue origini storiche in particolare T. ASCARELLI, *Obbligazioni pecuniarie*, cit., 588; C.M. MAZZONI, *Frutti civili e interessi di capitali*, Milano, 1986, 34 ss.

diversità funzionali, in quanto tutte costituenti il portato della qualità di capitale della moneta¹⁶. A monte sembra esserci, invero, una male intesa lettura del legame esistente tra interessi monetari e disciplina dell'obbligazione pecuniaria, per ciò che dalle peculiarità del bene moneta deriverebbe sull'inquadramento dei primi.

Non v'è dubbio che alcune previsioni in materia di interessi rendono, quasi plasticamente, l'effetto che si vorrebbe fare discendere dal principio della naturale fecondità del danaro. L'art. 1282 c.c., ma anche l'art. 1224 c.c. a date condizioni, prescrivono la 'maturazione' automatica degli interessi, quasi a concretizzare l'immagine del bene che produce il suo frutto, in questo caso per volontà di legge. La c.d. 'maturazione' automatica degli interessi, tuttavia, risponde a null'altro che non sia una logica di sistema, comprensibile certo alla luce delle peculiarità della moneta, ma in quanto, non già bene produttivo, bensì strumento di pagamento e, dunque, di estinzione di una obbligazione pecuniaria¹⁷.

¹⁶ Le fattispecie di interessi e la loro classificazione sono note. Accanto agli interessi su somme liquide ed esigibili, disciplinati dall'art. 1282 c.c., e agli interessi moratori, dovuti a seguito dell'inadempimento ex 1224 c.c., ci sono gli interessi su somme liquide e inesigibili, previsti dall'art. 1815 c.c. È questa una classificazione generalmente accettata, che, pur distinguendo sul piano funzionale, tende a ricostruire le diverse ipotesi in modo unitario, considerando l'interesse null'altro che il riflesso della natura di capitale della moneta. E perciò, la funzione compensativa dell'interesse di cui all'art. 1282 c.c. troverebbe la relativa giustificazione nella peculiare natura della moneta, della quale non si gode ma si può soltanto disporre, presumendosi pertanto che chi la possiede la utilizzi. Egualmente per la funzione risarcitoria ascritta agli interessi moratori, dovuti a prescindere da qualunque prova di danno, e per quella corrispettiva, attribuita agli interessi su somme liquide e inesigibili: l'espresso riconoscimento normativo della legittimità della pratica del prestito a interessi coincide storicamente con il riconoscimento della natura di capitale della moneta (M. GIORGIANNI, *L'inadempimento*, cit., 146 ss.; E. SIMONETTO, *Interessi (diritto civile)*, cit., 1 ss.; M. LIBERTINI, *Interessi*, cit., 95 ss.). In prospettiva opposta, seppur con approcci differenti, distinguono nettamente tra interessi corrispettivi, da un lato, e interessi moratori e compensativi, dall'altro, riservando soltanto ai primi, gli unici ad assolvere una funzione corrispettiva, la qualità di frutti civili, O. T. SCOZZAFAVA, *Gli interessi monetari*, cit., 71 ss., 115 ss. e 136 ss.; G. MARINETTI, *Interessi (diritto civile)*, cit., 858 ss.).

¹⁷ Il distacco del concetto normativo di moneta dal suo substrato fisico è evidente nelle costruzioni che rinunciano a equiparare l'obbligazione pecuniaria alle obbligazioni di genere: così B. INZITARI, *La moneta*, in *Tratt. dir. comm.* Galgano, VI, Padova, 1986, 40 ss. e 24 ss.; ID., *Obbligazioni pecuniarie*, in *Comm. c.c. Scialoja*

Guardando nelle pieghe della disciplina è subito riscontrabile il seguente dato: gli interessi hanno sempre fonte legale, pure nel mutuo, in quanto dovuti a prescindere da una espressa pattuizione¹⁸. È questo un risultato cui si è giunti con l'unificazione dei codici ottocenteschi, la quale ha riportato al codice civile alcune ipotesi di interessi prima limitate ai soli crediti commerciali; risultato, che ben esprime una scelta di sistema in assenza di pattuizioni sull'entità del tasso da parte dei contraenti: porre a carico del debitore il rischio della perdita di valore occorsa nella finestra temporale che va dalla scadenza

Branca, Bologna-Roma, 2011; M. SEMERARO, *Pagamento e forme di circolazione della moneta*, Napoli, 2008, *passim*; P. FERRO-LUZZI, *Il tempo nel diritto degli affari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2000, 3, 404 ss.; ID., *Lezioni di diritto bancario*, I, Torino, 2004, 255 s.; L. FARENGA, *La moneta bancaria*, Torino, 1997, 49 ss.; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *L'interposizione della banca nell'adempimento dell'obbligazione pecuniaria*, Milano, 1997, 47 ss. e 179 ss.; S. MARTUCCELLI, *Obbligazioni pecuniarie e pagamento virtuale*, Milano, 1998, 39 s. Sull'equiparazione dell'obbligazione pecuniaria all'obbligazione di dare cose generiche, per tutti, T. ASCARELLI, *Obbligazioni pecuniarie*, in *Comm. c.c. Scialoja Branca*, Bologna-Roma, 1957.

¹⁸ L'art. 1815 c.c., nell'introdurre la presunzione di onerosità del mutuo, svolge un ruolo di primaria importanza esattamente sul piano della sistemazione delle differenti categorie di interessi. Gli è infatti che con la sua introduzione viene superato il rilievo dato in passato alla differenza tra interessi di fonte legale e interessi di fonte convenzionale. È dunque vero che alla scadenza dell'obbligazione principale, a prescindere dalla natura dell'operazione posta in essere dai contraenti, gli interessi sono sempre dovuti, quantomeno al tasso legale. Tanto, tuttavia, non basta a predicarne la radice comune. Prima della unificazione dei codici, fonte e titolo dell'obbligazione di interessi non erano indifferenti ai fini della selezione della disciplina applicabile. Gli interessi di fonte legale potevano avere a oggetto soltanto una somma di danaro e maturare su una somma di danaro. Gli interessi di fonte convenzionale, invece, avrebbero potuto avere a oggetto anche beni diversi dal danaro e non necessariamente l'oggetto della prestazione principale e l'oggetto della prestazione di interessi avrebbero dovuto caratterizzarsi per omogeneità [G. PIOLA, *Interessi (diritto civile)*, cit., 50 ss.; A. VITA, *Interessi (diritto civile)*, cit., 49 ss.]. Rispetto ai primi, la dottrina dell'epoca discorreva di funzione compensativa (G.C. MESSA, *Teoria generale degli interessi*, Milano 1907, 48 ss.): una sorta di prestazione fondata su ragioni di equità per compensare il creditore della mancata disponibilità del danaro. I secondi – che erano soltanto gli interessi nel mutuo – rivestivano una chiara funzione corrispettiva. L'unificazione dei codici azzerò la differenza tipologica per fonti e introduce un diverso criterio che parimenti permette una classificazione degli interessi e, al contempo, la valorizzazione dei relativi profili funzionali: ossia, la presenza di una previsione contrattuale sulla relativa misura. In argomento, diffusamente, M. SEMERARO, *Interessi monetari. Utilitas temporis e scelte di sistema*, Napoli 2013.

dell'obbligazione pecuniaria fino al suo pagamento, come contraltare dell'effetto inverso che, con riferimento alla distribuzione tra debitore e creditore del medesimo rischio, produce il principio nominalistico¹⁹.

Non è dunque il principio della naturale fecondità del danaro a caratterizzare lo statuto dell'obbligazione pecuniaria. Parte dello statuto normativo di questa specie di obbligazione è bensì espressivo di un preciso bilanciamento di interessi, comprensibile in ragione delle funzioni di misuratore dei valori e di strumento di pagamento che sono proprie della moneta²⁰, l'esito del quale bilanciamento è coerente con i valori sottesi alla codificazione del 1942. Nella architettura del codice, l'impresa prende il posto prima riservato alla proprietà e, sul piano del regime di circolazione dei beni, le regole vengono dirette alla tutela dell'acquisto, consacrando la supremazia del valore di scambio sul valore d'uso²¹. Un disegno armonico e in sé stesso anche completo, temperato dall'angolo visuale macroeconomico dal ruolo riconosciuto allo Stato in economia, sino al mutamento di paradigma registratosi con l'avvento della disciplina comunitaria²².

Ricondurre a questo schema logico tutte le categorie di interessi facendo della corrispondente obbligazione il veicolo sempre e comunque di una scelta di sistema attuativa di un bilanciamento dato tra debitore e creditore – come d'altronde sembra fare, sebbene con significati normativi diversi, chi si appella al principio della naturale

¹⁹ Ovviamente differente è la funzione del tasso legale di cui all'art. 1284, comma 4, c.c. Qui alla scadenza dell'obbligazione, quale ulteriore condizione ai fini della esigibilità degli interessi, si affianca la proposizione della domanda giudiziale; quest'ultima, assieme all'entità del tasso stabilita per legge, dimostra che la funzione è sanzionatoria: in argomento, per tutti, v. S. PAGLIANTINI, *Spigolature su di un idolum fori: la c.d. usura legale del nuova art. 1284*, in G. D'AMICO (a cura di), *Gli interessi usurari. Quattro voci su un tema controverso*, Torino, 2017, 49 ss.

²⁰ Su queste due funzioni, v. le pagine classiche, pur nella diversità di esiti sul piano della ricostruzione di ciò che è moneta *sub specie iuris*, di: G. SCADUTO, *I debiti pecuniari e il deprezzamento monetario*, Milano, 1924, 4 ss.; G. STAMMATI, *Moneta*, in *Enc. dir.*, XXVI, Milano, 1976, 747; F. CARBONETTI, *Moneta*, in *Diritto monetario*, in *Diritto monetario*, a cura di Irti e Giacobbe, V, Milano, 1987, 377 ss.; B. INZITARI, *La moneta*, cit., 3 ss.; ID., *Le funzioni giuridiche del danaro nella società contemporanea*, in *Riv. dir. civ.*, 1982, I, 694 ss.; E. QUADRI, *Le obbligazioni pecuniarie*, in *Tratt. Rescigno*, IX, 1, Torino, 1984, 435 ss.; N. DISTASO, *Somma di danaro (debito di)*, in *Novissimo Dig.*, XVII, Torino, 19805, 867 ss.

²¹ A. SCHIAVONE, *Negozi giuridico (dir. rom.)*, in *Enc. Dir.*, XXVII, 516 ss.

²² R. DI RAIMO, *Autonomia e dinamiche del consenso*, Napoli, 2003.

fecondità del danaro – obnubila il rilievo che invece ha, e che non potrebbe non avere, l'intervento della autonomia privata ove il titolo dell'obbligazione di interessi sia il contratto. Quando i contraenti pattuiscono il tasso, la corrispondente obbligazione è attratta all'area della disciplina delle obbligazioni e dei contratti, rappresentando l'interesse, in queste ipotesi, soltanto una modalità di determinazione della prestazione. La pattuizione sul tasso veicola l'interesse sostanziale che connota funzionalmente l'obbligazione, rendendo perciò possibile distinguere, in ragione della funzione assoluta, le differenti categorie di interessi: da un lato, i moratori; dall'altro, i corrispettivi nel mutuo.

Esito costruttivo in punto di sistemazione delle diverse tipologie di interessi è il superamento della teoria tradizionale (e maggioritaria), che individua nella natura di capitale il comune denominatore delle varie fattispecie di interessi²³; il risultato, in termini di disciplina applicabile, è l'abbandono del criterio guida dell'indistinta riferibilità a queste fattispecie delle regole che hanno quale loro presupposto di applicazione la preesistenza di una obbligazione di interessi. Quando interviene l'autonomia negoziale, ciascuna obbligazione di interessi si connota funzionalmente in ragione di quanto muove i contraenti alla contrattazione, con la conseguenza che, ai fini della selezione delle regole a essa riferibili, diventa necessario guardare al titolo che la giustifica²⁴.

È vero che nessuno ha mai messo in dubbio che l'interesse nel mutuo assolva una funzione corrispettiva, salvo reputarla ricorrente anche nel caso in cui l'interesse sia dovuto al tasso legale. È vero anche, però, che individuare nell'interesse corrispettivo, alle condizioni indicate, soltanto una tecnica di determinazione di una prestazione significa ricondurre questo interesse al suo naturale contesto di disciplina: la disciplina delle obbligazioni e dei contratti, selezionabile sulla base del titolo che giustifica l'attribuzione.

²³ Tra gli altri, M. GIORGIANNI, *L'inadempimento*, cit., 146 ss.; E. SIMONETTO, *Interessi (diritto civile)*, cit., 1 ss.; M. LIBERTINI, *Interessi*, cit., 95 ss.

²⁴ M. SEMERARO, *Interessi monetari*, cit., 118 ss.

3. Il ruolo degli artt. 821, comma 3, 1284 e 1193 c.c. nelle prevalenti costruzioni teoriche in tema di ammortamento alla francese. Ammortamento alla francese ed esigibilità del credito di capitale.

La prima tra le prospettive ricostruttive evocate guarda dunque alla prassi bancaria di adozione dei piani di ammortamento c.d. alla francese alla luce della disciplina della maturazione dell'interesse e della imputazione del debito, per come tradizionalmente interpretata. Norme cardine, sulle quali poggiano le soluzioni accolte sono quelle contenute negli artt. 821, comma 3, 1282, 1193, comma 1, e 1195 c.c. L'art. 821, comma 3, c.c., nel disporre che i frutti civili «si acquistano giorno per giorno, in ragione della durata del diritto»²⁵, presupporrebbe la distinzione, non soltanto concettuale ma anche cronologica, tra maturazione ed esigibilità del debito di interessi, la quale ultima sarebbe legata alla esigibilità del debito di capitale²⁶. Da ciò si inferisce che la regola di imputazione del debito di interessi contenuta nel piano di ammortamento c.d. alla francese sarebbe diversa da quella presupposta dall'art. 821, comma 2, c.c., come pure dagli artt. 1282 e 1194 c.c., i quali parimenti contemplerebbero l'ipotesi della contestuale esigibilità del debito di capitali e di interessi, ponendosi di conseguenza in contrasto, questa regola di imputazione di fonte negoziale, con la previsione dell'art. 1193, comma 1, c.c., la quale, fuorigioco le menzionate disposizioni, resterebbe l'unica applicabile²⁷. Ci sarebbe poi anche la previsione dell'art. 1195 c.c. secondo cui «chi, avendo più debiti, accetta una quietanza nella quale il creditore ha dichiarato di imputare il pagamento a uno di essi, non può pretendere un'imputazione diversa, se non vi è stato dolo o sorpresa da parte del creditore». Sulla base di questa disposizione, si conclude che al cliente della banca potrebbe anche attribuirsi la facoltà di impugnare il piano, considerato l'effetto sorpresa che esso produce in ragione della adozione di una

²⁵ Cfr., sull'art. 1282 c.c., F. QUARTA, *Trasparenza e determinatezza dell'oggetto nei contratti di finanziamento*, cit., 327; V. FARINA, *Piano di ammortamento alla francese: liceità, meritevolezza e trasparenza della relativa clausola*, cit., 154 s.

²⁶ Così A.A. DOLMETTA, *A margine dell'ammortamento «alla francese»: gravosità del meccanismo e sua difficile intelligenza*, cit., 641 ss.

²⁷ V. FARINA, *Piano di ammortamento alla francese: liceità, meritevolezza e trasparenza della relativa clausola*, cit., 154 s.

regola di imputazione differente da quella che presuppone l'esigibilità del debito di capitali e a lui ignota²⁸.

Al riguardo, va anzitutto detto che la rimodulazione delle categorie di interessi poc'anzi delineata incide anzitutto sulla individuazione della portata dell'art. 821, comma 3, c.c. Spezzato il legame tra interesse monetario e principio della naturale fecondità del danaro, questa disposizione, unitamente a quella contenuta nell'art. 820 c.c., riprende i contorni suoi propri: di norma volta a stabilire le modalità di acquisto degli interessi monetari, con specifico riguardo al loro conteggio rispetto al tempo. Quest'ultimo è uno dei fattori determinanti ai fini della identificazione della prestazione di interessi: in assenza di specifica pattuizione contraria, il giorno viene adottato come unità di misura temporale rilevante ai fini della individuazione della spettanza del creditore, in relazione alla durata del prestito. Al suo ambito applicativo è dunque estraneo il concetto di esigibilità del credito di interessi, come pure il relativo collegamento con l'esigibilità del capitale²⁹. Tanto più che la regola è posta con riferimento agli interessi corrispettivi su somme liquide e inesigibili. Una volta attratto l'interesse nel mutuo bancario alla disciplina delle obbligazioni e dei contratti, il profilo della relativa esigibilità, ove mai fosse assente un accordo tra le parti, ha il suo referente normativo nell'art. 1284 c.c., che

²⁸ L'intuizione è di A.A. DOLMETTA, *A margine dell'ammortamento «alla francese»*, cit., 641 ss. Ispirata al principio del *favor debitoris*, la norma stabilisce che anche ove accetti la scelta dell'imputazione fatta dal creditore, il debitore può comunque chiedere una imputazione diversa qualora la precedente sia stata il frutto di dolo della controparte o abbia prodotto una sorta di effetto sorpresa. Il richiamo a questa disposizione, pur mantenendo l'attenzione al piano dell'imputazione del debito, aiuta a mettere a fuoco il reale profilo di criticità nell'utilizzo della tecnica di ammortamento alla francese, che sta nella condotta di chi lo propone. Ricorrendo all'ammortamento alla francese, infatti, la banca decide unilateralmente di imputare la maggior parte delle rate iniziali agli interessi, determinando così un aumento del costo del finanziamento, considerato che il meccanismo di restituzione definito dal piano implica che il finanziato goda di più capitale per più tempo rispetto a quanto invece accadrebbe con l'adozione di un piano che abbassa il capitale in modo proporzionale. Detta modalità, assieme alla tecnica di capitalizzazione (eventualmente composta) dell'interesse prescelta, presupposta dalla formula matematica utilizzata per definire le rate, determina, come si vedrà, il maggior esborso per il cliente: in argomento *infra*, §§ successivi.

²⁹ In questo senso anche T. DI MARCELLO, *Il mutuo con ammortamento «alla francese» tra norme attuali e prospettive future*, cit., 38 ss.

fissa la scadenza del credito di interessi in ragione d'anno³⁰. È questa una regola dispositiva, che trova peraltro puntuale deroga nei contratti di finanziamento bancari, rispetto ai quali i termini di scadenza sono individuati dai contraenti.

Tanto considerato, non pare davvero rintracciabile nel sistema una regola generale, pure di carattere dispositivo, in virtù della quale l'esigibilità del debito di interessi presupponga l'esigibilità del debito di capitale. Detta regola non può trarsi, come detto, dall'art. 821, comma 3, c.c.. E, neppure, dall'art. 1282 c.c. La prima considerazione da fare è che la menzionata disposizione disciplina una categoria di interessi ben distinta dagli interessi nel mutuo. Si tratta dei c.dd. interessi compensativi, dovuti *ex lege*, alla scadenza del debito

³⁰ Invero, anche su questo punto non c'è accordo in dottrina. Alcune costruzioni ricavano dall'art. 821, comma 3, c.c., la facoltà del creditore di pretendere il pagamento degli interessi in qualunque momento dell'esecuzione del rapporto, facendo così coincidere maturazione ed esigibilità (sotto la vigenza del vecchio codice G.C. MESSA, *L'obbligazione degli interessi e le sue fonti*, Milano, 1911, 217 s. Di recente, proprio sul tema dell'ammortamento alla francese R. NATOLI, *L'ammortamento "alla francese": una questione di trasparenza*, cit., 202 ss.) Altre costruzioni invece, riconoscendo che tale soluzione creerebbe non pochi problemi pratici, distinguono i concetti di maturazione e di esigibilità, facendo leva sull'art. 1284 c.c. che, in tale prospettiva, introdurrebbe un termine di scadenza dell'obbligazione di interessi annuale (Cosi', E. SIMONETTO, *Contratti di credito*, Padova, 1994, 261 ss.; M. FRAGALI, *Del mutuo*, in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1966, 356 s.).

Al più il percorso argomentativo sulla portata dell'art. 821 c.c. e sul suo significato con riferimento alla possibile coincidenza tra maturazione ed esigibilità del credito di interessi può prendere una strada differente da quella rappresentata nel testo e, perciò, arrivare a soluzioni altre se oggetto della maturazione sono gli interessi legali. In assenza di un accordo dei contraenti, considerata altresì la funzione specifica di questa categoria di interessi, sarebbe coerente con la *ratio* che ispira la disciplina dell'obbligazione pecuniaria riconoscere la coincidenza tra maturazione ed esigibilità del credito. Con questi presupposti concettuali, condivisibile è la prospettiva di M. LIBERTINI, *Interessi*, cit., 124, nota 129. Vale nondimeno ribadire che il problema teorico della coincidenza tra maturazione degli interessi ed esigibilità dell'obbligazione che li ha a oggetto si colloca su di un piano diverso rispetto a quello sul quale si muove la dottrina che oppone alla meritevolezza dei piani di ammortamento alla francese la circostanza che per il loro tramite si renderebbero esigibili interessi su capitale non ancora esigibile. Le due prospettive ricostruttive evocate, oltretutto, assumono rilevanza in concreto soltanto qualora i contraenti non abbiano pattuito un termine di scadenza dell'obbligazione: così, sostanzialmente, R. NATOLI, *o.l.u.c.*

pecuniario³¹. Ove questo interesse sia calcolato al tasso legale, la relativa funzione è di coprire la perdita di valore della prestazione pecuniaria (presunta dal sistema) imputabile al decorso del tempo. Ove invece la parti ne abbiano pattuito l'entità, la sua funzione diventa rintracciabile alla luce del regolamento contrattuale. In tale ultima evenienza, l'interesse assolverà con ogni probabilità funzione risarcitoria, vista tra l'altro la parziale coincidenza di ambito applicativo tra lo stesso art. 1282 e l'art. 1224 c.c. In entrambe le ipotesi l'esigibilità del debito di interessi resta elemento costitutivo della fattispecie. Ciò nel senso che è una scelta normativa collegare alla scadenza del debito di capitale la costituzione dell'obbligazione di interessi.

Per inciso, va pure specificato che quanto osservato sulla portata dell'art. 1282 c.c. vale per chi, in senso contrario, voglia fondare la legittimità dell'ammortamento alla francese su questa stessa disposizione, nella parte in cui stabilisce che i crediti liquidi ed esigibili di somme di denaro producono interessi di pieno diritto, «salvo che la legge o il titolo stabiliscano diversamente»³². Di là dalla circostanza che un tale approccio interpretativo riporterebbe in auge la convinzione della esistenza di una regola generale che richiede la contemporanea esigibilità del debito di capitale e di interessi, a prevalere sono le considerazioni fatte in precedenza: per un verso, l'art. 1282 c.c. disciplina una categoria di interessi ben distinta da quelli su somme liquide e inesigibili³³; per altro verso, la deroga recata dalla menzionata disposizione pare riferibile più alla automatica debenza degli interessi che non al requisito della esigibilità del debito di capitale.

Da ultimo, nessun rilievo nella stessa direzione sembra assumere l'art. 1194 c.c.³⁴ Questa disposizione, che stabilisce che «il debitore non può imputare il pagamento al capitale, piuttosto che agli interessi e alle spese, senza il consenso del creditore» e che «il pagamento fatto in

³¹ Sui quali, anche con riferimento al relativo rapporto con gli interessi moratori, sebbene in prospettiva diversa da quella del testo, B. INZITARI, *Interessi. Legali, corrispettivi, usurari, moratori, anatocistici*, cit., 11 ss.

³² In questo senso invece, tra le altre, ABF, Coll. Torino, 28 marzo 2022, n. 5149; ABF, Coll. Milano, 28 aprile 2022, n. 6650.

³³ Così anche A.A. DOLMETTA, *A margine dell'ammortamento «alla francese»*, cit., 641 ss.

³⁴ Diversamente parte della giurisprudenza: per tutti Trib. Roma, 01.06. 2023, n. 8747, in *dejure*.

conto di capitale e d'interessi deve essere imputato prima agli interessi», contiene una norma espressiva di un chiaro *favor creditoris*, legata a doppio filo proprio alla regola della c.d. maturazione automatica degli interessi di cui all'art. 1282 c.c. La fattispecie in essa disciplinata consiste infatti nell'imputazione del pagamento a un debito scaduto, produttivo, giusta il disposto dell'art. 1282 c.c., di interessi. Alla detta scadenza, il debitore non può, in autonomia, decidere di estinguere il debito di capitali e non anche quello di interessi, ch  altrimenti non sarebbe pi  remunerato il ritardo, tenuto conto che gli interessi non possono produrre altri interessi.   perci  chiaro che l'articolo pone una norma che ha come suo presupposto di applicazione esattamente l'esigibilit  del debito di capitale. Se il debito in questione non fosse scaduto, non si porrebbe il problema del pagamento degli interessi e della relativa imputazione.

Sotto traccia alle argomentazioni tradizionali sembra esserci l'idea che con l'ammortamento alla francese si realizzi una esazione anticipata del debito di interessi rispetto al decorrere del tempo – nel senso che il debitore pagherebbe per la disponibilit  ottenuta in ragione di un dato tempo non ancora trascorso. L'idea si fa strada soprattutto per le ipotesi in cui nella formazione del piano venga utilizzata la tecnica della capitalizzazione composta, la quale determina un aumento del costo del finanziamento rispetto a quello che si avrebbe nel caso in cui a essere utilizzata fosse una tecnica di capitalizzazione semplice³⁵.

Osservando il funzionamento del piano di ammortamento risulta evidente che le rate si compongono di una quota di capitale crescente e di una quota interessi decrescente e che «a mano a mano che il capitale viene restituito, l'ammontare degli interessi diminuisce e la quota di capitale aumenta». Il debitore, con il pagamento di ciascuna singola rata, paga gli interessi sul capitale residuo esclusivamente in ragione del tempo decorso dal pagamento della rata precedente.   dunque da escludere che si realizzi un pagamento anticipato nel senso in ultimo evocato. Da questo angolo visuale anzi, il piano di ammortamento   forse persino coerente con quanto previsto dall'art. 821 c.c., che, come detto, si limita a porre una regola di acquisto dell'interesse monetario

³⁵ N. DE LUCA, *Mutuo alla francese: anatocismo, indeterminatezza od altro. Di sicuro, c'  qualcosa che non va*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, 233 ss.

alla sfera giuridica del creditore; regola la quale individua nel tempo trascorso il parametro di determinazione della prestazione³⁶.

Rispetto a quanto detto, il ricorso alla capitalizzazione composta non sposta nulla.

Senza dubbio, tale modalità di calcolo dell'interesse determina un aumento del peso economico del finanziamento sul debitore. Di là da ciò che sul piano delle regole matematiche possa significare la formula della capitalizzazione composta, nella prospettiva della sua qualificazione giuridica, una volta escluso che il relativo utilizzo dia luogo a una ipotesi di anatocismo³⁷, ciò che rileva è che essa concorre

³⁶ Parimenti non sembra che l'ammortamento alla francese contrasti con la logica del sistema, per come essa è desumibile dall'art. 1185 c.c. Quest'ultima norma rende evidente la rilevanza del rischio assunto dai contraenti in relazione al tempo dell'adempimento nella disciplina dell'obbligazione. Di questo rischio si presume che le parti abbiano tenuto conto nella determinazione delle prestazioni; perciò, in ipotesi di pagamento anticipato non dovuto, chi ha eseguito la prestazione ha diritto al c.d. *interusurium*. Nel caso di pagamento rateale secondo le scadenze stabilite dal piano di ammortamento alla francese non c'è alcun pagamento anticipato, poiché il debitore paga la rata alla scadenza stabilita dal contratto e poiché quella rata ingloba soltanto gli interessi calcolati sul capitale residuo di cui si è effettivamente goduto fino a quel momento.

³⁷ Sulla contrarietà delle regole di formazione del piano al divieto di anatocismo la stessa giurisprudenza è stata sempre abbastanza concorde nel ripetere che nessuna forma di anatocismo si annida in tale tecnica di ammortamento, consistendo quest'ultima nel calcolo degli interessi sul debito residuo (Trib. Imperia, 6 ottobre 2023, n. 634; App. Alessandria, 10 maggio 2023, n. 405; Trib. Roma, 27 gennaio 2023, n. 3228; App. Perugia, 15 gennaio 2021, n. 33; Trib. Milano, 26 febbraio 2020, n. 1785, tutte in *dejure*). Sembra che l'accostamento della capitalizzazione composta all'anatocismo rischi di equivocare i termini del problema (su questo accostamento, con diversità di vedute D. TOMBESI, *Piano di ammortamento alla francese. Anatocismo o regime composto*, cit., 3 ss.; G.B. BARILLÀ e F. NARDINI, *Legittimità dell'ammortamento alla francese e lo «spettro» dell'anatocismo. Un po' di chiarezza tra matematica e diritto*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, cit., 679; A.A. DOLMETTA, *A margine dell'ammortamento «alla francese»*, cit., 641 ss. e R. NATOLI, *L'ammortamento «alla francese»: istruzioni per l'uso*, cit., 293 ss.; N. DE LUCA, *Mutuo alla francese: anatocismo, indeterminatezza od altro. Di sicuro c'è qualcosa che non va*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2021, II, 222 ss.; V. FARINA, *Interessi, finanziamento e piano di ammortamento alla francese: un rapporto problematico*, cit., 445; G. COLANGELO, *Interesse semplice, interesse composto e ammortamento francese*, cit., c. 469). La regola dettata dall'art. 1283 c.c. presuppone un debito di interessi scaduto, sul quale si vanno a calcolare interessi ulteriori. La norma pone in definitiva un limite all'ambito applicativo della prescrizione precedente (art. 1282

c.c.), escludendo che la regola della maturazione automatica dell'interesse possa valere anche per il debito di interessi scaduto, che è pur sempre un debito pecuniario. Nel piano di ammortamento alla francese non c'è calcolo di interessi su di un debito scaduto. La maggiorazione del dovuto a titolo di interessi cui dà luogo il suo impiego è l'effetto dell'applicazione della formula utilizzata per la determinazione delle rate costanti, che adotta assai spesso il regime finanziario della capitalizzazione composta. Perciò non sembra rientrare nell'ambito applicativo dell'art. 1283 c.c. Né pare peraltro che si possa ricavare dallo stesso art. 1283 c.c. una regola di sistema (cfr., al riguardo, A.A. DOLMETTA, *Ammortamento alla francese e prescrizione di « forma-contenuto » ex art. 117, comma 4°, t.u.b.*, cit., nota 8). E ciò non perché la disposizione contenuta nel menzionato articolo debba considerarsi eccezionale (tenuto conto, tra l'altro, che anche le regole eccezionali costituiscono a loro volta modalità di attuazione di principi generali, non rappresentando perciò altrettante deviazioni dal sistema). Il tema è assai delicato e richiama alla mente i dubbi manifestati sulla stessa opportunità di continuare a considerare il divieto di anatocismo alla stregua di una norma imperativa nonostante le intervenute modifiche alla disciplina antiusura, che fissano un limite oggettivo al costo dei finanziamenti (O.T. SCOZZAFAVA, *Anatocismo ed autonomia privata*, in *Studi in onore di P. Schlesinger*, V, Milano, 2004, 3450 s.). È pure vero però che questo divieto ha un ambito applicativo più ampio rispetto al divieto di usura, pur trovando esattamente nel pericolo di usura una delle sue ragioni di giustificazione. Volendo perciò mantenere intatto il piano di rilevanza di questa previsione quale norma imperativa attuativa del principio di tutela del debitore, va pure considerato che la *ratio* a essa sottesa dovrebbe consistere esattamente nell'impedire un aumento esponenziale e incontrollato di un debito scaduto, il quale debito, ove mancasse il divieto in questione, sarebbe soggetto a ripetuti aumenti, pure se pattuiti, in ragione del perdurante ritardo del debitore nell'adempimento dell'obbligazione d'interessi, aprendo così al pericolo di usura. Il meccanismo dell'anatocismo integra surrettiziamente o la prestazione principale cui il debitore è tenuto a titolo di corrispettivo, o la prestazione risarcitoria, a secondo della tipologia di interessi previsti in contratto. Il disfavore dell'ordinamento, almeno pare, non deriva perciò soltanto dall'aggravio della prestazione. Anche perché l'aggravio giuridicamente rilevante che si traduce in un maggiore peso economico è soltanto quello che sfocia nell'usura. Ciò che con il divieto di anatocismo si vuole evitare è che il debitore sia indotto ad accettare condizioni inique – peraltro perfettamente lecite ove questo divieto non sussistesse – che potrebbero sfociare nell'usura, nella convinzione di potere onorare il debito. Non pare altrettanto agevole prospettare un divieto di capitalizzazione composta autonomo dal divieto di usura e che abbia come *ratio* esattamente il pericolo di usura. Ciò in quanto la capitalizzazione composta, che certo determina l'aumento del tasso effettivo rispetto a quello nominale, impatta, a monte, direttamente sulla quantificazione della controprestazione. Il maggior peso economico che da essa discende, apprezzabile soltanto se posto a confronto con quello che deriverebbe dal ricorso a una diversa modalità di capitalizzazione, diventa un aggravio giuridicamente rilevante soltanto nei limiti in cui si traduca nella adozione di un tasso usurario.

alla individuazione del *quantum debeatur* a titolo di interessi. In senso giuridico, pertanto, anche il ricorso alla capitalizzazione composta, come è per la capitalizzazione semplice, inerisce alla fase di determinazione della prestazione corrispettiva, che è data dall'interesse dovuto in cambio del finanziamento ricevuto. Sdoganato l'interesse nel mutuo bancario dal principio della naturale fecondità del danaro e dai corollari che discendono dal suo riconoscimento, può reputarsi che i contraenti siano in definitiva liberi di determinare il contenuto economico del contratto, salvi i divieti posti da norme imperative. L'unico limite resta rappresentato perciò dalla disciplina antiusura. Ricondata al piano delle modalità di quantificazione della prestazione dovuta, va dunque escluso che il ricorso alla capitalizzazione composta interferisca con le modalità di imputazione del debito presupposte dall'ordinamento, dando luogo a una esazione anticipata e non ammessa degli interessi rispetto al debito di capitale (e, soprattutto, rispetto al tempo di utilizzo della somma realmente trascorso).

4. *Ammortamento alla francese e trasparenza bancaria. Il diverso ruolo dell'informazione nella disciplina del TUB.*

Escluso che la tecnica dell'ammortamento alla francese ponga problemi sotto il profilo della imputazione delle somme di danaro dovute dal cliente alla banca, maggior rilievo assume la seconda prospettiva di indagine, che si concentra sulla legittimità dei piani alla luce della disciplina sulla trasparenza bancaria. È questa anche la prospettiva di una parte della giurisprudenza³⁸, di recente impostasi al dibattito in seguito al rinvio della questione alle Sezioni unite³⁹. L'ordinanza di rimessione, riassumendo i termini generali dell'inquadramento teorico dei fatti per come rappresentati nelle pronunce di merito che hanno toccato il tema, domanda in via diretta se la mancata indicazione della modalità di ammortamento, da un lato, e del ricorso alla capitalizzazione composta per comporre il montante, dall'altro, possa comportare una sostanziale indeterminatezza

³⁸ App. Roma, 26 ottobre 2022, n. 6715; App. Bari, 7 maggio 2021, n. 866. In senso contrario Trib. Vicenza, 8 giugno 2022, n. 998; App. Brescia, 17 marzo 2023, n. 460: tutte in *dejure*.

³⁹ Cass., 7 settembre 2023, n. 26141, cit., 645.

dell'oggetto del contratto e, al contempo, contrastare con gli obblighi di trasparenza imposti agli intermediari *ex art. 117 TUB*⁴⁰.

L'opzione ricostruttiva va senza dubbio al cuore del problema, ponendo l'accento sull'interesse sostanziale del cliente a essere informato e a comprendere le conseguenze economiche derivanti dal ricorso alla tecnica di ammortamento alla francese. Occorre nondimeno sottolineare che l'accostamento del vizio della indeterminatezza o indeterminabilità dell'oggetto alla violazione delle regole di trasparenza rischia di portare fuori strada, mettendo in secondo piano alcune delle ragioni teoriche che possono militare in favore della riconduzione della fattispecie al TUB e, in particolare, ad alcune specifiche norme in esso contenute. Su questo piano diventa determinante infatti avere ben presente il quadro complessivo espresso dal sintagma trasparenza bancaria, con particolare riferimento alla diversità di *ratio* delle norme con esso sintetizzate e agli obiettivi di tutela perseguiti⁴¹.

D'altro canto, indeterminatezza o indeterminabilità e violazione degli obblighi di trasparenza non sono vizi che viaggiano allineati, divergendo *ratio* e piano di incidenza delle prescrizioni normative coinvolte: in un caso il piano è quello dei requisiti strutturali dell'atto; nell'altro è in prevalenza quello delle condotte. L'ambito applicativo della disciplina sulla trasparenza bancaria risulta assai più ampio rispetto a quello dell'art. 1346 c.c., in quanto disciplina data da un insieme di disposizioni dirette a realizzare finalità differenti sul piano degli interessi generali tutelati, volte ad assicurare, ben oltre la determinabilità dell'oggetto del contratto classicamente intesa per i fini fatti propri da una codificazione di ispirazione liberale, nell'accezione riconducibile alle teorie economiche classiche, nella costruzione dei concetti di parte e di contratto⁴², una particolare consapevolezza del

⁴⁰ Trib. Salerno, 19 luglio 2023, cit., 2786.

⁴¹ Sulla portata degli obblighi informativi nei mercati regolati, per tutti v. F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Torino, 2011; A.A. DOLMETTA, *Trasparenza dei prodotti bancari. Regole*, Bologna 2013; G. MUCCIARONE, *La trasparenza bancaria*, in *Trattato Roppo*, V, *Mercati regolati*, Milano, 2014. Sulla trasparenza alla luce delle più recenti evoluzioni normative A.M. PANCALLO, *La Trasparenza bancaria nella transizione ad un mercato sostenibile*, Cacucci, Bari, 2022

⁴² Ampliamente al riguardo R. DI RAIMO, *Autonomia privata e dinamiche del consenso*, Napoli, 2003. Sulla stessa linea, ma guardando al ruolo assolto dalla

cliente in ordine alla portata delle condizioni economiche del contratto e dei rischi, nell'ottica anche del corretto funzionamento del mercato, secondo l'insegnamento delle teorie economiche neoclassiche⁴³. Ciò, considerato che il mercato bancario è un mercato regolato.

Lungo questa direttrice si può osservare che il ricorso all'ammortamento alla francese non rende l'oggetto della pattuizione indeterminato le volte in cui al contratto venga allegato il piano. Ciò laddove si intenda per piano allegato ovviamente il piano che entra di pieno diritto nel contratto⁴⁴. Il piano, infatti, individua con precisione le somme dovute a titolo di capitale e di interessi. Ragion per cui, anche qualora non fossero menzionate in contratto la tecnica di ammortamento e la modalità di capitalizzazione non sembra si possa discorrere di indeterminatezza dell'oggetto agli effetti dell'art. 1346 c.c. Parimenti pare che non si possa ove il piano manchi, ma sia chiaramente indicato in contratto, accanto al TAN, anche il TAE, ossia il tasso effettivo annuo (o equivalente).

A quest'ultimo proposito, noto è l'insegnamento dei matematici finanziari in virtù del quale il TAE non divergerebbe dal TAN: atteso che il TAN individua il tasso di interesse annuo, il TAE esprimerebbe il medesimo tasso, ma infra annuale, in ragione del numero di rate da pagare nell'anno. Se questo è vero per il matematico, non così può essere per il giurista, poiché per il giurista il TAN e il TAE individuano

disciplina del rapporto contrattuale nella prospettiva della regolazione del mercato F. DENOZZA, *Aggregazioni arbitrarie v. "tipi" protetti: la nozione di benessere del consumatore decostruita*, in *Giur. Comm.*, 2009, 1057 ss.; ID., *La frammentazione del soggetto nel pensiero giuridico tardo liberale*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, 13 ss.; ID., *Mercato, razionalità degli agenti e disciplina dei contratti*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2012, 1 ss.

⁴³ Si è già detto che con riguardo alla trasparenza, come insieme di regole dirette a consentire al cliente di comprendere i rischi economici insiti nella contrattazione, un ruolo determinante ha svolto la giurisprudenza della Corte di Giustizia: tra le altre, Corte Giust. 3 aprile 2014, C-26/13 *Kasler contro OTP Jelzálogbank Zrt*; Corte Giust. 3 dicembre 2015, C-312/14 *Banif Plus Bank Zrt. contro Lantos*; Corte Giust. 20 settembre 2017, C-186/16 *Ru. Pa. An. e altri contro Banca Româneasca SA*, tutte in *curia.europa.eu*.

⁴⁴ Come giustamente rimarcato da A.A. DOLMETTA, *Ammortamento alla francese e prescrizione di «forma-contenuto»*, cit., 2023, 648 ss. Va anche ricordato però che per la giurisprudenza europea gli intermediari non sono obbligati ad allegare il piano di ammortamento: Corte Giust., 9 novembre 2016, C-42/15, *Home Credit Slovakia contro Klára Bíróová*, in, *Contratti*, 2017, 426.

il corrispettivo dovuto dal cliente per l'erogazione del finanziamento. Il TAE può essere individuato in regime di capitalizzazione semplice o di capitalizzazione composta. In linea generale, il TAE, quando vi sia ammortamento alla francese, è tendenzialmente più alto del TAN. Sicuramente l'applicazione di un TAE individuato in regime di capitalizzazione composta dà come esito la maggiorazione della prestazione cui è tenuto il mutuatario a titolo di interessi. Per il giurista, dunque, la tipologia di capitalizzazione prescelta concorre alla determinazione del corrispettivo nei contratti di finanziamenti, poiché anche da essa dipende la quantità di interessi che, in concreto, chi riceve una somma di danaro deve restituire al finanziatore.

Infine non sembra si possa discorrere di indeterminatezza dell'oggetto agli effetti dell'art. 1346 c.c. allorquando manchi in contratto ogni riferimento al TAE. La non indicazione del Tasso annuo effettivo (o equivalente), in presenza del TAN, concretizza una ipotesi patologica ancora differente, che si sostanzia nella mancata corrispondenza tra quanto pattuito e quanto in effetti applicato. In altre parole, se il TAN è indicato in contratto, sembra difficile potere ricondurre all'ambito applicativo dell'art. 1346 c.c. l'accordo in cui a mancare siano soltanto la tipologia di ammortamento e la specie di capitalizzazione adottata⁴⁵. Ciò, esattamente, in ragione delle diverse finalità attribuibili e delle scelte di politica del diritto sottese alla menzionata disposizione rispetto a quanto, sui medesimi piani, esprime la disciplina sulla trasparenza bancaria⁴⁶.

Ricondotta la questione giuridica nell'area di inferenza del TUB e assodato che il ricorso all'ammortamento alla francese, specie se in capitalizzazione composta, comporta un maggiore esborso per il finanziato rispetto a quanto accadrebbe se si scegliesse, a parità di durata, la tecnica di ammortamento c.d. all'italiana, è oramai chiaro che, nei rapporti con il cliente, alla banca è addebitabile un difetto di informazione. Con riguardo alle modalità con cui detta informazione debba essere veicolata e al tipo di rimedio irrogabile nel caso in cui difetti, il ventaglio delle soluzioni interpretative è tuttavia ampio, atteso che nel Testo unico bancario l'assenza di informazioni può assumere

⁴⁵ Così sembra, in ultimo, anche per A.A. DOLMETTA, *Ammortamento alla francese e prescrizione di «forma-contenuto»*, cit., 648 ss.

⁴⁶ In argomento *infra*, § successivo.

differenti significati normativi. Genericamente riconducibile al sintagma trasparenza bancaria, l'obbligo di informazione – o meglio, la necessità che l'informazione sia veicolata al cliente – risponde a interessi generali che non sempre coincidono, identificabili con l'esigenza di assicurare o la migliore tutela del cliente o la tutela del mercato⁴⁷. La strumentalità degli obblighi di forma, di informazione e di comunicazione in seno al Testo Unico bancario al raggiungimento di questa duplice finalità è quanto mai scontata. Forse, meno scontati sono i corollari che ne discendono in ordine alla scelta della tipologia di rimedio applicabile nel caso della relativa violazione.

Senza pretesa di completezza, già a un primo sguardo, nell'ambito delle regole di trasparenza nel TUB è possibile isolare almeno tre gruppi di norme. Un primo gruppo risponde all'esigenza di garantire una contrattazione trasparente tra parti informate al fine di assicurare che tutte le informazioni necessarie ad assumere una decisione consapevole siano indirizzate al cliente. È, ad esempio, il caso dell'obbligo di forma scritta del contratto: forma non a caso qualificata informativa dalla più recente giurisprudenza, in quanto veicolo di informazioni reputate essenziali⁴⁸. O, ancora, degli obblighi di informazione imposti nella fase antecedente alla conclusione dell'accordo dalla disciplina sul credito ai consumatori. Un altro gruppo di norme parimenti risponde all'esigenza di garantire una contrattazione trasparente, ma questa volta

⁴⁷ F. DENOZZA, *Mercato, razionalità degli agenti e disciplina dei contratti*, in G. GITTI, M. MAUGERI e M. NOTARI, *I contratti per l'impresa. Produzione, circolazione, gestione, garanzia*, I, Bologna, 2012, 69 ss.; A. NIGRO, *Linee di tendenza delle nuove discipline di trasparenza. Dalla trasparenza alla "consulenza" nell'erogazione del credito?*, in AA.VV., *Nuove regole per le relazioni tra banche e clienti. Oltre la trasparenza?*, Torino, 2011, cit., 29 ss. In linea più generale v. anche v. L. NIVARRA, *Al di là del particolarismo giuridico e del sistema: il diritto civile nella fase attuale dello sviluppo capitalistico*, in *Riv. critica dir. priv.*, 2012, spec. 237 ss. Più di recente, alla luce delle evoluzioni normative, v. le considerazioni di R. DI RAIMO, *La trasparenza trent'anni dopo*, cit., in corso di pubblicazione.

⁴⁸ Cass., Sez. un., 16 gennaio 2018, n. 898, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, II, 267 ss., con nota di A. MIRONE, *Le Sezioni Unite e il contratto c.d. mono-firma*, *ibidem*, 275 ss.; L. MODICA, *Il volto crudele, ma autentico, del formalismo «informativo»*, in *Foro It.*, 2028, I, c. 1283 s. In dottrina, v. anche A. TUCCI, *Una pura formalità. Dalla struttura alla funzione del neo-formalismo contrattuale*, *Banca borsa tit. cred.*, 2017, II, 543 ss., nota di commento a Cass., 27 aprile 2017, n. 10447; C. ROBUSTELLA, *Trasparenza informativa e vincoli formali nella contrattazione asimmetrica*, in *Dialoghi di diritto dell'economia*, 2022.

allo specifico fine di evitare un abuso della controparte mediante la introduzione in contratto di clausole potenzialmente determinative di uno squilibrio, soprattutto economico, tra le posizioni dei contraenti. È il caso, ad esempio, della previsione che vieta di introdurre nelle aperture di credito costi ulteriori rispetto agli interessi, alle commissioni di affidamento e alle commissioni istruttorie veloci. Un terzo gruppo di norme infine, che pure risponde alla esigenza di garantire una contrattazione trasparente, lo fa all'ulteriore specifico fine di consentire al cliente di scegliere liberamente in maniera informata tra offerte di più concorrenti. Basti pensare alle regole sulla pubblicità accompagnate dalla previsione della nullità delle clausole che inseriscono prezzi e condizioni difformi, in senso peggiorativo, da quelli pubblicizzati.

L'irriducibilità a unità della *ratio* di queste previsioni, tutte sintetizzate dal sintagma trasparenza bancaria, impatta – come detto – sulla scelta del rimedio applicabile aprendo alla alternativa tra risarcimento e nullità. Ancora, con specifico riferimento a quest'ultima, impatta pure sulla scelta del regime dell'azione, nonostante l'art. 127 TUB introduca apparentemente un trattamento unitario delle nullità⁴⁹.

Invero, parte delle costruzioni, pure riconoscendo la specialità in luogo della eccezionalità delle nullità di protezioni rispetto alla disciplina codicistica ed ammettendo perciò l'estensibilità del relativo regime di tutela anche alle ipotesi non previste, nonché la prospettabilità di nullità di protezione virtuali⁵⁰, ha nondimeno costruito la categoria

⁴⁹ L'art. 127, comma 2, TUB dispone espressamente che «le nullità previste dal presente titolo operano soltanto a vantaggio del cliente e possono essere rilevate d'ufficio dal giudice».

⁵⁰ Senza dimenticare che, in ambito bancario e finanziario, il riconoscimento di questa tipologia di nullità ha creato non pochi problemi, considerato che l'apertura a una tale ipotesi interpretativa porterebbe con sé la possibilità di sanzionare con la nullità anche la violazione di una regola di comportamento. Il pensiero corre alla distinzione tra regole di validità e regole di condotte e ai corollari che da essa sono derivati nella contrattazione bancaria e finanziaria sul piano della individuazione delle tutele più acconce allo scopo perseguito dalle norme violate le volte in cui si fosse trattato di norme impositive di obblighi di condotta: Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26724, in *Foro It.*, 2008, 785 ss.. Tra i commenti, alcuni dei quali anche critici, v. A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni unite*, in *Contratti*, 2008, 393 ss. e D. MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, *ivi*, 2008, 403 ss.; R. NATOLI, *Regole di validità e regole di responsabilità tra diritto civile e nuovo diritto dei mercati finanziari*, in *Banca borsa*

come categoria omogenea: il rimedio seguirebbe sempre lo stesso regime, sicché le nullità nel TUB sarebbero, quanto a ispirazione, sostanzialmente uguali alle nullità del Codice del consumo⁵¹. A monte cade l'idea di preservare la centralità del codice civile e la categoria viene costruita come un *prius* e non come un *posterius*, con la conseguenza di qualificare le discipline non conoscibili attraverso il suo impiego come eccezionali.

Per inciso va detto che considerare la categoria come un *prius* logico conduce a obnubilare l'indagine funzionale delle singole previsioni a vantaggio di una ricostruzione unitaria del rimedio, che è apparentemente più rassicurante, ma che comporta il rischio di implementare la frammentazione del sistema attraverso la creazione di più categorie speciali e, dunque, di ambiti di disciplina che non comunicano tra loro, mantenendo intatto il rilievo, sul piano costruttivo, della dialettica tra norma regolare e norma eccezionale⁵². Con specifico riferimento al TUB inoltre, seguire l'idea che il regime della nullità sia sempre uguale a sé stesso significa concludere che per tutte le nullità in esso previste troverebbe sempre applicazione la regola elaborata dalla giurisprudenza sulla necessità di distinguere tra il momento della rilevazione della causa di nullità e quello della dichiarazione⁵³. Dunque, il giudice rileva e poi chiede al cliente, sia esso consumatore oppure no,

tit. cred., 2012, 165 ss.. Sulla distinzione tra regole di validità e regole di condotta, tra i molti, G. PERLINGIERI, *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità nel diritto italo-europeo*, Napoli, 2013; C. SCOGNAMIGLIO, *Regole di validità e di comportamento: i principi ed i rimedi*, in *Eur. dir. priv.*, 2008, 599 ss.; V. ROPPO, *Contratto di diritto comune, contratto del consumatore, contratto con asimmetria di potere contrattuale: genesi e sviluppo di un nuovo paradigma*, in ID., *Il contratto del duemila*, Torino, 2002, 46 ss.; G. D'AMICO, *Regole di validità e principio di correttezza nella formazione del contratto*, Napoli, 1996.

⁵¹ G. PASSAGNOLI, *Nullità speciali*, Milano, 1995; M. GIROLAMI, *Le nullità di protezione nel sistema delle invalidità negoziali. Per una teoria della moderna nullità relativa*, Padova, 2008. Sul piano del metodo, in prospettiva opposta, pur adottando ciascuno presupposti ricostruttivi differenti, giungono alla stessa conclusione sulla necessità di ricavare la disciplina della nullità dalla *ratio* della norma violata S. POLIDORI, *Discipline della nullità e interessi protetti*, Napoli, 2001, 108 ss.; ID., *Nullità di protezione e sistematica delle invalidità negoziali*, Napoli, 2016; A. GENTILI, *Le «nullità di protezione»*, in *Eur. dir. priv.*, 2011, 77.

⁵² Sul metodo P. PERLINGIERI, *Tendenze e metodi della civilistica italiana*, Napoli, 1979.

⁵³ Cass., 12 dicembre 2014, n. 26242, in *Foro It.*, 2015, I, c. 862 ss.

se vuole che la nullità sia dichiarata⁵⁴. Anche la rilevabilità d'ufficio, insomma, parteciperebbe alla funzione protettiva che è propria di queste nullità.

Se però si guarda ai tre gruppi di norme menzionati, non sembra rispondere al vero che per tutte le ipotesi in cui alla relativa violazione consegua la nullità valga la distinzione tra momento della rilevazione e momento della dichiarazione. Ciò in quanto non è coerente con la *ratio* di alcune di queste previsioni il riconoscimento in capo al cliente della assoluta disponibilità del suo interesse. Il terzo gruppo di norme, ad esempio, persegue un obiettivo proconcorrenziale. Le diverse previsioni che rientrano al suo interno hanno un chiaro fondamento nell'ordine pubblico di direzione, come peraltro è testimoniato dalla tipologia di intervento manutentivo sul contratto. Nei casi di sostituzione automatica delle clausole riproduttive di prezzi e condizioni differenti e peggiorativi rispetto a quelli pubblicizzati o nelle ipotesi di nullità del TAEG per mancato inserimento di alcune voci di costo l'intervento manutentivo sul contratto non segue la logica della riconduzione ad equilibrio del rapporto (Taeg ad es.)⁵⁵. L'obiettivo della norma non è tanto rendere giusto un contratto ingiusto, ma è soprattutto incidere, o quantomeno tentare di incidere, sulle condotte degli operatori di mercato attraverso l'irrogazione di una vera e propria

⁵⁴ Per tutti S. PAGLIANTINI, *Spigolando a margine di Cass. 26242 e 26243/2014: le nullità tra sanzione e protezione nel prisma delle prime precomprensioni interpretative*, in *Nuova giur. comm.*, 2015, 185 ss. Sul significato da attribuire alla formula "operatività a vantaggio" contenuta nell'art. 127 TUB U. MALVAGNA, *Credito fondiario, nullità «a vantaggio del cliente» e legittimazione di altri*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, 139 ss., secondo il quale l'utilizzo di tale formula starebbe a indicare che l'operare del rimedio è subordinato a una valutazione di convenienza in relazione all'interesse del cliente.

⁵⁵ L'art. 125 *bis* TUB dispone testualmente che «sono nulle le clausole del contratto relative a costi a carico del consumatore che, contrariamente a quanto previsto ai sensi dell'articolo 121, comma 1, lettera e), non sono stati inclusi o sono stati inclusi in modo non corretto nel TAEG pubblicizzato nella documentazione predisposta secondo quanto previsto dall'articolo 124». Anche in questo caso, la gravità della sanzione sembra spiegarsi in ragione del preesistente obbligo di pubblicizzare il TAEG e delle finalità a esso sottese. In quest'ultima ipotesi non è soltanto la mancata informazione a essere pesantemente sanzionata. È anche, e soprattutto, il non avere inserito un costo, comunque riportato in contratto, nella voce che sintetizza il costo complessivo del finanziamento.

sanzione di diritto privato⁵⁶. Oltre all'ordine pubblico di protezione, insomma, pare esserci qualcosa in più.

Quanto appena considerato ha un impatto diretto sulle sorti dei piani di ammortamento alla francese, dipendendo queste ultime dal rilievo che l'informazione sul tipo di piano e sulla modalità di capitalizzazione può assumere nel TUB.

5. L'ammortamento alla francese tra obbligo di forma e obbligo di informazione.

Con specifico riguardo all'inquadramento del vizio, la giurisprudenza si interroga sulla applicabilità dell'art. 117, comma 4, TUB⁵⁷. Parte della dottrina rinvia invece agli artt. 120 *novies* e 124 TUB, i quali, rispettivamente per il credito immobiliare al consumatore e per i crediti ai consumatori, impongono agli intermediari di fornire al cliente chiarimenti adeguati sui contratti di credito in modo da consentirgli di valutare quale sia il più adatto alla situazione finanziaria⁵⁸. In un caso, il rimedio prospettabile sarebbe la nullità del patto sugli interessi con conseguente sua sostituzione; nell'altro il risarcimento del danno.

Quanto alla prima opzione ricostruttiva, va detto che l'art. 117, comma 4, TUB, in modo inequivoco, dispone che «i contratti indicano il tasso d'interesse e ogni altro prezzo e condizione praticati, inclusi, per i contratti di credito, gli eventuali maggiori oneri in caso di mora», prevedendo l'eterointegrazione del regolamento in caso di omessa

⁵⁶ Espressiva di una logica punitiva, strumentale questa volta a sanzionare l'intermediario al fine di incentivare condotte maggiormente trasparenti nei confronti dei clienti e non a perseguire finalità proconcorrenziali, è la recente pronuncia della Corte di Giustizia che riconosce al consumatore, per l'ipotesi di nullità dei mutui indicizzati al tasso svizzero, il diritto a ottenere una compensazione che vada oltre il rimborso delle rate mensili pagate e le spese sostenute per l'esecuzione del contratto: Corte giust., 15 giugno 2023, causa C-520/21, in *dejure*. In dottrina, sul carattere deterrente assegnato al rimedio demolitorio nei contratti di credito ai consumatori v., di recente, le riflessioni di M. DELLACASA, «Clausola abusiva...e poi?» *Integrazione e nullità del contratto nella giurisprudenza della Corte di Giustizia*, in *Accademia, Rivista dell'Associazione Civilisti Italiani*, 2023, 25 ss.

⁵⁷ Trib. Salerno, 19 luglio 2023, cit., 2786.

⁵⁸ R. NATOLI, *I mutui con ammortamento alla francese: dubbi ricorrenti e tentativi di risposta*, cit., 7 ss.

indicazione. Se l'interesse corrispettivo non è altro che una tecnica di determinazione della controprestazione, la grandezza numerica, ossia il TAE, che esprime le conseguenze economiche della adozione di una data tipologia di piano e di capitalizzazione, dovrebbe essere indicata in contratto.

In particolare, come già più volte ricordato, la tecnica dell'ammortamento alla francese – rispetto a quello all'italiana – comporta un aumento del TAE rispetto al TAN. Ciò, in quanto, maggiore è la somma di cui si dispone per più tempo, maggiori sono gli interessi che si vanno a pagare sulla stessa. In questo senso, e soltanto in questo, la modalità di imputazione concorre a determinare il costo effettivo del mutuo, traducendosi in un costo ulteriore di cui il cliente è davvero ignaro. Lo stesso vale, forse anche di più, quando si ricorre alla capitalizzazione composta. L'utilizzo di questa tipologia di capitalizzazione per determinare il montante sul quale calcolare gli interessi, pur non traducendosi – come detto⁵⁹ – nella fattispecie di cui all'art. 1283 c.c., la quale presuppone un debito di interessi scaduto, implica nondimeno un costo ulteriore per il cliente, dando luogo a un deciso aumento del TAE rispetto al TAN, per ciò che esso esprime nel contratto: ossia il corrispettivo dovuto dal cliente per l'erogazione del finanziamento. Qualificato il TAE come la misura percentuale che esprime il reale costo del finanziamento, è ragionevole concludere che anch'esso debba essere incluso in contratto ai sensi dell'art. 117 TUB.

Si potrebbe anche reputare che nell'accordo debba figurare il riferimento alla tipologia di piano e di capitalizzazione, trattandosi pur sempre di condizioni economiche che rientrano nell'ambito di applicazione dell'art. 117 TUB⁶⁰. Non pare però che l'indicazione di queste due condizioni, specie se accompagnata soltanto dalla formula matematica che le descrive, sia sufficiente. Entrambe incidono sul costo, impattando sul tasso di interesse applicato al finanziamento, ossia sulla quantità di corrispettivo dovuto dal cliente, senza tuttavia dare la misura della relativa reale incidenza sul costo del finanziamento. Essenziale sul piano della conformità del contratto alla regola introdotta dall'art. 117 TUB resta dunque l'indicazione del TAE.

⁵⁹ V. *retro*, nota 35.

⁶⁰ Così F. QUARTA, *Trasparenza e determinatezza dell'oggetto nei contratti di finanziamento*, cit., 319 ss.

Obiettare che la conoscenza del costo complessivo del finanziamento è rimessa all'ISC, per i contratti con i non consumatori, e al TAEG, per i contratti con i consumatori non sembra cogliere nel segno⁶¹. Qui, non si fa questione della conoscenza da parte del cliente del costo complessivo, bensì del rispetto a opera di banche e intermediari dell'obbligo di forma scritta in relazione agli elementi essenziali del contratto. La prescrizione che impone di indicare il tasso di interesse è posta a completamento della regola dettata dal primo comma dell'art. 117 TUB. Oltretutto, identificare il tasso di interesse con il tasso annuo effettivo – che resta una grandezza diversa dall'ISC e dal TAEG – è pure coerente proprio con la funzione c.d. informativa attribuita alla forma scritta dei contratti bancari e finanziari⁶² e con ciò che il TAE rappresenta nel contratto: una delle possibili modalità di determinazione del corrispettivo nell'ambito di un contratto sinallagmatico.

Ricondotto all'art. 117 TUB l'obbligo per gli intermediari di riportare in contratto anche il TAE, non può non essere preso in considerazione il collegamento di questa previsione con quella contenuta nell'art. 116 TUB. Senza ombra di dubbio le due norme esprimono diverse *rationes*. Lo si è detto prima e anche altrove⁶³. La prima, nel richiedere l'obbligo di forma scritta e l'indicazione di elementi specifici nel contratto, come pure nell'introdurre il divieto del rinvio agli usi, si ispira chiaramente all'ordine pubblico di protezione. La seconda, invece, che disciplina la fase pubblicitaria, imponendo alle banche e agli intermediari finanziari di rendere «noti in modo chiaro ai clienti i tassi di interesse, i prezzi e le altre condizioni economiche relative alle operazioni e ai servizi offerti, ivi compresi gli interessi di

⁶¹ La giurisprudenza è concorde nel riconoscere la diversa rilevanza, sul piano del trattamento rimediabile, della mancata indicazione in contratto dell'ISC e del TAEG. In assenza del primo si discorre di responsabilità precontrattuale dell'intermediario, con conseguente legittimazione a chiedere il risarcimento del danno, ove provato, da parte del cliente; in assenza del secondo, con riferimento ai crediti ai consumatori, soccorre l'art. 125 *bis*, il quale commina la caducazione di tutti i costi, con conseguente sostituzione automatica del tasso. Così, Trib. Monza, 3 marzo 2023, n. 500; Cass., 14 febbraio 2023, n. 4597; Cass., 9 dicembre 2021, n. 39169; App. Torino, 24 agosto 2022, n. 931: tutte in *dejure*.

⁶² Cass., Sez. un., 16 gennaio 2018, n. 898, cit., 267.

⁶³ M. SEMERARO, *Alle Sezioni Unite l'ammortamento alla francese: molti equivoci e un fondo di verità*, cit., 15.

mora e le valute applicate per l'imputazione degli interessi», sembra avere una ispirazione diversa, pro-concorrenziale, tenuto conto che l'obiettivo che per il suo tramite si intende raggiungere è garantire una contrattazione trasparente allo specifico fine di consentire al cliente di scegliere liberamente in maniera informata tra offerte di più concorrenti⁶⁴. Nondimeno, è vero anche che la sanzione della violazione di questi obblighi pubblicitari mediante una condotta che ne frustri la *ratio* (ossia l'inserimento in contratto di tassi, prezzi e condizioni peggiorativi rispetto a quanto pubblicizzato), è sanzionata con la nullità parziale, cui segue l'eterointegrazione, previste entrambe dallo stesso art. 117, comma 7, TUB. Una nullità, questa, che sembra difficile ascrivere soltanto all'ordine pubblico di protezione, considerato l'interesse generale, che è di direzione, veicolato dalla previsione in violazione della quale è comminata.

Detto questo, è pure vero che l'oggetto dell'obbligo pubblicitario, da un lato, e dell'obbligo di forma del contratto, dall'altro, è il medesimo. Sicché pare proprio illogico ampliare e al contempo meglio specificare l'oggetto del secondo, senza incidere anche sull'oggetto del primo. Se per tasso di interesse e condizioni economiche di cui alla disciplina sulla trasparenza devono intendersi il tasso annuo effettivo e ogni ulteriore indicazione rilevante ai fini del relativo calcolo, sembra si possa ragionevolmente sostenere che soltanto la pubblicità del medesimo tasso e delle medesime condizioni garantisca una scelta libera tra più offerte da parte del cliente che si affaccia al mercato del credito. È indubbio che la pubblicizzazione del TAE, quale misura dipendente dall'entità del finanziamento e dalla periodicità delle rate, può porre qualche difficoltà. A queste si può nondimeno ovviare attraverso la formulazione di esempi, che diano contezza della differenza corrente tra TAN e TAE in ragione delle modalità di ammortamento e di capitalizzazione adottate.

Nel caso di mancata indicazione del TAE il rimedio applicabile dovrebbe essere perciò la nullità parziale, con conseguente

⁶⁴ In questo senso i primi commentatori della previsione: tra gli altri, L. MODICA, *Il contratto di credito al consumatore nella nuova disciplina comunitaria*, in *Europa dir. priv.*, 2009, 785 ss.; M. DE POLI, *Gli obblighi gravanti sui creditori nella fase anteriore e posteriore alla stipulazione del contratto e le conseguenze della loro violazione*, in G. DE CRISTOFARO (a cura di), *La nuova disciplina europea del credito al consumo*, Torino, 2009, 55 ss.

eterointegrazione del tasso, secondo quanto disposto dall'art. 117, comma 4, TUB. Non sembra agevole percorrere la strada tracciata da una dottrina, la quale, sul presupposto della applicabilità alla fattispecie in esame dell'art. 1346 c.c., ricava la nullità del patto sugli interessi senza che a essa si accompagni alcuna sostituzione automatica di clausole, in ragione di quanto previsto dall'art. 1815, comma 2, c.c.⁶⁵.

Il carattere sanzionatorio del rimedio individuato dall'articolo da ultimo richiamato si giustifica in ragione delle peculiarità della fattispecie cui accede⁶⁶: quel trattamento, che consiste nella nullità del patto senza sostituzione, vero è che è dettato con riferimento all'usura civilistica; vero è anche però che è una norma penale a stabilire quando gli interessi sono usurari. Non sembra esserci spazio, pertanto, per una interpretazione analogica diretta alla estensione di questa disposizione alla fattispecie della mancata indicazione delle informazioni inerenti alla tipologia di ammortamento. Ma neppure sembra esserci ove a non essere indicato sia il TAE. Pur mettendo da parte le perplessità già manifestate in ordine al ricorso alla categoria della indeterminatezza dell'oggetto del contratto, sembra insomma un po' affrettato prescindere dal rimedio individuato dall'art. 1346 c.c. – che è la nullità dell'intero contratto – per abbracciare quello più conveniente della trasformazione del finanziamento da oneroso a gratuito, senza tenere in conto *ratio* e conseguente ambito applicativo delle norme violate. Ma di nuovo, l'irragionevolezza del rimedio della nullità assoluta, che appare evidente con riferimento alla fattispecie in esame, forse costituisce un ulteriore indizio della inutilità del rinvio all'art. 1346 c.c.

Identificato l'oggetto del contratto con la rappresentazione ideale degli elementi esterni al regolamento su cui cade la contrattazione⁶⁷, è stato osservato che la disciplina di derivazione europea tende a imporre una sempre maggiore specificazione della descrizione dei termini rappresentativi della realtà costituenti il riferimento materiale ultimo

⁶⁵ A.A. DOLMETTA, *Ammortamento alla francese e prescrizione di «forma-contenuto» ex art. 117, comma 4°, t.u.b.*, cit., 648 ss.

⁶⁶ Pur con sfumature differenti v. A. GENTILI, *I contratti usurari: tipologie e rimedi*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, I, 353 ss.; F. QUARTA, *Risarcimento e sanzione nell'illecito civile*, Napoli, 2013, 342 ss.

⁶⁷ Ampiamente E. GABRIELLI, *L'oggetto del contratto*, in *Comm. Schlesinger*, Milano, 2001, 18 ss.

degli interessi delle parti⁶⁸. Questa circostanza, tuttavia, non cancella la diversità di ambito applicativo e di *ratio* delle due discipline. Pure a fronte della relativa apparente parziale sovrapponibilità, è esattamente il riferimento alla determinatezza e determinabilità dell'oggetto contenuto nell'art. 1346 c.c. a fare la differenza. Le maggiori specificazioni sul piano della descrizione dell'elemento esterno su cui cade la contrattazione richieste dalla disciplina europea e, in particolare, dall'art. 117 TUB non sono imposte per rendere determinabile ciò che altrimenti sarebbe indeterminato o indeterminabile, bensì al fine di limitare l'autonomia dell'istituto bancario, con il chiaro intento di tutelare il contraente debole⁶⁹.

È stato giustamente rilevato che il reale problema posto dall'utilizzo dei piani di ammortamento alla francese è che sul mercato del credito l'offerta di piani organizzati secondo criteri alternativi è assai rara⁷⁰. Su questa base si reputa di potere ricavare dagli artt. 120 *novies* e 124 TUB l'obbligo gravante sugli intermediari di informare delle conseguenze derivanti dalla scelta della tecnica di ammortamento e, se del caso, consigliare la specie di piano più adeguata alla situazione patrimoniale del cliente.

Il suggerimento è condivisibile e va nella direzione tracciata dalla nuova Direttiva sul credito ai consumatori della quasi totale uniformazione del trattamento disciplinare tra credito immobiliare e credito al consumo⁷¹. Il rimedio nell'ipotesi di violazione di questo

⁶⁸ E. GABRIELLI, *Contratto e Contratti. Scritti*, Torino 2011, 63 ss. e 69 ss.

⁶⁹ E con la conseguente irrogazione del rimedio rappresentato in buona parte dei casi dalla nullità di protezione (parziale e relativa). Cfr., seppure su fattispecie non analoga, S. PAGLIANTINI, *Inderminabilità dell'oggetto, giudizio di nullità e contratto di agenzia: verso l'inefficacia delle clausole di modificazione unilaterale del contratto?*, in *Giust. civ.*, 1998, 2889 ss.

⁷⁰ R. NATOLI, *I mutui con ammortamento alla francese: dubbi ricorrenti e tentativi di risposta*, cit., 6.

⁷¹ È ben nota la tendenza del legislatore comunitario a disciplinare per ambiti, ritagliati sull'oggetto della contrattazione e sulle qualità soggettive dei contraenti (sulle scelte ideologiche al fondo di questa tendenza, ampiamente F. DENOZZA, *Spettri del mitico "ordo": diritto e mercato nel neoliberalismo*, in *Moneta e credito*, 2019, 327 ss.; sulla tecnica di normazione del legislatore europeo e sugli obiettivi più recenti in termini di tutela del cliente bancario A. MIRONE, *Sistema e sottosistemi nella nuova disciplina della trasparenza bancaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, I, 377 ss.; ID., *Profili evolutivi della trasparenza bancaria*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2018, 47 ss.). Tendenza peraltro assai spesso assecondata anche dagli

obbligo, che interesserebbe soltanto i finanziamenti rientranti nell'ambito applicativo dei suddetti blocchi di disciplina, dovrebbe essere il risarcimento del danno, con tutte le difficoltà che esso comporta sul piano della prova da parte del cliente. La prospettazione della ricorrenza di un sì fatto obbligo non sembra, tuttavia, si ponga in alternativa con il riconoscimento dell'altro, avente a oggetto l'inserimento in contratto del TAE, inerendo ciascuno a piani distinti: il primo, al piano delle informazioni adeguate alla situazione patrimoniale del cliente da fornire nella fase antecedente alla sottoscrizione dell'accordo, con l'obiettivo di rendere edotto il medesimo cliente della possibilità di costruire il piano di ammortamento secondo logiche diverse; il secondo a quello dei

orientamenti interpretativi della Corte di Giustizia (v., ad esempio, Corte Giust. 5 marzo 2020, C-679/18, anche in *dirittobancario.it*). Da ultimo, la questione si è riproposta proprio con riguardo alla estensibilità di alcune regole dettate per il credito c.d. immobiliare ai consumatori alle fattispecie di credito ai consumatori. Le prime, ispirate ai principi del credito sostenibile e responsabile, introducono meccanismi di tutela ben più stringenti rispetto a quelli previsti dagli artt. 123 ss. Tub (sui quali, tra gli altri, R. SANTAGATA, *Prime note sulla nuova disciplina del rimborso anticipato del credito ai consumatori*, cit., 179 ss.; E. PELLECCCHIA, *La direttiva 2014/17/UE sui contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali*, cit., 206 ss.; D. MAFFEIS, *Direttiva 2014/17/UE: rischi di cambio e di tasso e valore della componente aleatoria nei crediti immobiliari ai consumatori*, cit., 188 ss.; T.V. RUSSO, *Credito immobiliare ai consumatori*, in E. CAPOBIANCO (a cura di), *I contratti bancari*, Torino, 2021, 1899 ss.; ID., *Valutazione ingannevole del merito creditizio e intervento perequativo del giudice nei contratti di credito immobiliare ai consumatori*, in *Contr. Impr.*, 2020, 1486 ss.). Così è per gli obblighi di informazioni adeguate imposti agli intermediari nella fase antecedente alla conclusione del contratto – espressamente calibrati sulle specifiche esigenze del richiedente il prestito nel credito immobiliare – o per l'obbligo di astensione dalla concessione del finanziamento in ipotesi di valutazione negativa del merito di credito (su tali profili sia consentito rinviare a M. SEMERARO, *Informazioni adeguate e valutazione del merito creditizio: opzioni interpretative nel credito ai consumatori*, cit., 687 ss. In prospettiva simile, R. SANTAGATA, *La concessione abusiva del credito al consumo*, Torino, 2020, spec. 67 ss.). Su questo dibattito interviene la Direttiva 2023/2225/UE (CCD II), relativa ai contratti di credito ai consumatori, che abroga la direttiva 2008/48/CE, introducendo un trattamento unitario esattamente a prescindere dalle differenze di ambito di contrattazione con riferimento ad alcuni obblighi imposti agli intermediari (ad es., con riguardo all'obbligo di valutazione del merito creditizio) e andando perciò in controtendenza rispetto all'approccio regolamentare in origine adottato.

requisiti di validità formale dell'atto, rilevanti nella prospettiva e ai fini di tutela propri del legislatore europeo.

Contratti degli enti locali per strumenti derivati e ordine pubblico internazionale*

SOMMARIO: 1. La sentenza delle Sezioni unite 12 maggio 2020, n. 8770, sui contratti per strumenti derivati degli enti locali, e la rilevanza dei principi affermati. – 2. L’incidenza di tali principi sui rapporti contrattuali. – 3. La rilevanza costituzionale di tali principi nella sentenza delle Sezioni unite. – 4. Il riscontro della loro rilevanza nella giurisprudenza costituzionale. – 5. L’attinenza di questi principi all’ordine pubblico ‘internazionale’.

1. La sentenza delle Sezioni unite 12 maggio 2020, n. 8770, sui contratti per strumenti derivati degli enti locali, e la rilevanza dei principi affermati.

La Corte di cassazione, a sezioni unite, nella sua pronuncia 12 maggio 2020, n. 8770 (sul c.d. caso del Comune di Cattolica), ha affermato, con riferimento ai contratti per derivati finanziari stipulati da un ente locale, che già prima dell’entrata in vigore del d.l. 25 giugno 2008, n. 112 (che all’art. 62 ha introdotto limiti più stringenti per il ricorso a contratti derivati da parte degli enti locali) la capacità di un ente locale di stipulare contratti per prodotti finanziari derivati doveva ritenersi sottoposta ai seguenti limiti:

- la convenienza economica dell’operazione (da intendersi come esclusione di derivati speculativi), con la conseguenza innanzi tutto che l’ente locale avrebbe potuto stipulare soltanto contratti per derivati “di copertura”;

- la determinatezza (o determinabilità) della misura dell’alea, che avrebbe dovuto risultare calcolata secondo criteri riconosciuti e oggettivamente condivisi, così da rendere misurabili tutti i costi dell’operazione, ivi compresi quelli c.d. impliciti o occulti.

Inoltre la Corte di cassazione, nella medesima pronuncia, argomentando sulla disciplina vigente in materia di indebitamento dell’ente locale (art. 42, comma 2, lett. *i*, del t.u. 18 agosto 2000, n. 267), ha affermato la necessità che il ricorso a derivati finanziari, anche se diretto a ristrutturare una situazione debitoria pregressa dell’ente,

* Parere pro-veritate.

fosse autorizzato dall'organo consiliare (perciò, nel caso di un Comune, dal consiglio comunale).

Le conclusioni accolte dalle Sezioni unite sono state confermate dalla Corte di cassazione anche in pronunce successive (cfr. Cass., sez. I, 10 agosto 2022, n. 24654; Cass., sez. I, 1 luglio 2022, n. 21008; Cass, sez. I, 29 luglio 2021, n. 21830). A tali conclusioni si è uniformata la giurisprudenza di merito (cfr. Tribunale di Milano, sez. VI, 29 febbraio 2014, in giudizio n. 28049/2018; Corte d'appello Perugia 19 giugno/12 luglio 2023; Tribunale di Genova, sez. I, 21 dicembre 2022, n. 2664; Tribunale di Venezia 13 aprile 2022, n. 696; Corte di Appello di Bologna, 17 febbraio 2022, n. 404; ecc.).

Tutto ciò premesso, in merito ai principi affermati dalle Sezioni unite della Corte di cassazione, si rende necessario verificare:

(a) se tali principi rispecchino semplicemente regole sulla contabilità pubblica degli enti locali, o se rivestano invece un rilievo più generale;

(b) ove rispetto al precedente quesito sia accolta la seconda soluzione, se tali principi trovino riscontro in norme costituzionali o comunque in norme di rilievo super-primario;

(c) fermo restando che la Corte di cassazione ha già precisato nella sentenza cit. delle sezioni unite che tali principi hanno carattere imperativo nell'ordinamento interno, con la conseguenza che la loro violazione determina la nullità del contratto, se essi identifichino anche un limite di ordine pubblico 'internazionale'.

Segnalo che nell'espone le mie considerazioni farò particolare riferimento ai principi affermati dalle Sezioni unite della Cassazione nella sua pronuncia 12 maggio 2020, n. 8770 cit. Prima della pronuncia delle Sezioni unite, altre giurisdizioni si fossero espresse in termini almeno in parte differenti. Tuttavia ritengo che, ai fini che qui interessano, la rilevanza di tali pronunce di altre giurisdizioni debba ritenersi superata, non solo per l'autorevolezza istituzionale delle Sezioni unite, ma anche per l'ampio seguito che i principi affermati dalle stesse Sezioni unite nel maggio 2020 hanno raccolto nella giurisprudenza civile successiva.

2. L'incidenza di tali principi sui rapporti contrattuali.

Rispetto al primo punto, merita di essere ricordato che le regole della contabilità pubblica possono essere indirizzate anche soltanto nei

confronti dell'ente locale, con l'obiettivo di assicurare una corretta e trasparente gestione dell'attività dell'ente. Questo carattere è tuttora prevalente. Di conseguenza anche se, come è stato sottolineato dalla migliore dottrina (A. BRANCASI, *L'ordinamento contabile*, Torino 2005, 9 ss.), la disciplina della contabilità pubblica ha prodotto una generale 'formalizzazione' degli adempimenti contabili degli enti pubblici, traducendoli in 'atti giuridici', rimane fermo che le norme sulla contabilità pubblica determinano in genere doveri per le amministrazioni pubbliche, senza però incidere sulle posizioni dei soggetti che siano in rapporto con le stesse amministrazioni. Di conseguenza, per esempio, l'osservanza delle norme sulle procedure di liquidazione di un'obbligazione di un ente locale, salvo casi particolari, non modifica la posizione giuridica del privato creditore dell'ente locale. L'inosservanza di tali norme può comportare sul piano pratico un ritardo nel soddisfacimento dell'obbligazione, ma in generale non è di ostacolo alla configurabilità e all'esigibilità dell'obbligazione.

La violazione delle norme in esame può comportare invece, in via generale, responsabilità personali dei funzionari e dei componenti degli organi dell'ente locale. Si può trattare, talvolta, di responsabilità di ordine disciplinare o, se la violazione abbia comportato anche un pregiudizio economico all'ente locale, di responsabilità per danno erariale. Le conseguenze di queste responsabilità possono essere anche molto gravi, per il funzionario o l'amministratore cui sia imputata la violazione. Ciò non toglie, però, che si tratterebbe di violazioni che comporterebbero una responsabilità personale, ma che non porrebbero in discussione nei confronti dei terzi la validità e l'efficacia dell'atto cui inerisca la violazione. Questo carattere viene invocato normalmente per porre in evidenza la rilevanza giuridica solo interna di molte norme di contabilità pubblica.

Si è già accennato, però, che in alcuni casi l'osservanza delle regole di contabilità pubblica assume anche una rilevanza esterna, e perciò condiziona la validità e/o l'efficacia del rapporto giuridico fra l'ente pubblico e il terzo. I confini fra i casi in cui si verifica questa incidenza e i casi invece in cui essa è esclusa non sono stati sempre netti e nel tempo hanno subito variazioni significative: basti pensare, per esempio, all'orientamento accolto in passato secondo cui l'iscrizione del debito in bilancio sarebbe stata una condizione per la soddisfazione del debito a carico dell'ente locale, o all'orientamento secondo cui la mora

dell'amministrazione si sarebbe verificata solo in seguito all'espletamento di alcune fasi della procedura di liquidazione della spesa. Non è però necessario, ai fini che qui interessano, approfondire questi casi: rispetto ai contratti derivati la giurisprudenza che è stata richiamata all'inizio fornisce infatti indirizzi del tutto univoci, nel senso che l'osservanza delle condizioni enunciate dalle Sezioni Unite incide anche sulla validità del rapporto contrattuale e, precisamente, l'inosservanza di tali condizioni determina la nullità del rapporto.

La Cassazione è giunta a questa conclusione sulla base di una serie di considerazioni, che le stesse Sezioni unite riconoscono espressamente essere corroborate dalla dottrina e dalla giurisprudenza maggioritarie. In particolare:

- la circostanza che il contratto potesse riguardare soltanto derivati di cui fosse predicabile la convenienza per l'ente locale rispecchia il divieto generale per la pubblica amministrazione di stipulare contratti aleatori. In forza di tale divieto l'amministrazione avrebbe potuto soltanto concludere contratti per derivati di copertura, ma non per derivati speculativi. Le sezioni unite della Cassazione hanno affermato che il limite in esame rispecchia l'esigenza riconosciuta dall'ordinamento di non ammettere, a carico dell'ente locale, variabili "non compatibili con la certezza degli impegni di spesa" Tale certezza, infatti, a sua volta è richiesta per non compromettere la disponibilità delle risorse pubbliche necessarie per il raggiungimento degli obiettivi di carattere pubblico che gli sono assegnati dall'ordinamento nell'interesse generale (§ 7.3 e ss. di Cass., Sez. Un., 12 maggio 2020, n. 8770¹);

- la circostanza che l'accordo dovesse indicare la misura dell'alea, in tutte le sue componenti (ivi compresi i costi impliciti), era ricondotta non solo all'esigenza di porre l'amministrazione nelle condizioni di valutare con piena consapevolezza il rischio finanziario, a maggior ragione in una situazione di frequente conflitto di interesse del proponente finanziario, ma anche al principio primario di ordine civilistico che esige la determinatezza (o determinabilità) dell'oggetto di un contratto (§ 9 e ss. di Cass., Sez. Un., 12 maggio 2020, n. 8770).

¹ Come ho precisato all'inizio, nel testo farò particolare riferimento a questa pronuncia delle Sezioni unite, perché la giurisprudenza successiva, sia di legittimità che di merito, si è attenuta a tale pronuncia, confermandone sia le ragioni che le conclusioni.

Questi punti meritano di essere richiamati anche per la loro rilevanza rispetto al caso dei derivati del Comune di ***. Infatti in questo caso il contratto contemplava condizioni economiche che lo rendevano “non economicamente conveniente” per l’ente (dove per convenienza economica, nella logica della pronuncia delle Sezioni unite, deve intendersi non la certezza di un esito profittevole, ma la concreta e ragionevole probabilità che un tale esito profittevole si potesse verificare). Infatti dagli atti che ho esaminato risulta che le condizioni economiche erano tali da comportare solo in ipotesi eccezionali (in effetti, mai poi verificatesi) un beneficio economico complessivo per l’ente, e invece erano suscettibili di comportare ordinariamente un costo esorbitante. Inoltre l’indicazione puntuale dell’alea, secondo l’insegnamento delle Sezioni unite, è necessaria per consentire all’ente locale di avere consapevolezza dell’utilità del contratto e cioè di poter rapportare immediatamente e concretamente le condizioni economiche correlate al prodotto derivato con lo scenario di indebitamento rispetto ad esso possibile. Gli elementi per un confronto del genere non emergevano dal contratto e di essi l’ente locale ha potuto acquisire consapevolezza solo in un secondo tempo.

Soprattutto, però, merita di essere sottolineato che nella pronuncia delle Sezioni unite i punti appena richiamati sono considerati non solo nella prospettiva della patologia dell’oggetto del contratto (o, secondo altra dottrina, della causa del contratto), ma anche nella prospettiva della capacità e della legittimazione dell’ente locale a stipulare il contratto. I termini ‘capacità’ e ‘legittimazione’ ricorrono non tanto per identificare profili inerenti alla competenza dell’ente, quanto invece per identificare i requisiti essenziali per l’attività negoziale di un ente pubblico. La pubblicità dell’ente locale, la sua natura di pubblica amministrazione, gli preclude di sottoscrivere contratti di altro genere. La preclusione è quindi radicale, sul piano giuridico.

A queste considerazioni si sommano quelle che hanno indotto la Cassazione a riconoscere la competenza dell’organo consiliare (nel caso di un Comune, del consiglio comunale). La competenza dell’organo consiliare è stata affermata dalla Cassazione sulla base di un ragionamento articolato, che ha preso in esame con cura le diverse tipologie di derivati (cfr. § 10 e ss. di Cass., Sez. Un., 12 maggio 2020, n. 8770) alla luce delle competenze consiliari sancite inderogabilmente dall’art. 42, secondo comma, del t.u. 18 agosto 2000, n. 267. Ai fini che

qui rilevano, è però significativo soprattutto che la Cassazione abbia affermato che l'intervento del consiglio comunale fosse necessario "a pena di nullità della pattuizione conclusa" (§ 10.6 di Cass., Sez. Un., 12 maggio 2020, n. 8770), riconoscendo così che la deliberazione dell'organo consiliare in casi del genere sia richiesta per ragioni imperative riconducibili a esigenze di ordine pubblico. Queste ragioni sono ricondotte dalla Cassazione alla necessità che su un'operazione del genere sia effettuato il più ampio "controllo sull'operazione finanziaria" (§ 10.4 di Cass., Sez. Un., 12 maggio 2020, n. 8770).

L'affermazione della Cassazione è particolarmente significativa. Come è noto, in genere la violazione delle norme sul riparto di competenza fra gli organi degli enti locali non determina la nullità dell'atto deliberato dall'organo incompetente, né tanto meno la nullità dell'atto negoziale conseguente. Ancora una volta, sono espresse considerazioni che pongono in evidenza la specificità e la rilevanza del caso dei derivati rispetto alle ragioni ordinarie che attengono al riparto di competenza fra gli organi comunali.

3. La rilevanza costituzionale di tali principi nella sentenza delle Sezioni unite.

Le affermazioni della giurisprudenza civile, e in particolare delle Sezioni unite della Corte di cassazione, richiamate nel paragrafo precedente pongono in evidenza come, nel diritto italiano, l'osservanza dei principi che sono stati appena richiamati configuri un limite inderogabile all'autonomia negoziale degli enti locali. Questi principi non possono perciò essere risolti nella logica ordinaria delle norme sulla contabilità pubblica, ma hanno una rilevanza più ampia, che condiziona i rapporti con i terzi e li condiziona nei termini più radicali (la violazione comporta la nullità del rapporto contrattuale). E' opportuno, a questo punto, considerare quali siano sul piano giuridico le ragioni di fondo che reggono questi principi e che impongono conseguenze così nette. L'approfondimento appare necessario per chiarire quale collocazione ricevano i principi enunciati dalla Cassazione nel nostro ordinamento.

In proposito l'analisi è considerevolmente agevolata sia da alcuni riferimenti espliciti nella pronuncia delle Sezioni unite (confermata sul punto da tutta la giurisprudenza successiva) a principi costituzionali, sia

da alcune affermazioni riscontrabili nella giurisprudenza della stessa Corte costituzionale.

In particolare la Cassazione ha osservato che:

a) la preclusione per gli enti locali di stipulare contratti per derivati speculativi (preclusione alla quale deve riconoscersi la portata illustrata nel paragrafo precedente) va ricondotta all'art. 119, quarto e sesto comma, Cost. (§ 8.1 di Cass., Sez. Un., 12 maggio 2020, n. 8770): attiene alla garanzia dell'equilibrio finanziario che le amministrazioni devono perseguire in base all'ordine costituzionale. La preclusione rappresenta quindi il corollario di un principio di rango costituzionale, che va ricondotto a sua volta all'esigenza di assicurare alle amministrazioni un quadro finanziario certo, necessario per lo svolgimento del suo ruolo istituzionale e per il soddisfacimento degli interessi primari dei cittadini;

b) ferma restando la preclusione per i contratti per derivati speculativi, gli altri contratti derivati, in quanto aleatori, in linea di principio già di per sé non possono essere stipulati da amministrazioni pubbliche, "poiché l'aleatorietà costituisce una forte disarmonia nell'ambito delle regole relative alla contabilità pubblica, introducendo variabili non compatibili con la certezza degli impegni di spesa" (§ 8.2 di Cass., Sez. Un., 12 maggio 2020, n. 8770). Le disposizioni che hanno regolato l'attività contrattuale degli enti locali per strumenti derivati devono quindi intendersi come norme che hanno reso eccezionalmente possibile ciò che altrimenti avrebbe dovuto essere vietato;

c) la necessità che il contratto consentisse all'amministrazione di 'misurare' ogni ordine di rischio (considerando anche i c.d. costi impliciti e quelli occulti, e tenendo conto anche degli "scenari probabilistici") risulta anch'essa riconducibile ai principi costituzionali appena richiamati, che non ammettono "variabili non compatibili con la certezza degli impegni di spesa riportati in bilancio" (cfr. § 9.8 di Cass., Sez. Un., 12 maggio 2020, n. 8770);

d) la competenza del consiglio comunale trova riscontro nell'art. 42, secondo comma, lett. i), t.u. 267/2000 ed è sostenuta dall'esigenza di assicurare il più ampio confronto sul piano politico, nell'esercizio di una funzione di verifica e di controllo sull'operazione finanziaria. Viene quindi dato rilievo al fattore espresso dalla rappresentanza politica, che evidentemente assume un rilievo cruciale rispetto ad operazioni che possono incidere sensibilmente sull'indebitamento

dell'ente locale e che perciò richiedono “il coinvolgimento degli schieramenti assembleari di minoranza” (§ 10.4 di Cass., Sez. Un., 12 maggio 2020, n. 8770). Si tratta di un'affermazione che richiama, in ultima analisi, un principio di ordine istituzionale.

L'importanza dei principi affermati dalle Sezioni unite risulta evidente. Innanzi tutto le Sezioni unite riconoscono un riferimento preciso, di ordine costituzionale, rispetto ai principi enunciati. Il riferimento è identificato nell'art. 119, quarto e sesto (oggi, settimo) comma, Cost. Di conseguenza risulta smentita ogni tesi che induca a sostenere l'irrelevanza costituzionale dei principi sui contratti derivati degli enti locali affermati dalla Cassazione. Inoltre risulta importante l'interpretazione accolta dalle Sezioni unite rispetto alle disposizioni costituzionali citate e all'art. 42, secondo comma, lett. i), t.u. 267/2000: alla base dell'interpretazione di queste norme (sia quelle di ordine costituzionale, che quella del testo unico sugli enti locali) vi è un'esigenza di garanzia per la finanza locale che implica una nozione non restrittiva di 'operazioni di indebitamento'. I contratti degli enti locali per derivati finanziari, indipendentemente da tutte le valutazioni del c.d. 'pagamento upfront', sono idonei ad esporre l'ente all'assunzione di un rischio rilevante e perciò vanno considerati in questa prospettiva. La conclusione risulta coerente con le caratteristiche economiche dei contratti in esame, rispecchiate negli atti che ho esaminato.

Merita subito di essere rilevato che la Corte inglese (la High Court of Justice - Queen's Bench Division) nelle pronunce rese in esito al giudizio promosso dall'istituto di credito XY nei confronti del Comune di ***, anche se ha dichiarato di aver tenuto nella massima considerazione la sentenza cit. della Corte di cassazione, di fatto ha disatteso sistematicamente le affermazioni di tale sentenza. La Cassazione ha enunciato alcuni principi fondamentali, già sopra richiamati, che vanno osservati per assicurare la compatibilità dei contratti per strumenti derivati con i principi sulla finanza pubblica; tali principi attengono alla tipologia di questi contratti, e non semplicemente al contenuto che può riscontrarsi in singoli casi concreti. Eccezionale, secondo la Cassazione, è l'ammissibilità del contratto dell'ente locale per strumenti derivati, e non la sua preclusione. Inoltre, ai fini che qui rilevano, in discussione non è – e non può essere – il valore di una decisione della Corte di cassazione rispetto

all'ordinamento nazionale (nella logica, o meno, del precedente 'autorevole', o addirittura del precedente 'vincolante'), ma è il valore dei principi che la Corte di cassazione ha riscontrato nell'ordinamento ed ha perciò affermato nella sua decisione. Dalla Corte inglese il valore di questi principi (si pensi, per tutti, alla necessità del coinvolgimento del Consiglio comunale) non risulta colto, se non addirittura travisato.

4. *Il riscontro della loro rilevanza nella giurisprudenza costituzionale.*

Un'analisi puntuale degli aspetti affrontati dalla Corte di cassazione nella sentenza cit. si ricava anche dalla giurisprudenza della Corte costituzionale.

In proposito è opportuno considerare innanzi tutto il quadro costituzionale vigente all'epoca dei contratti per strumenti derivati stipulati dal Comune di ***, ossia il quadro precedente alle modifiche introdotte nell'art. 119 Cost. dall'art. 4 della l. cost. 20 aprile 2012, n. 1. Come si spiegherà, la legge costituzionale del 2012 non ha introdotto, per quanto rileva ai fini della presente indagine, novità sostanziali, ma ha confermato principi già presenti nel testo precedente dell'art. 119. Ad ogni modo l'art. 119, nel testo vigente all'epoca dei fatti, sanciva una stretta relazione fra risorse a disposizione degli enti locali e spese per le funzioni loro attribuite (art. 119, comma 4, Cost.), che veniva ritenuto espressione del principio di equilibrio di bilancio, e la possibilità di ricorrere a forme di indebitamento esclusivamente per finanziare investimenti (art. 119, comma 6, Cost.).

Con riferimento ai contratti degli enti locali per strumenti derivati, è importante considerare la lettura di questi principi data dalla Corte costituzionale nella sentenza 18 febbraio 2010, n. 52². La Corte costituzionale era stata chiamata a decidere il ricorso proposto da alcune Regioni nei confronti dell'art. 62, primo e secondo comma, d.l. 25 giugno 2008 n. 112, convertito, con modificazioni, dalla l. 6 agosto

² Questa sentenza, per i profili inerenti al riparto di competenza fra Stato e Regioni, precisò quanto affermato in una pronuncia precedente (Corte cost. 30 dicembre 2003, n. 376, annotata da A. BRANCASI, *Il coordinamento della finanza pubblica come potestà legislativa e come funzione amministrativa*, in *Le Regioni 2004*, 759). Per quanto invece riguarda i profili che rilevano ai fini in esame, la continuità fra le due pronunce è evidente ed è stata sottolineata anche da Cass., Sez. Un., 12 maggio 2020, n. 8770 cit.

2008 n. 133, nella parte in cui introduceva una serie di limitazioni alla possibilità per gli enti locali di stipulare contratti per strumenti finanziari derivati ed in particolare demandava a un successivo regolamento ministeriale l'individuazione delle condizioni minime per tali contratti e vietava agli enti locali, fino all'emanazione di tale regolamento, e comunque per un periodo minimo di un anno, di stipulare nuovi contratti del genere. La Corte in proposito ha osservato che l'intervento legislativo *“trova[va] comunque la sua giustificazione nella necessità di impedire che, mediante la stipulazione di contratti fortemente aleatori, le finanze degli enti stessi siano sottoposte a esposizioni debitorie anche molto gravose. E, come si è innanzi rilevato, la stessa possibilità di rinegoziazione dei contratti già stipulati non è priva di rischi per la finanza regionale e locale.”* La Corte ha quindi affermato che le limitazioni imposte risultavano coerenti con l'ultimo comma dell'art. 119 Cost., che *“pone un vincolo di equilibrio finanziario che si sostanzia nel consentire agli enti locali di ricorrere all'indebitamento solo per finanziare le spese di investimento”*. L'intervento legislativo, però, aveva anche una rilevanza più ampia *“il legislatore statale ha inteso perseguire è proprio quella di garantire la tutela del mercato mobiliare in rapporto alle modalità di accesso delle Regioni e degli enti locali alle suddette tipologie di contrattazione, le quali sono, per loro stessa natura, idonee ad alterare i complessivi equilibri finanziari del mercato di riferimento. È innegabile, infatti, che i derivati finanziari scontino un evidente rischio di mercato, non preventivamente calcolabile, ed espongano gli enti pubblici ad accollarsi oneri impropri e non prevedibili all'atto della stipulazione del contratto, utilizzando per l'operazione di investimento un contratto con caratteristiche fortemente aleatorie per le finanze dell'ente. Si tratta, pertanto, di una disciplina che, tutelando il mercato e il risparmio, assicura anche la tutela del patrimonio dei soggetti pubblici”*³. Infine, con riferimento all'obiettivo perseguito dal

³ La sentenza prosegue affermando: *“Sotto altro aspetto, il massiccio ingresso di soggetti, e cioè degli enti pubblici ai quali si riferisce la contestata normativa, nel mercato finanziario, con l'apporto di capitali di notevole entità (se rapportati, in genere, a quelli dei comuni investitori), è tale da comportare profonde modificazioni strutturali nel mercato stesso, con riferimento sia alla tipologia dei contratti che gli enti sarebbero autorizzati a stipulare, sia alle condizioni e ai limiti che la normativa regolamentare di attuazione potrebbe porre”*.

legislatore con le disposizioni impugnate dalle Regioni ricorrenti, la Corte costituzionale ha rilevato che *“il legislatore, con il divieto, sia pure temporaneo, di stipulare contratti aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati, ha evidentemente ritenuto che tale attività, potendo avere natura altamente rischiosa, dato il suo carattere intrinsecamente aleatorio, non possa essere qualificata quale attività di investimento. Non si presenta, dunque, manifestamente irragionevole la scelta di vietare, tra l’altro in via transitoria, il ricorso a tali tipologie di negoziazione avente carattere di oggettiva pericolosità per l’equilibrio della finanza regionale e locale”*.

In conclusione, la Corte costituzionale ha ritenuto che:

- il ricorso a strumenti finanziari derivati non potesse essere giustificato in modo indiscriminato, attraverso il richiamo all’autonomia negoziale degli enti locali, ma trovasse un limite nel principio costituzionale sancito dall’art. 119, sesto comma (oggi, settimo comma) Cost., che ammette per gli enti locali il ricorso all’indebitamento solo per finanziare investimenti⁴;

- la rilevanza di tale limite era un riflesso della “natura altamente rischiosa” degli strumenti finanziari derivati, riconducibile al loro “carattere intrinsecamente aleatorio”;

- l’intervento legislativo risultava meritevole, perché diretto a sostenere “l’equilibrio della finanza regionale e locale”.

Per valutare appieno le affermazioni della Corte costituzionale, è utile osservare che la necessità di assicurare l’equilibrio di bilancio, nel caso della finanza regionale e della finanza locale, è stato sancito come principio costituzionale, nel primo comma dell’art. 119 della Costituzione, dall’art. 4 della l. cost. 20 aprile 2012, n. 1. L’equilibrio di bilancio rappresenta oggi un valore fondamentale per la finanza regionale e in particolare per la finanza degli enti locali, tant’è vero che, nella giurisprudenza della Corte, orienta anche la lettura del riparto di competenza fra lo Stato e le Regioni (nel senso che sono state ritenute compatibili con l’autonomia finanziaria delle Regioni e degli enti locali, costituzionalmente garantita, gli interventi legislativi dello Stato diretti

⁴ La disposizione è stata poi integrata dall’art. 4 della l. cost. 20 aprile 2012, n. 1, col riferimento a precise garanzie contabili e finanziarie. L’integrazione non viene considerata in questa sede, perché è successiva alla data del contratto del Comune di ***.

ad assicurare in termini più stringenti l'equilibrio di bilancio⁵). La l. cost. 20 aprile 2012, n. 1, è successiva sia alla pronuncia della Corte costituzionale in esame, sia al contratto per strumenti finanziari derivati del Comune di ***. Non può però sfuggire che la Corte costituzionale già nella sua pronuncia del 2010 richiamasse l'equilibrio di bilancio come valore costituzionale pienamente riconosciuto, anche se esso non era stato ancora sancito formalmente da una norma costituzionale. La Corte costituzionale già nel 2010 sottolineava infatti la rilevanza dell'equilibrio della finanza regionale e locale come strumento essenziale per assicurare la capacità effettiva dell'ente locale di realizzare le sue funzioni istituzionali e di erogare i servizi necessari ai cittadini, profili rilevanti sul piano costituzionale, e ne poneva in evidenza la rilevanza anche in termini di tutela dei mercati mobiliari⁶.

Gli orientamenti espressi dalla Corte di cassazione e dalla Corte costituzionale risultano perciò convergenti. La Corte costituzionale ha posto in evidenza i valori costituzionali in gioco rispetto al ricorso degli enti locali a strumenti finanziari derivati: le caratteristiche specifiche di tali strumenti esigono cautele particolari, perché sono coinvolti valori decisivi, che attengono alla missione delle istituzioni pubbliche – in particolare, degli enti locali – e della Repubblica. La Corte di cassazione, in continuità con le affermazioni della Corte costituzionale, ha individuato le condizioni essenziali da osservare per i contratti per strumenti finanziari derivati e ha ritenuto che l'inosservanza di queste condizioni – per la natura e la rilevanza dei valori compromessi – determinasse la nullità del contratto.

Si deve quindi riconoscere che i limiti identificati dalla Corte di cassazione alla capacità degli enti locali di stipulare contratti per strumenti derivati finanziari non siano meramente di ordine contabile, ancorché di rilevanza 'esterna', ma siano espressione di principi di

⁵ Questi profili sono affermati con continuità dalla Corte costituzionale nelle sue pronunce successive alla riforma costituzionale del 2012. Cfr. in particolare Corte cost. 6 marzo 2014, n. 39; Corte cost. 27 aprile 2017, n. 89; Corte cost. 9 aprile 2019, n. 77; Corte cost. 21 luglio 2020, n. 157.

⁶ Dopo la riforma costituzionale del 2012, queste considerazioni sono state sviluppate in modo particolare da Corte cost. 6 marzo 2014, n. 39 cit., che ha posto in evidenza la rilevanza del principio dell'equilibrio di bilancio per assicurare la coerenza con gli obiettivi nazionali di finanza pubblica e perciò la coerenza complessiva dell'ordinamento economico e sociale e la stessa compatibilità con i vincoli posti dal diritto dell'Unione.

rango superiore, che trovano riscontro anche in norme e valori costituzionali.

5. *L'attinenza di questi principi all'ordine pubblico 'internazionale'.*

A questo punto si pone l'esigenza di verificare se i limiti identificati dalla Cassazione siano qualificabili anche come limiti di ordine pubblico 'internazionale', tali cioè da opporsi al riconoscimento nell'ordinamento interno di una sentenza di un giudice straniero che li abbia disattesi, ai sensi dell'art. 64 ss. l. 31 maggio 1995, n. 218.

In proposito è pacifico, innanzi tutto, che nel caso dei contratti per strumenti finanziari derivati la Corte di cassazione ha identificato alcuni limiti inderogabili, la cui violazione comporta la nullità del rapporto contrattuale: il modello applicato è quello della violazione di una norma imperativa, sancito dall'art. 1418, primo comma, c.c. Rispetto all'ordinamento interno non ha molto senso discutere se a questi fini la nozione di norma imperativa equivalga o meno a quella di norma di ordine pubblico: quanto ad effetti giuridici le due nozioni risultano sovrapponibili.

L'orientamento espresso dalle Sezioni unite è stato accolto dalla giurisprudenza successiva, sia di legittimità che di merito, talvolta con alcune considerazioni che hanno corroborato ulteriormente le conclusioni della pronuncia del 2020. Per esempio, in una recentissima pronuncia che ha deciso una vertenza fra un istituto di credito e un ente locale per strumenti finanziari derivati nella quale assumeva rilievo un requisito di non crescita della rata, il Tribunale di Milano ha rilevato:

“L'inosservanza da parte della banca del requisito della non crescita della rata si pone in contrasto con la normativa pubblicistica posta a presidio della stabilità patrimoniale degli enti locali, interesse avente rilevanza costituzionale a norma dell'art. 119 Cost (resa tanto più evidente dalle modificazioni introdotte a tale disposizione con l'art. 4.1 lett. a) della l. cost. 1/2012), come efficacemente rilevato anche dalla Corte Costituzionale con riferimento a normativa analoga a quella richiamata (ossia l'art. 62 del d.l. 112/2008). La Corte costituzionale ha, infatti, evidenziato come i "*derivati finanziari scontino un evidente rischio di mercato, non preventivamente calcolabile, ed espongono gli enti pubblici ad accollarsi oneri impropri e non prevedibili all'atto della stipulazione del contratto, utilizzando per l'operazione di*

investimento un contratto con caratteristiche fortemente aleatorie per le finanze dell'ente. Si tratta, pertanto, di una disciplina che, tutelando il mercato e il risparmio, assicura anche la tutela del patrimonio dei soggetti pubblici. Non può quindi dubitarsi che l'art. 41 della l. 448/2001 e l'art. 3 del d.m. 389/2001 debbano essere qualificate come norme imperative poste a tutela dell'ordine pubblico economico, la cui violazione comporta la nullità del contratto ai sensi dell'art. 1418, comma 1, c.c.⁷

La sentenza menziona anche disposizioni legislative successive al contratto del Comune di ***. (l'art. 62 del d.l. 112/2008) e la riforma costituzionale del 2012, ma le richiama solo per confermare la conclusione accolta, che è basata sulla normativa precedente (il Tribunale esaminava una vicenda contrattuale del 2004). Il Tribunale precisa che le modifiche costituzionali del 2012 hanno reso ancora “più evidenti” principi che erano però presenti già nel testo precedente dell'art. 119 Cost., e rileva che tali principi costituzionali trovavano una piena espressione anche nella normativa del 2001 (applicabile sia ai contratti dell'ente locale che era parte nel giudizio deciso dal Tribunale, sia al contratto per strumenti finanziari derivati del Comune di ***). In discussione, afferma il Tribunale, sono questioni che attengono al rango dell'“ordine pubblico economico”, anch'esso componente dell'ordine pubblico, con tutti gli effetti che ne derivano, anche in termini di qualificazione dei principi violati.

Ciò premesso, è pacifico che l'ambito dell'ordine pubblico internazionale sia più circoscritto dell'ambito dell'ordine pubblico interno: l'interpretazione maturata rispetto all'art. 16 della l. 31 maggio 1995, n. 218, lo riconosce da tempo. Il confronto continuo con ordinamenti stranieri, ispirati talvolta a principi lontani dal nostro, ha avviato un'opera di selezione della nozione di ordine pubblico, così da adattarla alle ragioni del diritto internazionale. Si è individuato così un ambito più ristretto di principi e di diritti la cui violazione possa giustificare l'esclusione del riconoscimento o dell'esecuzione di pronunce giurisdizionali straniere.

Rispetto all'ordinamento internazionale la nozione di ordine pubblico acquista un valore diverso e più limitato, nel senso che

⁷ Tribunale di Milano, sez. VI, 29 febbraio 2024 (data della decisione), in causa n. 28049/2018 r.g.

identifica quei valori fondamentali che l'ordinamento nazionale non può accettare che siano compromessi, perché altrimenti si configurerebbe una contraddizione grave. Di conseguenza la giurisprudenza ha ritenuto che alcuni istituti che il nostro ordinamento nazionale non ammette, ma che sono rappresentati in altri ordinamenti, non siano confliggenti con l'ordine pubblico 'internazionale' e che le relative pronunce di giudici stranieri possano essere riconosciute nel nostro ordinamento: basti pensare al caso emblematico dei c.d. risarcimenti punitivi⁸, o della condanna all'adempimento di debiti di gioco⁹.

Nell'elaborazione giurisprudenziale, la nozione di ordine pubblico 'internazionale' è stata approfondita soprattutto in due contesti di ordine privatistico: i diritti fondamentali della persona e i diritti elementari di difesa. La giurisprudenza ha individuato situazioni incompatibili con la garanzia dei diritti fondamentali della persona, per esempio nel caso di pronunce straniere incompatibili con il principio di non discriminazione fra uomo e donna¹⁰. Alla stessa stregua ha ritenuto che l'indagine debba estendersi alle modalità di formazione della pronuncia straniera e, per esempio, ha escluso che sia compatibile con l'ordine pubblico 'internazionale' la sentenza intervenuta senza alcuna garanzia del contraddittorio con la parte soccombente¹¹.

La Corte di cassazione ha inteso ricondurre ad unità i principi che costituiscono l'ordine pubblico 'internazionale', ricercando in essi un denominatore comune. L'ordine pubblico 'internazionale' va identificato *“con i principi fondamentali e caratterizzanti l’atteggiamento etico giuridico dell’ordinamento di un determinato periodo storico”*¹², nonché *“nelle regole inderogabili provviste del connotato della fundamentalità che lo distingue dal più ampio genere delle norme imperative immanenti ai più importanti istituti giuridici”*¹³.

⁸ Cfr. Cass., Sez. Un., 5 luglio 2017, n. 16601.

⁹ Cfr. Cass., sez. VI, 15 giugno 2016, n. 12364.

¹⁰ Cfr. Cass., sez. I, 7 agosto 2020, n. 16804, sul ripudio nell'ordinamento sciaraitico.

¹¹ Cfr. Cass., sez. I, 7 agosto 2020, n. 16804 cit.; Corte d'appello Milano 29 aprile 2009, in *Foro padano* 2010, I, 251.

¹² Cass., sez. I, 6 dicembre 2002, n. 17349; Cass., sez. I, 28 maggio 1993, n. 5954.

¹³ Cass., sez. I, 9 aprile 2015, n. 7163.

In questo quadro è stato sottolineato come sia essenziale il confronto con “*il portato della Costituzione*”¹⁴.

Alla luce di queste conclusioni della Cassazione va condotta l’indagine per stabilire se i limiti identificati dalla giurisprudenza civile per i contratti degli enti locali su strumenti finanziari derivati possano essere rilevanti - oltre che sul piano dell’ordine pubblico ‘interno’ (come è ormai pacifico) - anche sul piano dell’ordine pubblico ‘internazionale’.

A questo proposito mi sembrano utili due ordini di considerazioni.

Il primo ordine di considerazioni attiene alla “fondamentalità” di tali limiti. Si è visto, in proposito, come questi limiti attuino principi e valori costituzionali, tanto che anche la giurisprudenza civile già esaminata ha sottolineato che la stretta relazione fra i limiti stessi e i principi costituzionali. Il riferimento all’art. 119 della Costituzione, nella sentenza delle sezioni unite 12 maggio 2020, n. 8770, appare inequivocabile.

Ciò significa che, rispetto a tali limiti, si configura sul piano formale il requisito della ‘fondamentalità’, dal momento che si deve ritenere che nel nostro ordinamento tutti i principi costituzionali abbiano istituzionalmente e necessariamente tale carattere.

Il secondo ordine di considerazioni attiene agli interessi che sul piano giuridico sono espresse da tali limiti. In questa logica la ‘fondamentalità’ è verificata sul piano sostanziale, ossia in base al rilievo giuridico che assumono i limiti in esame per gli interessi che da essi sono salvaguardati. Tali interessi sono stati identificati puntualmente dalla giurisprudenza civile e dalla giurisprudenza costituzionale già richiamate sopra: attengono alla garanzia del ruolo istituzionale dell’ente locale; all’esigenza di un equilibrio generale nella finanza pubblica, all’osservanza di impegni con le istituzioni europee. Si tratta di ragioni espresse in principi basilari dell’ordine costituzionale: si pensi all’affermazione dell’autonomia locale e del pluralismo amministrativo (art. 5 della Costituzione), al rilievo

¹⁴ Cfr. Cass., Sez. Un., 5 luglio 2017, n. 16601, cit., § 6: “*La sentenza straniera che sia applicativa di un istituto non regolato dall’ordinamento nazionale, quand’anche non ostacolata dalla disciplina europea, deve misurarsi con il portato della Costituzione e di quelle leggi che, come nervature sensibili, fibre dell’apparato sensoriale e delle parti vitali di un organismo, inverano l’ordinamento costituzionale*”.

assegnato ai principi essenziali per la finanza pubblica (artt. 81 e 119 della Costituzione), all'integrazione del nostro ordinamento nell'ambito dell'Unione europea (art. 117, primo comma, della Costituzione). Di conseguenza il requisito della 'fondamentalità' richiesto dalla Cassazione per identificare l'ordine pubblico 'internazionale' risulta identificabile anche su un piano sostanziale rispetto ai limiti sanciti dalla giurisprudenza civile rispetto all'attività negoziale degli enti locali in tema di strumenti finanziari derivati. Il rilievo assegnato dall'ordinamento agli interessi salvaguardati da tali limiti attiene anche a principi basilari del nostro ordinamento costituzionale: l'equilibrio nella finanza locale come presupposto necessario per assicurare l'adempimento delle funzioni degli enti locali rispetto ai cittadini, la rappresentanza politica che è a sua volta un corollario del principio democratico, l'adempimento di obblighi anche sovranazionali in tema di finanza pubblica.

Questa considerazione è confermata da un esame complessivo della giurisprudenza costituzionale in tema di finanza locale. La Corte costituzionale ha dovuto prendere posizione, negli ultimi anni, rispetto a disposizioni legislative che intervenivano a tutela degli interessi finanziari degli enti locali, sacrificando altri interessi di non scarso rilievo, interessi talvolta anch'essi di oggettivo rilievo costituzionale: per esempio, l'interesse dei creditori dell'ente locale al soddisfacimento dei loro crediti, rappresentati da sentenze di condanna passate in giudicato, interesse significativo alla luce dell'art. 24 Cost. La Corte costituzionale ha ritenuto che previsioni del genere fossero legittime, perché erano dirette a salvaguardare "la funzionalità della pubblica amministrazione locale", che sarebbe compromessa dalla "decurtazione anche significativa o, addirittura, [d]all'azzeramento delle risorse finanziarie dell'ente stesso", riconoscendo l'esigenza di salvaguardare l'interesse finanziario dell'ente, a "presidio del corrente e tempestivo espletamento delle funzioni istituzionali degli enti locali"¹⁵.

La Corte costituzionale in queste pronunce ha esaminato previsioni che operano in contesti differenti rispetto ai limiti rilevati dalla giurisprudenza sui contratti degli enti locali in tema di strumenti

¹⁵ Corte cost. 23 ottobre 2020, n. 223; cfr. anche Corte cost. 27 marzo 2003, n.83. All'esigenza di riconoscere "evidenti esigenze pubblicistiche di tutela della funzionalità" degli enti locali si richiama anche Cass, 6 dicembre 2018, n. 31661; sempre in materia di limiti alla possibilità di esecuzione forzata del creditore dell'ente.

finanziari derivati. Tuttavia in entrambi i casi assumono rilievo interessi analoghi: si tratta di interessi che attengono alla salvaguardia della finanza locale, per assicurare l'espletamento delle funzioni demandate agli enti locali. Assumono dunque rilievo “valori che trovano tutela costituzionale nel principio autonomistico”¹⁶.

In conclusione, ai limiti identificati dalla giurisprudenza civile, in particolare a partire dalla pronuncia delle sezioni unite 12 maggio 2020, n. 8770, in merito all'attività contrattuale degli enti locali in tema di strumenti finanziari derivati, va riconosciuto il carattere della ‘fondamentalità’, sia sul piano formale (che attiene alla loro riconducibilità a norme primarie, anche di rango costituzionale), sia sul piano sostanziale (che attiene alla tipologia degli interessi salvaguardati e al rilievo specifico che essi assumono nell'ordinamento costituzionale). Si deve perciò ritenere che gli stessi limiti abbiano valore di norme di ordine pubblico ‘internazionale’.

¹⁶ Così ancora Corte cost. 23 ottobre 2020, n. 223; cfr. anche, in termini analoghi, Corte cost. 21 giugno 2013, n. 154; e Corte cost. 21 aprile 1994, n. 155.

La regolazione del *crowdfunding* in Italia dopo l'adattamento del nostro ordinamento al Regolamento UE n. 2020/1503: i principali cambiamenti per i fornitori di servizi di *crowdfunding* operanti in Italia e questioni ancora aperte

SOMMARIO: PARTE I. INTRODUZIONE. BREVE STORIA DEL *CROWDFUNDING* NELL'ORDINAMENTO ITALIANO: UNA FENICE CHE RINASCE DALLE PROPRIE CENERI? – 1. Premessa. – 1.1. *Investment-based crowdfunding* (previgente art. 50-*quinquies* t.u.f.). – 1.2. *Lending-based crowdfunding*: i principi generali specificati da Banca d'Italia. – 1.3. L'avvento del Regolamento UE n. 1503/2020 sui fornitori europei di servizi di *crowdfunding* alle imprese e l'impatto sull'impianto normativo sopra delineato (primi cenni). – 2. Molto rumore per nulla? Un mercato di dimensioni finora limitate ma con buone potenzialità. I tratti peculiari del fenomeno. – PARTE II. CAMPO DI APPLICAZIONE: TIPI DI SERVIZI, PRODOTTI E OFFERTE REGOLATI. – 3. I servizi di *crowdfunding* regolati. – 3.1. *Investment-based crowdfunding*. – 3.2. *Lending-based crowdfunding*. – 3.3. Ulteriori servizi: "core" o "accessori"? Altre attività svolgibili. – 4. Tipi di prodotti coperti ed emittenti. – 4.1. Azioni e quote (capitale di rischio). – 4.2. Titoli di debito. – 4.3. Prestiti (alle imprese). – 4.4. Altro - esclusione. – 5. Dimensione dell'offerta ed altre esenzioni. – PARTE III. UNA PANORAMICA DELLA DISCIPLINA. – 6. Autorizzazione. – 6.1. Soggetti richiedenti, autorità di vigilanza competente e passaporto. – 6.2. Requisiti per l'autorizzazione. – 6.3. Domanda e procedimento di autorizzazione. – 6.4. Revoca dell'autorizzazione. – 7. Obblighi dei fornitori: un primo sguardo. – 7.1. Panoramica. – 7.2. Obblighi organizzativi (generali e specifici). – 8. In particolare, obblighi in materia di conflitti di interesse. – 9. Obblighi generali di condotta. – 10. Obblighi di trasparenza. – 10.1. Obblighi informativi propri generali. – 10.2. Obblighi informativi relativi a singole offerte e "derivati": ruolo di *gatekeeper*? – 11. Obblighi di condotta ulteriori. – 11.1. "Investor Test". – 11.2. Ulteriori obblighi. – 12. Obblighi aggiuntivi a protezione di categorie particolari di investitori. – 12.1. Categorie speciali di investitori. – 12.2. Misure protettive: diritti di recesso/revoca. – 12.3. Avvertimenti (senza limiti massimi di investimento). – 13. Conclusioni.

PARTE I – INTRODUZIONE. BREVE STORIA DEL *CROWDFUNDING* NELL'ORDINAMENTO ITALIANO: UNA FENICE CHE RINASCE DALLE PROPRIE CENERI?

1. *Premessa.*

L'Italia è stato il primo paese in Europa ad adottare una normativa *ad hoc* per l'*equity-based crowdfunding*, cioè per la raccolta di

investimenti in capitale di rischio (*equity*). Esso fa parte di un più ampio fenomeno, il *crowdfunding*, consistente nella raccolta, attraverso portali online, di risorse (singolarmente di importo tendenzialmente contenuto) provenienti da utenti dei primi e nella forma alternativamente di donazioni (*donation-based crowdfunding*), anche in contropartita a menzioni speciali o altre forme di ricompensa di modico valore o anticipo del prodotto (*reward-based crowdfunding*), di prestiti (*lending-based crowdfunding* o *marketplace lending*) e di investimenti (*investment-based crowdfunding* o *marketplace investing*)¹. L'*invoice trading* viene spesso associato al *crowdfunding* ma consiste nell'anticipazione e vendita di un credito commerciale attraverso piattaforme online². La maggior parte di tali forme di *crowdfunding*, tuttavia, non sono stati sottoposti nel nostro Paese ad una disciplina speciale³. Per discutere i cambiamenti in punto di regolazione del *crowdfunding* in Italia dopo l'adozione del Regolamento europeo sui fornitori di servizi di *crowdfunding* alle imprese n. 1503 del 20 ottobre

¹ OECD, *New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments*, 2015, 53 ss., <http://www.oecd.org/cfe/smes/New-Approaches-SME-full-report.pdf>; E. KIRBY-S. WORTNER, *Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast*, *Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast*, Staff Working Paper of the IOSCO Research Department, 22 febbraio 2014, 8-9, <http://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf>; A. LAUDONIO, *Le altre facce del crowdfunding*, in *La folla e l'impresa. Un dialogo sulle dinamiche di co-creazione di valore e strumenti di finanziamento dell'impresa*, M. COLURCIO-A. LAUDONIO (a cura di), Bari, 2016, 95 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Brevi note sul crowdfunding*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'economia (RTDE)*, suppl. al n. 3, 2023, 12.

² Sull'*invoice trading* e la sua regolazione in Italia, E. MACCHIAVELLO, *La regolazione del FinTech tra innovazione, esigenze di tutela e level-playing field. L'inesplorato caso dell'invoice trading*, in *Banca imp. soc.*, 2019, 3, 497. Cfr. anche G. BALP, *P2P lending e invoice trading*, in *Diritto del Fintech*, M. CIAN-C. SANDEI (a cura di), Padova, Cedam, 2020; U. PIATTELLI-S. CARUSO, *Invoice trading and regulation: the case of Italy*, in *Regulation on European crowdfunding service providers for business: a Commentary*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), Londra, 2022, 607-618.

³ In materia di regolazione del *non-financial return crowdfunding* (*donation e reward crowdfunding*), cfr.: A. LAUDONIO, *Le altre facce*, cit.; E. MACCHIAVELLO-C. VALENTI, *Beyond the ECSPR and Financial-Return: the Regulation of Donation and Reward-Based Crowdfunding in the EU*, in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), *op. cit.* (in versione *pre-print*: <https://ssrn.com/abstract=4169286>).

2020⁴ e conseguente adeguamento della normativa nazionale, è necessario una breve sintesi del quadro normativo previgente e della sua evoluzione, distinguendo tra le diverse tipologie.

1.1. Investment-based crowdfunding (*previgente art. 50-quinquies t.u.f.*).

Il regime speciale del *crowdfunding* è stato introdotto nell'ordinamento italiano attraverso l'inserimento dell'art. 50-*quinquies* (ed il relativo capo III-*quater* nel t.u.f.) ad opera dell'art. 30 del d.L. n. 179 del 18 ottobre 2012 (c.d. Decreto "Crescita *bis*", convertito con L. 212/2012) e ha subito numerose revisioni in parte per correggere aspetti della disciplina che avevano determinato l'insuccesso della riforma ed il soffocamento del mercato e, in parte, per adeguarsi all'evoluzione del mercato e della normativa europea, prima di essere abrogato dal D. Lgs. n. 30/2023, che ha dato attuazione al regolamento UE sui fornitori europei di servizi di *crowdfunding* n. 1503/2020. Le successive revisioni normative al regime in questione ne hanno progressivamente ampliato l'ambito di applicazione, incidendo sulla tipologia di emittenti ammessi (da start-up innovative, a PMI innovative e organismi di investimento collettivo che investono prevalentemente nelle medesime⁵, a imprese sociali e, infine, a tutte le PMI)⁶ e di strumenti coperti (dalle sole azioni di s.p.a. e quote di s.r.l. fino ad includere anche titoli di debito pur nei limiti fissati dal codice civile)⁷, oltre che introdurre un regime di intestazione fiduciaria delle

⁴ Regolamento (UE) 2020/1503 del 7 ottobre 2020, relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese, e che modifica il regolamento (UE) 2017/1129 e la direttiva (UE) 2019/1937, GU [2020] L 347/1.

⁵ Cfr. art. 4 D.L. n. 3/2015 (decreto "Crescita 3.0" o *Investment Compact*).

⁶ Cfr. art. 1, comma 70, legge di bilancio 2017 (n. 232 dell'11 dicembre 2016) - meglio precisata con l'art. 57 del Decreto "Correttivo" (D.L. 24 aprile 2017, n. 50) e, da ultimo, con la legge di bilancio 2019 (n. 145 del 30 dicembre 2018); Decreto Legislativo 3 luglio 2017, n. 112 di revisione della disciplina in materia di impresa sociale, Decreto Legislativo del 3 agosto 2017 n. 129 di attuazione della Direttiva 2014/65/UE (MiFID II) e L. 145/2018.

⁷ Cfr. la già menzionata L. 30 dicembre 2018 n. 145 (Legge di Bilancio 2019).

quote di s.r.l. per facilitare il trasferimento dematerializzato di tali quote (art. 100-ter t.u.f.)⁸.

Alla disciplina del t.u.f. è stata data esecuzione con il regolamento Consob n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line (di seguito, regol. Consob *crowdfunding*), il quale a sua volta è stato modificato in diverse occasioni per rafforzare il ruolo delle piattaforme (con la possibilità di compiere direttamente le verifiche di appropriatezza), facilitare il raggiungimento della soglia del 5% dell'offerta di co-investimento da parte di investitori professionali (estendendo la categoria in questione)⁹ e recepire le summenzionate modifiche normative¹⁰. Il risultante regime giuridico ha permesso agli emittenti di raccogliere fondi presso il pubblico (entro €5 milioni e, poi, con l'attuazione del Regolamento europeo Prospetto, €8 milioni) in esenzione dalle norme sulle offerte al pubblico (obbligo di prospetto), sulle società con titoli diffusi presso il pubblico e, per le s.r.l. PMI, dal divieto di offerta delle relative quote al pubblico (potendosi anche creare categorie speciali di quote). I gestori di piattaforme, invece, hanno potuto operare nel rispetto del regime speciale introdotto, in

⁸ Cfr. art. 100-ter come modificato dall'art. 4 del Decreto "Crescita 3.0" o *Investment Compact* n. 3/2015 del 24 gennaio 2015 (convertito con L. 33/2015).

⁹ Cfr. delibera n. 19520 del 24 febbraio 2016. Sulla modifica del regolamento Consob, cfr. E. FREGONARA, *Il restyling del regolamento Consob in tema di equity crowdfunding*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2016, 6, 33; E. MACCHIAVELLO, *La modifica al regolamento Consob in materia di equity crowdfunding alla luce dell'evoluzione del diritto finanziario europeo e delle tendenze di regolazione dell'investment-based crowdfunding in Europa*, in *Banca imp. soc.*, 2016, 2, 283; G. PIGNOTTI, *La nuova disciplina italiana dell'"equity based crowdfunding"*, in *Riv. dir. impr.*, 2016, 3, 559; P. LUCANTONI, *La raccolta di capitali tramite portali: l'equity-crowdfunding, in I diversi settori del fintech*, E. CORAPI-R. LENER (a cura di), Cedam, Padova, 2019, 129 ss.

¹⁰ Cfr. delibera Consob del 29 novembre 2017, n. 20204. Cfr. anche CONSOB, *Relazione illustrativa degli esiti della consultazione, delle conseguenze sulla regolamentazione, sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori - Revisione del regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line (5 dicembre 2017)*, http://www.consob.it/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/consultazione_crowdfunding_20170706.pdf; delibera Consob n. 20264 del 17 gennaio 2018 (che ha introdotto con l'art. 20-bis l'obbligo di sistemi di *whistleblowing*); delibera n. 21110 del 10 ottobre 2019 (che ha recepito le novità introdotte dalla legge di bilancio 2019).

esenzione dalla normativa sulle imprese di investimento (di derivazione dalla Direttiva MiFID).

1.2. Lending-based crowdfunding: *i principi generali specificati da Banca d'Italia.*

Il *lending-based crowdfunding*, invece, non ha ricevuto nell'ordinamento un regime speciale: la Banca d'Italia ha semplicemente specificato, nelle Disposizioni sulla raccolta non bancaria del risparmio del 2016¹¹, che tale attività deve avvenire nel rispetto delle normative vigenti e suggerendo, di conseguenza, alcune indicazioni sia per i gestori di piattaforme che, indirettamente, per i richiedenti i prestiti online. In particolare, i gestori di piattaforme devono essere autorizzati come banche oppure intermediari non bancari quali istituti di pagamento (IP) o istituti di moneta elettronica (IMEL) o, ancora, intermediari di cui all'art. 106 t.u.b. autorizzati alla prestazione di servizi di pagamento, per i quali l'art. 11 esclude che la ricezione di fondi per la prestazione dei relativi servizi costituisca raccolta riservata. Affinché, invece, i richiedenti il prestito non violino la riserva bancaria sulla raccolta presso il pubblico con obbligo di rimborso, la Banca d'Italia richiede, in primo luogo, che le piattaforme assicurino trattative personalizzate tra le parti, cioè che, pur partendosi eventualmente da un contratto standard, le parti possano «incidere con la propria volontà sulla determinazione delle clausole del contratto»; in secondo luogo, limiti massimi alle somme richiedibili, escludendosi così, in linea di principio, la natura “pubblica” dell’offerta¹².

¹¹ BANCA D'ITALIA, *Provvedimento recante disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche*, delibera 584/2016 (novembre 2016), in particolare sezione IX, *social lending*.

¹² In materia di regolazione del *lending-based crowdfunding*: A. SCIARRONE ALIBRANDI et al., *Marketplace lending: verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, Quaderno FinTech No. 5, Consob, Milano/Roma, 2019; E. MACCHIAVELLO, *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, I, 63-98; ID., *Peer-to-peer lending and the “democratization” of credit markets: another financial innovation puzzling regulators*, in *Columbia Journal of European Law* 2015, 21, 3, 521-586; ID., *Peer-to-peer lending ed informazione: la tutela dell'utente online tra innovazione finanziaria, disintermediazione e limiti cognitivi*, in *Dir. banc. fin.*, 2015, 221-293; E. BANI, *Le piattaforme di peer to peer lending: la nuova frontiera dell'intermediazione creditizia*,

1.3. *L'avvento del Regolamento UE n. 1503/2020 sui fornitori europei di servizi di crowdfunding alle imprese e l'impatto sull'impianto normativo sopra delineato (primi cenni).*

Diversi paesi europei hanno seguito la strada dell'Italia adottando normative speciali per il *crowdfunding* (ad esempio, Lituania, Francia, Spagna, Portogallo) o adattando la normativa tradizionale a tale nuovo fenomeno in vario modo: ne è derivato un quadro normativo frammentario e non adatto ad assicurare un *level-playing field* tra piattaforme o investitori¹³. Per alcuni anni tale situazione è stata

in *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, M.-T. PARACAMPO (a cura di), seconda edizione, Volume II, Torino, 2019, 125 ss.; M. BELLINO, *Strumenti digitali e credito*, in *Le nuove frontiere dei servizi bancari e di pagamento fra PSD2, criptovalute e rivoluzione digitale*, F. MAIMERI–M. MANCINI (a cura di), Quaderni giuridici della Banca d'Italia n. 87/2019, 259 ss.; E. CAPOBIANCO, *Il 'Peer to peer lending'*, in *FinTech*, F. FIMMANÒ–G. FALCONE (a cura di), Napoli, 2019, 227 ss.; E. MASTROPAOLO, *Il social lending: aspetti di diritto sostanziale e di regolazione dell'attività*, ibidem, 264; M. MARCHESI, *Tra vecchia e nuova intermediazione creditizia: lending based crowdfunding, siti comparatori e consulenza*, in *I diversi settori del fintech*, cit., 141 ss.; J. PAOLONI, *Peer to peer lending e innovazione finanziaria*, in *Fintech: diritti, concorrenza, regole*, G. FINOCCHIARO–V. FALCE (a cura di), Bologna, 2019, 405; A. TROISI, *Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*, in *Contr. impr.*, 2014, 519.

¹³ Cfr. E. MACCHIAVELLO, *La modifica al regolamento*, cit.; G. FERRARINI–E. MACCHIAVELLO, *Investment-based: Is MiFID II enough?*, in *Regulation of the EU Financial Markets. MiFID II and MiFIR*, D. BUSCH–G. FERRARINI (a cura di), Oxford, 2017, 659-692; EUROPEAN COMMISSION, *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, Commission Staff Working Document, SWD(2016) 154 final, http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/160428-crowdfunding-study_en.pdf; CROWDFUNDINGHUB, *Crowdfunding Crossing Borders. An Overview of Liability Risks Associated with Cross Border Crowdfunding Investments*, <https://drive.google.com/file/d/0B7uykMX1rDrWU3BRZTBMNzFwLVE/view>; O. GAJDA ET AL. (a cura di), *Review of Crowdfunding Regulation. Interpretations of Existing Crowdfunding Regulations in Europe, North America and Israel*, European Crowdfunding Network, (2017), http://eurocrowd.org/wp-content/blogs.dir/sites/85/2017/10/ECN_Review_of_Crowdfunding_Regulation_2017.pdf; EUROPEAN COMMISSION, *Final report: Identifying market and regulatory obstacles to crossborder development of crowdfunding in the EU*, (Dicembre 2017), https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/171216-crowdfunding-report_en.pdf.

tollerata a causa delle ridotte dimensioni del mercato¹⁴ ma nel marzo 2018, al fine di creare un mercato unico europeo del *crowdfunding*, la Commissione europea ha adottato una proposta di regolazione del *crowdfunding*¹⁵, che, una volta modificata sia da Consiglio che Parlamento¹⁶, è stata approvata come Regolamento UE n. 1503 del 7 ottobre 2020¹⁷ sui fornitori europei di servizi di *crowdfunding* alle

¹⁴ Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Staff Working Document*, cit., 31: «Given the predominantly local nature of crowdfunding, there is no strong case for EU level policy intervention at this juncture. Crowdfunding is still relatively small and needs space to innovate and develop. Given the dynamism of crowdfunding and the potential for future cross border expansion, it will be important to monitor the development of the sector and the effectiveness, and degree of convergence of, national regulatory frameworks».

¹⁵ EUROPEAN COMMISSION, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business*, 8 March 2018, COM(2018)113. Per commenti alla Proposta della Commissione e successive versioni, E. MACCHIAVELLO, *Feedback on the European Commission "Proposal for a Regulation on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for business"*, https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares-2017-5288649/feedback/F11570_en?p_id=181605; E. MACCHIAVELLO, *La proposta della Commissione Europea di un Regolamento in materia di crowdfunding*, in *FINTECH. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, M.-T. PARACAMPO (a cura di), Volume II (seconda edizione), Torino, 2019, 163 ss.; E. MACCHIAVELLO, *"What to expect when you are expecting" a new Proposal for an European Crowdfunding Regulation: the current 'Bermuda Triangle' and future scenarios for marketplace lending and investing in Europe*, Working Paper (October 2019), disponibile su SSRN; A. SCIARRONE ALIBRANDI ET AL., *Marketplace lending: verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, cit., par. 11. Cfr. anche D. VALIANTE, *'Il "crowdfunding" e la nuova proposta di regolamento UE - Crowdfunding and the new EU regulation proposal'*, in *Riv. dir. soc.* 2018, 959.

¹⁶ In particolare, cfr. E. MACCHIAVELLO, *'What to expect'*, cit.; U. PIATTELLI, *Il nuovo regolamento europeo sul crowdfunding*, in *Nuovo dir. soc.*, 2021, 427.

¹⁷ Per i primi commenti: E. MACCHIAVELLO, *The European Crowdfunding Service Providers Regulation and the Future of Marketplace Lending and Investing in Europe: the 'Crowdfunding Nature' Dilemma*, in *Eu. Bus. L. Rev.* 2021, 32, 3, 557; S. HOOGHIEMSTRA, *The European Crowdfunding Regulation – Towards Harmonization of (Equity- and Lending-Based) Crowdfunding in Europe?* (22 August, 2020), <https://ssrn.com/abstract=3679142>; M. HOBZA–A. VONDRÁČKOVÁ, *The New Financial Crowdfunding Regulation and Its Implications for Investment Services under MiFID II (6 November 2020)*, Charles University in Prague Faculty of Law Research Paper No. 2020/III/2, <https://ssrn.com/abstract=3725997>; K. WENZLAFF et al., *Crowdfunding in Europe: Between Fragmentation and*

imprese¹⁸, nell'ambito dei più ampi piani d'azione in materia di *Capital Markets Union*¹⁹ e *Fintech*²⁰. Tale regolamento ha l'effetto di sostituire nel nostro paese i sopra-esposti regimi per quanto riguarda l'*investment-based crowdfunding* e il *lending-based crowdfunding* alle imprese: il legislatore nazionale ha adottato la legge di delegazione europea n. 127 del 4 agosto 2022 con delega al Governo di attuare in Italia il regolamento UE; l'attuazione è quindi stata realizzata con il d.lgs. 10 marzo 2023 n. 30 che, tra le altre cose, ha abrogato l'art. 50-*quinquies* t.u.f. e modificato altri articoli del testo unico finanziario. Ne sono seguiti un nuovo Regolamento Consob *crowdfunding*²¹, un Protocollo d'intesa tra Consob e Banca d'Italia²² e gli Orientamenti di vigilanza di Banca d'Italia in materia di fornitori specializzati di servizi di *crowdfunding* per le imprese²³. Ad ogni modo, i gestori di portali di *crowdfunding* già operanti in base ai regimi nazionali, quindi sia autorizzati ai sensi dell'art. 50-*quinquies* t.u.f. che come banche,

Harmonization in Advances in Crowdfunding, R. SHNEOR-L. ZHAO-B. FLÅTEN (a cura di), Cham, 2020; U. PIATTELLI, *Il nuovo regolamento*, cit. Per un commento esaustivo, articolo per articolo: E. MACCHIAVELLO (a cura di), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, London, 2022. Cfr. anche S. MEZZACAPO, *Il nuovo regime giuridico del "financial return" crowdfunding nel mercato interno, tra regolamentazione unionale e passporting UE*, in *Dir. banc. fin.*, 2022, 639.

¹⁸ La Commissione ha adottato il 13 luglio 2022 i regolamenti UE di esecuzione dal n. 2111 al n. 2119 e di attuazione dal n. 2120 al n. 2123.

¹⁹ *Ex multis*, cfr.: EUROPEAN COMMISSION, *Action Plan on Building a Capital Markets Union* (Communication) COM(2015) 468/2 (e successivi atti); EUROPEAN COMMISSION, *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*. Cfr. anche E. MACCHIAVELLO, *The Crowdfunding Regulation*, cit.

²⁰ Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *FinTech Action plan: For a more competitive and innovative European financial sector*, COM/2018/0109 final (e successivi aggiornamenti quali *Digital Finance Strategy for the EU* COM/2020/591 final).

²¹ Delibera Consob n. 22720 del 1° giugno 2023, <https://www.consob.it/web/area-pubblica/bollettino/documenti/bollettino2023/d22720.htm>.

²² Protocollo d'intesa tra la Banca d'Italia e la Consob in materia di *crowdfunding* del 19 giugno 2023, <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/accordi/Protocollo-BI-consob-2023.06.20.pdf>.

²³ Gli orientamenti, messi in consultazione il 17 maggio 2023 per 30 giorni, sono stati adottati da Banca d'Italia il 2 agosto 2023: <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/orientamenti-vigilanza/Orientamenti-crowdfunding.pdf>.

IP/IMEL, art. 106 t.u.b.,²⁴ beneficiano di un periodo transitorio di cui all'articolo 48 del Regolamento UE 2020/1503, rimanendo sottoposti alle norme previgenti fino al 10 novembre 2023 (inizialmente fissato al 2022 ma posticipato di un anno dalla Commissione il 12 luglio 2022) o, se antecedente, fino all'ottenimento della nuova autorizzazione basata sul regolamento europeo in questione²⁵. I nuovi operatori, non ancora dunque autorizzati/operanti al 10 novembre 2021 (cioè dall'applicazione del Regolamento UE 1503/2020), sono invece tenuti a presentare sin da subito la nuova autorizzazione. Sempre l'art. 48 (paragrafo 2) ECSPR permette agli Stati Membri, durante tale regime transitorio, di introdurre procedure autorizzative semplificate per i fornitori di *crowdfunding* già autorizzati nel paese e tale facoltà viene riconosciuta a Consob e Banca d'Italia dal d.lgs. 30/2023 (art. 1, comma 2 e art. 4-*sexies*.1, comma 2, t.u.f.) ma le stesse autorità non hanno finora esercitato tale opzione nelle rispettive disposizioni secondarie²⁶.

²⁴ La Commissione ha chiarito che il regime transitorio s'intende applicabile a chi opera nell'ambito di qualunque normativa nazionale, quindi non solo un regime speciale ma anche la normativa finanziaria generale che norme di diritto privato: cfr. ESMA, *Questions and Answers on the European crowdfunding service providers for business Regulation* (3 August 2023), ESMA35-42-1088, risposta n. 2.1, <https://www.esma.europa.eu/document/qa-european-crowdfunding-service-providers-business-regulation>. *Amplius*: E. MACCHIAVELLO, *The Scope of the ECSPR: the Difficult Compromise Between Harmonization, Client Protection and Level-Playing Field (Articles 1 & 2 (& 46, 48-49, 51))*, in E. MACCHIAVELLO (a cura di), *Regulation*, cit., 49. Sollevava il dubbio che il regime transitorio si potesse applicare anche alle piattaforme di *lending* non sottoposte al regime speciale del t.u.f. U. PIATTELLI, *Il nuovo regolamento*, cit., 458 (auspicando per un'interpretazione estensiva per parità di trattamento).

²⁵ Cfr. anche art. 1, comma 3, d.lgs. n. 30/2023.

²⁶ Le autorità europee non hanno specificato se la possibilità di introdurre procedure semplificate si applichi, come il paragrafo 1, a tutti gli operatori già operanti nel paese o, come sembra più ragionevole e corretto sulla base dell'interpretazione letterale del paragrafo 2 («*entities that [...] are authorised under national law to provide crowdfunding services*»), solo a quelli già autorizzati ad operare (sulla base di una disciplina speciale o generale ma comunque richiedente un'autorizzazione/licenza): cfr. E. MACCHIAVELLO, *The Scope*, cit., 49. Offrono un'interpretazione ancora più restrittiva (per cui procedure semplificate sarebbero possibili solo per i gestori prima autorizzati ai sensi dell'art. 50-*quinquies*, ma non per quelli di *lending* autorizzati da Banca d'Italia come 106 t.u.b. o IP/IMEL, etc.): U. PIATTELLI-S. CARUSO, *The impact of the ECSPR on the crowdfunding legal framework in Italy*, in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 702. Per

Inoltre, per presentare le prime domande di autorizzazione è stato necessario attendere almeno l'adozione del decreto delegato di adeguamento (marzo 2023), seguito a mesi di distanza da altre disposizioni secondarie di Consob e Banca d'Italia sopra menzionate²⁷.

Conseguentemente, dopo la conclusione del periodo transitorio, non sarà possibile offrire i servizi di *crowdfunding* coperti dal Regol. UE 1503/2020 senza aver precedentemente ottenuto l'autorizzazione ivi prevista. Tale normativa europea è anche un atto di armonizzazione massima e direttamente applicabile per cui gli Stati membri non potranno imporre requisiti aggiuntivi ai fornitori autorizzati²⁸. Il medesimo Regolamento raccomanda espressamente agli Stati membri di non applicare la normativa bancaria ai fornitori di *crowdfunding* (salvo che non siano autorizzati anche come banche) né di imporre ad investitori o promotori di progetti requisiti per ottenere un'esenzione dalla normativa bancaria (considerando 9 ed art. 1, par. 3): le piattaforme di *business lending* operative in Italia, se autorizzate ai sensi del regolamento europeo, non dovrebbero più avere bisogno anche di un'autorizzazione come IP o 106 t.u.b. né seguire le ulteriori indicazioni (quali trattative personalizzate tra investitori e promotori) fissate dalla Banca d'Italia per assicurare il rispetto della normativa bancaria, bastando, una volta ottenuta l'autorizzazione ai sensi del suddetto Regolamento europeo, il rispetto delle norme nello stesso contenute. In vista dell'applicazione del Regolamento europeo, sarebbe anche opportuno che il legislatore italiano precisi che, pur in presenza di banche o altri creditori professionali operanti come investitori sulla piattaforma, non sia più necessaria per il fornitore di *crowdfunding* la licenza come mediatore creditizio (invece richiesta finora nel nostro

l'interpretazione restrittiva in Finlandia: E. HÄRKÖNEN–T. NEUMANN–C. CHRISTENSEN, *The Regulation of Crowdfunding in the Nordic Countries*, ibidem, 765 ss.

²⁷ Cfr. anche CONSOB-BANCA D'ITALIA, *Disciplina in materia di fornitori di servizi di crowdfunding per le imprese – Orientamenti per gli operatori interessati alla presentazione delle domande di autorizzazione*, 21 ottobre 2022.

²⁸ Per un generale divieto di *goldplating* cfr. considerando 33: «[...] gli Stati membri non dovrebbero essere autorizzati a imporre prescrizioni supplementari ai fornitori di servizi di *crowdfunding* autorizzati ai sensi del presente regolamento».

ordinamento per l'esistenza di una riserva di attività nell'intermediazione creditizia professionale a favore di questi)²⁹.

Le specificazioni di Banca d'Italia in materia di *social lending* rimarranno invece ancora vigenti per il segmento di *lending-based crowdfunding* tra consumatori e, almeno fino all'entrata in vigore delle modifiche alla Direttiva europea sul credito ai consumatori, anche per il credito a consumatori erogato attraverso piattaforma dalla piattaforma stessa o da finanziatori professionali. Infatti, quest'ultima Direttiva, dopo alterne vicende in sede di negoziazioni trilaterali³⁰, nella versione adottata e pubblicata in Gazzetta ufficiale ad ottobre 2023 detta alcune regole anche per il *lending-based crowdfunding* ai consumatori, quando la piattaforma agisca come creditore oppure come intermediario del credito tra un finanziatore professionale ed un consumatore, per quanto attiene a trasparenza e condotta nei confronti dei richiedenti il prestito (non, invece, a regole di autorizzazione o protezione degli investitori). I fornitori di servizi di *crowdfunding* non coperti dal Regol. UE 1503/2020 (sia di prestito ai consumatori che di *donation/reward*) dovranno pubblicare sul proprio sito internet e nelle informazioni rese alla clientela l'avvertenza che i servizi offerti non sono soggetti «ad autorizzazione o vigilanza da parte della Banca d'Italia o della Consob» e agli stessi «non si applicano le regole e le

²⁹ In Portogallo i commentatori hanno anche auspicato in una tale precisazione, che è stata invece espressamente inserita dal legislatore norvegese: cfr. E. MACCHIAVELLO, *Conclusions about the ECSPR and its harmonization force: a brief summary of the objectives achieved and the remaining 'grey' areas from a comparative law perspective*, in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 815.

³⁰ Direttiva (UE) 2023/2225 del 18 ottobre 2023 relativa ai contratti di credito ai consumatori e che abroga la direttiva 2008/48/CE. Cfr. il rapporto del Parlamento europeo sulla revisione della Direttiva in questione: [https://www.europarl.europa.eu/legislative-train/theme-a-new-push-for-european-democracy/file-revision-of-consumer-credit-directive-\(refit\)](https://www.europarl.europa.eu/legislative-train/theme-a-new-push-for-european-democracy/file-revision-of-consumer-credit-directive-(refit)). Sulla proposta originaria della Commissione o emendamenti successivi: A. SCIARRONE ALIBRANDI–E. GROSSULE, *Crowdfunding and consumer credit protection in the EU*, in *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business*, in E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit.; O. CHEREDNYCHENKO, *The proposal for a new EU Consumer Credit Directive: towards responsible lending in the digital age?*, in *Law and Financial Markets Review* 2021, 15, 3-4, 183-206; K. SEIN, *Crowdfunding credit services under the new proposal for a new Directive on Consumer Credits*, in *Law and Financial Markets Review*, 2021, 15, 3-4, 221-238. Cfr. Anche più recentemente S. MEZZACAPO, *Il nuovo regime*, cit.

tutele previste dal regolamento europeo sui fornitori di servizi di *crowdfunding* n. 1503/2020» (nuovo art. 100-ter, comma 9, t.u.f.).

In ogni caso, i summenzionati atti di adattamento interno al regolamento europeo sembrano mostrare (specialmente gli orientamenti di Banca d'Italia) un atteggiamento conservativo, teso cioè a mantenere in vita, ove possibile dalla disciplina europea, prassi e regole previgenti in Italia.

2. Molto rumore per nulla? Un mercato di dimensioni finora limitate ma con buone potenzialità. I tratti peculiari del fenomeno.

L'intero mercato europeo del *crowdfunding* ha quasi raggiunto nel 2020 i \$10 miliardi (\$23 miliardi contando anche il Regno Unito)³¹. L'*investment-based crowdfunding*, pur rimanendo minoritario rispetto al *lending-based crowdfunding*, è in crescita in Europa, specialmente con riguardo al sotto-segmento *equity*, mentre restano limitati i sotto-segmenti dell'investimento in strumenti di debito (*debt-based securities crowdfunding*) e dei più generici contratti di investimento con partecipazione agli utili (*profit-sharing crowdfunding*)³². Nell'ambito

³¹ T. ZIEGLER et al., *The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*, (2021), 71 e 74, <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/the-2nd-global-alternative-finance-market-benchmarking-report/>.

³² In Europa (Regno Unito escluso), nel 2017, il mercato della finanza alternativa ammontava a €3,37 miliardi così ripartiti: €2.395 milioni per il *lending-based crowdfunding* (LB) (di cui €1.392 milioni – 41,3% - di *person-to-consumer- P2C*; €536 milioni – 15,9% - di *invoice trading*; €467 milioni – 3,8% - di *person-to-business – P2B*), €258.75 – 7,7% - per il *real-estate crowdfunding* (finanziamenti di capitale o debito subordinato per operazioni immobiliari), €211 milioni – 6,3% - per l'*equity-based crowdfunding* (EB), €75 milioni – 2,2% - per il *debt-securities based* (DB), €29 milioni – 1,6% - per i mini-bond e €1,57 milioni – 0,05% - *profit-sharing* (PS). La quota di mercato del Regno Unito, benché negli ultimi anni in discesa, ammonta nel 2017 al 68% dei volumi (81% nel 2015), per un totale di €7.067 milioni. Cfr. T. ZIEGLER ET AL., *Shifting Paradigms - The 4th European Alternative Finance Benchmarking Report*, (2019), in T. ZIEGLER et al., *Shifting Paradigms - The 4th European Alternative Finance Benchmarking Report*, (2019), 16, 22, 31 ss., https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2019-04-4th-european-alternative-finance-benchmarking-industry-report-shifting-paradigms.pdf. Un report più recente (T. ZIEGLER et al., *The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*, cit., 74) attesta un totale di 7,7 miliardi di dollari per il 2018, 12,2 miliardi per il 2019 e 9,9 miliardi per

dell'*equity-based crowdfunding*, i mercati maggiori in Europa (UK esclusa e altrimenti nettamente il paese *leader*) per il 2020 sono risultati Italia, Spagna e Germania³³. Per il *lending-based*, l'Italia detiene il primato per il *business lending*, seguita dalla Francia,³⁴ e per l'*invoice trading*, seguita dalla Spagna,³⁵ mentre nel *consumer lending* primeggia la Germania, seguita dalla Polonia³⁶. Guardando in particolare ai dati nazionali, in Italia il mercato è trainato dal segmento immobiliare (specialmente per il *lending*): al 30 giugno 2023 erano stati raccolti complessivamente per l'*equity* €398,37 milioni per progetti non immobiliari (di cui €86,64 milioni nell'ultimo anno) e €173,31 milioni per progetti immobiliari (di cui ben €56,42 milioni nell'ultimo anno) e €89,93 milioni (di cui €20,82 milioni nell'ultimo anno) in *minibond*, mentre, per il *lending*, il raccolto ammonta €213,58 milioni nel segmento *consumer*, €93,17 milioni nel segmento *business lending* non immobiliare e ben €267,60 milioni nel segmento *business lending* immobiliare (di cui più del 40% raccolto nell'ultimo anno)³⁷. Le dimensioni complessive del fenomeno, ad ogni modo, rimangono contenute rispetto al settore tradizionale bancario e dei mercati finanziari: ad esempio, nel 2020 i prestiti delle piattaforme rappresentavano solo lo 0,21% del credito erogato dal settore finanziario negli Stati Uniti, lo 0,13% nel Regno Unito e lo 0,03% per cento nell'Unione Europea (in particolare, 0,07% con riferimento

il 2020. Guardando al 2020, benché l'ordine dei singoli comparti sia rimasto invariato, sono cambiate le proporzioni tra alcuni degli stessi, accorciandosi alcune distanze: P2C 29,2%, *invoice trading* 20,3%, P2B 18,5%, *real estate* 8,3%, EBC 2,8%, DB 1,3%, PS 0,14%.

³³ Per il 2020, rispettivamente, \$67 milioni, \$55 milioni, \$49 milioni (mentre UK \$549), senza contare però il *real estate crowdfunding*: cfr. ZIEGLER et al., *The 2nd Global*, cit., 77.

³⁴ Rispettivamente, \$808 milioni e \$412 milioni (UK invece \$3262 milioni): T. ZIEGLER et al., *The 2nd Global*, cit., 76.

³⁵ Rispettivamente, \$709 milioni e \$277 milioni: T. ZIEGLER et al., *The 2nd Global*, cit., 76.

³⁶ Rispettivamente, \$803 milioni e \$299 milioni (mentre UK \$255): T. ZIEGLER et al., *The 2nd Global*, cit., 76.

³⁷ POLITECNICO DI MILANO-OSSERVATORI ENTREPRENEURSHIP FINANCE & INNOVATION, 8° *Report italiano sul CrowdInvesting*, luglio 2023, <https://www.osservatoriefi.it/efi/wp-content/uploads/2023/07/reportcrowd2023.pdf>.

all'Italia)³⁸. Ciò ha portato alcuni commentatori a sollevare dubbi sull'utilità di promuovere tale strumento alternativo di finanziamento.

Tuttavia, il *crowdfunding* è ritenuto un'utile forma alternativa di finanziamento specialmente per *start-up* e PMI che spesso incontrano difficoltà ad accedere ai canali tradizionali a causa dell'opacità dell'attività e conseguente asimmetria informativa rispetto alle società grandi e quotate. In particolare, esso è visto come un'alternativa – e in tempi brevi e a prezzi più contenuti a causa dell'accorciamento della “catena di intermediazione” e all'uso della tecnologia - al prestito bancario (in riferimento al *lending-based crowdfunding*) e ponte tra i *family, friends and fools* e *business angels, venture capital, private equity* o, addirittura, *IPOs* (con riferimento all'*equity-based crowdfunding*)³⁹, assicurando peraltro all'imprenditore un maggior controllo sul *business* rispetto a questi ultimi e anche operando come tecnica di *marketing* così come di *market-test*. Esso sembra anche rispondere a bisogni non solo finanziari degli investitori, quali senso di partecipazione ad una comunità, democratizzazione della finanza e

³⁸ S. CARDILLO et al., *Le piattaforme Fintech di prestito e di raccolta di finanziamenti nel mondo e in Italia*, Questioni di Economia e Finanza–Banca d'Italia Occasional Papers, n. 702, giugno 2022, 23; T. BECK et al., *Will video kill the radio star? Digitalisation and the future of banking. Digitalisation and the Future of Banking*, 1 gennaio 2022, ESRB Advisory Scientific Committee Reports, 12.

³⁹ Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Impact Assessment Accompanying the Document Proposal for a Regulation [...] on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business* (8 marzo 2018), 6, 13 ss. Per una discussione più ampia del tema, anche in connessione agli obiettivi della *Capital Markets Union*, e riferimenti [...] E. MACCHIAVELLO, *The Crowdfunding Regulation in the Context of the Capital Markets Union*, in *The EU Crowdfunding Regulation*, P. ORTOLANI–M. LOUISSE (a cura di), Oxford, 2021, 25-46; E. MACCHIAVELLO, *Disintermediation in Fund-raising. Marketplace Investing Platforms and EU Financial Regulation*, in *Routledge Handbook on Financial Technology and Law*, I. CHIU–G. DEIPENBROCK (a cura di), Routledge, 2021, 291-306; E. MACCHIAVELLO, *The Licensing Principle and Investment-Based Crowdfunding*, in *Fintech Regulation and the Licensing Principle*, D. MOURA VICENTE–D. PEREIRA DUARTE–C. GRANADEIRO (a cura di), Lisbon, EBI/CIDP, 2023, 46-70; E. MACCHIAVELLO–A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Marketplace Lending as a New Form of Capital Raising in the Internal Market: True Disintermediation or Re-intermediation?*, in *Digital Finance in Europe: Law, Regulation, Governance*, E. AVGOULEAS–H. MARJOSOLA (a cura di), De Gruyter, 2021, 37-85. Cfr. anche M. MOZZARELLI, *L'equity crowdfunding in Italia. Dati empirici, rischi e strategie*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, 650.

impegno⁴⁰, oltre che diversificazione e maggior resilienza complessiva. Ovviamente, a causa della tipologia di imprese finanziate e assenze di garanzie e presidi tradizionali (fondi di garanzia, *book-building*, ecc.), tali investimenti sono anche più opachi e rischiosi rispetto agli omologhi tradizionali: il settore ha perciò sviluppato soluzioni varie (fondi di protezione parziale, rating/ranking dei progetti, forum, *co-investing* con investitore professionali e limiti massimi di investimento per diversificare il rischio, ecc.). Altre peculiarità del *crowdfunding* rispetto agli omologhi tradizionali, sono l'uso di strumenti di comunicazione non necessariamente vicini al classico prospetto informativo (video ed elementi multimediali, forum, ecc.) e regole di funzionamento particolari (“*all-or-nothing*”; rilevanza di *soft information* e “*signaling*” nelle decisioni di investimento)⁴¹.

PARTE II – CAMPO DI APPLICAZIONE: TIPI DI SERVIZI, PRODOTTI E OFFERTE REGOLATI.

3. I servizi di *crowdfunding* regolati.

I gestori delle piattaforme di *crowdfunding* generalmente regolano l'accesso alla piattaforma degli emittenti/richiedenti compiendo uno *screening* iniziale, talvolta anche offrendo supporto nella redazione del *business plan*, pubblicano i relativi profili e progetti, mettono in contatto investitori ed imprese, forniscono modelli standard di contratto tra le parti, ricevono gli ordini e, infine, gestiscono le relazioni delle parti dopo la conclusione del contratto su mandato delle parti. La

⁴⁰ A. SCHWIENBACHER–B. LARRALDE, *Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures*, in *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*, D. CUMMING (a cura di), OUP, Oxford, 2012, 369 ss.; D. POPESCU et al., *Psychological Determinants of Investor Motivation in Social Media-Based Crowdfunding Projects: A Systematic Review*, in *Front. Psychol.* 2020, 11, 1 (benché tale fattore sia registrato maggiormente nel *reward-based crowdfunding*). A favore di una prospettiva meramente di ritorno economico: B. MELE, *In tema di qualità dell'informazione del sottoscrittore di quote di categoria nell'equity crowdfunding*, in *Giur. Comm.*, 2020, I, 978.

⁴¹ Più ampiamente: E. MACCHIAVELLO, *The Crowdfunding Regulation*, cit. e *Disintermediation in Fund-raising*, cit., 299. Cfr. anche V. DE STASIO, *Il Crowdfunding*, in *Il testo unico finanziario. Commentario*, M. CERA–G. PRESTI (a cura di), vol. 1, Bologna, 2020, 2325, 2328.

qualificazione giuridica di tali attività come servizio di investimento o altra forma di intermediazione finanziaria ha rilevanti conseguenze giuridiche in punto di normativa applicabile. Ad esempio, se tali servizi fossero ritenuti equivalenti a servizi di investimento e aventi ad oggetto strumenti finanziari, richiederebbero l'applicazione delle normative nazionali di derivazione *MiFID* e Regolamento Prospetto⁴². Come si è ampiamente esposto altrove⁴³, tuttavia, le nozioni di strumenti finanziari e di alcuni servizi di investimento, sono di per sé vaghe ed ambigue anche nel rispetto delle discrezionalità lasciate dalla normativa europea agli Stati Membri e sono soggette a diverse interpretazioni anche alla luce della mancata armonizzazione a livello europeo del diritto societario. Ciò ha portato gli interpreti, da un lato, ad individuare nell'attività di *crowdfunding* aspetti riconducibili a diversi servizi di investimento e, allo stesso tempo, solo alcuni caratteri (non tutti) di ciascun servizio⁴⁴ e, dall'altro, i regolatori e autorità dei paesi europei a qualificare in maniera diversa le attività di *investment-based crowdfunding*, andando dall'esclusione della natura delle stesse di servizi di investimento (cfr. in Portogallo)⁴⁵, alla riconduzione,

⁴² In Italia (come in altri paesi europei quali Germania) sussiste un obbligo di prospetto anche in presenza di prodotti finanziari diversi dai valori mobiliari purché le offerte degli stessi non ricadano in una delle esenzioni ammesse.

⁴³ Cfr. E. MACCHIAVELLO, *Peer-to-peer lending and the “democratization” of credit markets*, cit.; E. MACCHIAVELLO, *La modifica al regolamento Consob*, cit.; ID., *La problematica*, cit.; ID., *Financial-return crowdfunding and regulatory approaches in the shadow banking, FinTech and collaborative finance era*, in *ECFR*, 2017, 14, 4, 662-722; ID., *Peer-to-peer lending ed informazione*, cit.; ID., *Disintermediation*, cit., 299-302; ID., *The European*, cit., 570 ss.; G. FERRARINI-E. MACCHIAVELLO, cit. Cfr. Sul tema anche A. LAUDONIO, *Equity-based crowdfunding: la protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latinoamericane*, in *Riv. soc.*, 2019, 1237; V. DE STASIO, *op. cit.*, 2350.

⁴⁴ Sul tema della qualificazione giuridica dei servizi di *investment-based crowdfunding* cfr., oltre ai lavori nella nota precedente: V. DE STASIO, *op. cit.*, 2344 ss.; U. MINNECI, *Equity crowdfunding: gli strumenti a tutela dell'investitore*, in *Riv. dir. civ.*, 2019, I, 509, 512.

⁴⁵ In Austria, le partecipazioni in *silent partnerships* non sono considerate strumenti finanziari e, in conseguenza, le piattaforme che le offrivano non erano tenute a richiedere un'autorizzazione come imprese d'investimento né soggette all'obbligo di prospetto, potendo operare come semplici consulenti o *broker* (in base alla sezione 136(a) della legge del commercio austriaca: cfr. previgente art. 1, §5 *AltFG*) ma la licenza come impresa d'investimento è richiesta in caso di offerta di strumenti finanziari (con aggiunta, dal 2015, di obblighi e limiti *ad hoc* per

alternativamente, ai servizi di ricezione e trasmissione di ordini (cfr. Olanda⁴⁶), consulenza (cfr. Francia)⁴⁷, esecuzione di ordini, collocamento senza assunzione di garanzia, etc. o all'applicazione di esenzioni generali anche a seconda della tipologia di prodotto (v. Germania⁴⁸).

l'investment-based crowdfunding). Similmente, in Belgio le piattaforme usavano spesso titoli di debito *profit-sharing* (emessi peraltro da una *holding company*), non considerati strumenti finanziari. Cfr. S. SCHERMAIER-D. SCHMELZ, *Austria*, in *Review of Crowdfunding Regulation. Interpretations of Existing Crowdfunding Regulations in Europe, North America and Israel*, O. GAJDA et al. (a cura di), European Crowdfunding Network, (2014), 11-19, <http://eurocrowd.org/wp-content/blogs.dir/sites/85/2014/12/ECN-Review-of-Crowdfunding-Regulation-2014.pdf>; A. WOCHENMARKT, *Belgium*, in *Review of Crowdfunding* (2014), O. Gajda et al. (a cura di), cit., 20-21.

⁴⁶ In Olanda, le piattaforme che volessero offrire strumenti finanziari via internet necessitavano di una licenza come imprese di investimento, abilitate almeno al servizio di ricezione e trasmissione di ordini: cfr. E. VAN KRANENBURG, *The Netherlands*, in *Review of Crowdfunding Regulation* (2014), O. Gajda et al. (a cura di), cit., 160; A. HAKVOORT, *Where the ECSPR pinches the Dutch shoe: some brain teasers from a Dutch law perspective*, in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 711 ss. Per l'analisi comparativa dei regimi stranieri, E. MACCHIAVELLO, *Conclusions*, cit.; ID., *Financial-Return Crowdfunding*, cit.; ID., *“What to Expect”*, cit.; G. FERRARINI-E. MACCHIAVELLO, *op. cit.*; cfr. anche EUROPEAN COMMISSION, *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, cit.; ID., *Final Report – Identifying market and regulatory obstacles to crossborder development of crowdfunding in the EU*, cit.; CROWDFUNDINGHUB, *Crowdfunding crossing borders*, cit.; D. ZETZSCHE-C. PREINER, *Cross-Border Crowdfunding – Towards a Single Crowdfunding Market for Europe*, in *EBOR* 2018, 19, 217–251; A. LAUDONIO, *Equity-based*, cit.

⁴⁷ In Francia, gli operatori di *investment-based crowdfunding* operavano come consulenti specializzati soggetti ad un regime speciale (*conseillers en investissements participatifs - CIP*) oppure imprese di investimento autorizzate al servizio di consulenza. A proposito dell'ordinamento francese e della possibilità offerta alle imprese di investimento comunitarie (autorizzate al servizio di consulenza in materia di investimenti) di offrire *equity crowdfunding* in Francia cfr. M. MOULIN, *Régulation du crowdfunding: de l'ombre à la lumière*, in *BJB* 2014 (luglio-agosto), 356, 362; ID., *Crowdfunding in France after the adoption of the ECSPR*, in *Crowdfunding Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 664 ss.; M.C. DE LAMBERTYE-AUTRAND ET AL., *L'activité transfrontalière des plateformes de financement participative*, in *Le cadre juridique du crowdfunding. Analyses prospectives*, A.V. LE FUR (a cura di), Société de Legislation Comparee, Parigi, 2015, 21.

⁴⁸ In Germania i *broker* che offrivano prodotti finanziari (inclusi prestiti subordinati e *profit-participation loans*) e strumenti finanziari diversi dai valori mobiliari/*securities* (partecipazioni in *silent partnerships* e diritti di partecipazione

3.1. Investment-based crowdfunding.

L'art. 50-*quinquies* t.u.f. era stato introdotto con la finalità di regolare, attraverso un regime speciale, l'attività di gestione di portali esercitata professionalmente con l'esclusiva finalità di «facilitazione della raccolta di capitale di rischio» da parte di certi tipi di società e, poi, solo in tempi più recenti, anche la «raccolta di finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito»⁴⁹. La normativa italiana, al contrario di altre⁵⁰, non descriveva tuttavia specificatamente

agli utili, ad esempio) senza detenzione/proprietà delle somme di denaro o altri beni dei clienti erano sottoposti ad una disciplina generale (di esenzione dalla *MiFID ex art. 3*) molto leggera prevista dal codice del commercio (§34.f del *Gewerbeordnung – GewO*) per i *broker* di investimento. Quando le piattaforme offrivano invece valori mobiliari o servizi non ricompresi nell'esenzione, esse erano soggette alla disciplina delle imprese di investimento ed in materia di prospetto (salvo sotto la soglia dei €100.000). Cfr. V. MÜLLER-SCHMALE, *Crowdfunding: Supervisory requirements and investor responsibility*, (16 giugno 2014), in *2014 BaFin Annual Report - Federal Financial Supervisory Authority* (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – BaFin), 65, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2014/fa_bj_1406_crowdfunding_en.html; J.P. BUBALB, *Subordinated loans and loans with profit participation: BaFin urges caution in connection with capital raising*, (16 marzo 2015), BaFin, http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2015/fa_bj_1503_nachrangdarlehen_en.html; J. BEGNER, *Crowdfunding and regulatory laws*, in *BaFin Quartely*, 2012, 3, 8 ss.

⁴⁹ Cfr. definizione di “portale per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e imprese sociali” di cui all'art. 1, comma 5-*novies*, t.u.f. come modificato dall'art. 1, comma 236 della legge n. 145 del 30 dicembre 2018.

⁵⁰ La normativa speciale spagnola introdotta con la *Ley de fomento de la financiación empresarial* n. 5 del 28 aprile 2015, oltre a fornire una definizione specifica di attività di “*financiación participativa*” (art. 46: «[...] poner en contacto, de manera profesional y a través de páginas web u otros medios electrónicos, a una pluralidad de personas físicas o jurídicas que ofrecen financiación a cambio de un rendimiento dinerario, denominados inversores, con personas físicas o jurídicas que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto de financiación participativa, denominados promotores») e a specificare che le piattaforme potevano formalizzare i contratti di sottoscrizione di partecipazione tra emittenti e investitori, individuava alcune attività come i servizi tipici offerti dalle piattaforme (ricezione, selezione e pubblicazione dei progetti, creazione di canali di comunicazione per la contrattazione tra investitori ed emittenti) e altre come servizi ausiliari offribili da parte delle stesse (valutazione dei progetti, analisi degli stessi e del loro livello di rischio, pubblicazione delle informazioni in modo oggettivo,

tale attività di facilitazione, lasciando ai gestori la libertà di impostare *business models* diversi, nei limiti tuttavia, perlomeno con riferimento ai gestori iscritti nella sezione ordinaria, dei divieti posti dalla normativa. Ad ogni modo, il legislatore italiano sembrava aver sfruttato l'esenzione facoltativa dalla disciplina *MiFID* ex art. 3(1) *MiFID II*, la quale autorizza gli Stati membri a sottoporre ad un regime esclusivamente nazionale gli operatori che svolgano i servizi di ricezione e trasmissione di ordini così come di consulenza su valori mobiliari o quote di OICR, qualora siano autorizzati a trasmettere gli ordini solo a determinate imprese autorizzate (quali banche ed imprese d'investimento), riconducendo di fatto e implicitamente l'attività dei portali al servizio di ricezione e trasmissione degli ordini (e che giustifica il progressivo sforzo di avvicinamento alla *MiFID II* effettuato nel 2017 e 2020 come richiesto per i regimi di esenzione ai sensi dell'art. 3(1) e (2) *MiFID II*)⁵¹. Tuttavia, alcuni interpreti hanno

predisposizione di modelli di contratto, trasmissione di informazioni tra emittenti ed investitori sull'andamento del progetto, canali di comunicazione diretta tra investitori e offerenti; art. 51).

⁵¹ Il paragrafo 2 dell'art. 3 *MiFID*, introdotto dalla *MiFID II*, ha imposto agli Stati Membri di sottoporre gli intermediari che operino in regime di esenzione (ai sensi del paragrafo 1) ad una disciplina nazionale sostitutiva con «*requisiti almeno analoghi*» a quelli stabiliti dalla *MiFID II* per le imprese d'investimento con riferimento a determinati aspetti. In particolare, i requisiti simili dovranno attenersi al procedimento di autorizzazione e registrazione, ai requisiti degli amministratori e degli azionisti, alla vigilanza continua, alle misure organizzative e procedurali per prevenire conflitti di interesse, alle regole di condotta inclusi i doveri di agire in modo onesto, corretto, professionale e nel miglior interesse del cliente e di fornire informazioni corrette, chiare, non ingannevoli e tempestive ai clienti (specialmente su determinati aspetti), la necessità di condurre un test di adeguatezza in presenza del servizio di consulenza oltre che regole sulle remunerazioni, sistemi di garanzia e protezione degli investitori o assicurazione professionale. Non sono inclusi nell'elenco in questione i requisiti di adeguatezza patrimoniale (dai quali era lo stesso *CRR* a permettere l'esenzione degli intermediari svolgenti determinati servizi di investimento – tra i quali sono ricompresi ricezione/trasmissione e consulenza – quando non detengano denaro o strumenti finanziari dei clienti) né di *governance* (a proposito dei quali è stata già contestata l'opportunità di estendere le regole concepite per banche sistematicamente rilevanti a tutte le imprese di investimento senza distinzioni in quanto a tipi di attività e dimensioni: cfr. sul punto J.H. BINDER, *Governance of Investment Firms Under MiFID II*, in *Regulation*, D. BUSCH–G. FERRARINI (a cura di), cit., 43 ss., 83 ss.. Cfr. anche E. MACCHIAVELLO, *La travagliata evoluzione normativa dell'equity crowdfunding in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione*

preferito parlare di una nuova figura di servizio *ad hoc*⁵². In ogni caso, si riteneva preclusa ai gestori di piattaforme l'offerta di servizi di investimento quali collocamento o consulenza: ad esempio, era espressamente vietato ai gestori formulare raccomandazioni sulle singole offerte idonee ad influenzare le adesioni (previgente art. 13, comma 3, secondo periodo, previgente regol. Consob *crowdfunding*)⁵³. Inoltre, i gestori di portali erano tenuti a trasmettere gli ordini

del crowdfunding a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita?, in *questa Rivista* 2018, 16, 1-31, http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/e._macchiavello_la_travaglia_ta_evoluzione_normativa_dellequity_crowdfunding_in_italia_2018_0.pdf; E. D'IPPOLITO-M. MUSITELLI-A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Protecting Crowdfunders: Is a MiFID-Mimicking Approach Appropriate?*, in *Eur. comp. law*, 2016, 13, 1, 31.

⁵² Cfr. F. ACCETTELLA-N. CIOCCA, *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 237, 262 ss.; M.L. VITALI, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta di capitali di rischio*, in *Riv. soc.*, 2014, 371, 381 (secondo il quale si tratterebbe di un nuovo servizio di investimento); G.D. MOSCO, *Start-up e p.m.i. innovative: equity crowdfunding e deroghe al diritto societario*, in M. COLURCIO-A. LAUDONIO, cit. (segnalando i dubbi di compatibilità con il diritto europeo); R. CARATOZZOLO, *La disciplina italiana dell'equity crowdfunding: tra incentivazione degli emittenti e tutela degli investitori*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2013, I, 256, 286 (che fa rientrare il servizio in questione tra le "attività finanziarie"); S. RIZZO, *Intermediari Finanziari ed Equity Crowdfunding: profili di compliance*, in *Riv. regolaz. merc.*, 2014, 315 (che ne parla in termini di servizio accessorio). La questione è che la creazione da parte del legislatore italiano di un nuovo servizio di investimento non incluso nella relativa lista *MiFID* sembrerebbe violare la disciplina europea in questione ed i limiti di cui all'art. 3(1) *MiFID II* (salvo che non si ritenga che i legislatori nazionali siano liberi di introdurre e regolare nuovi servizi di investimento dovendo rispettare i vincoli *MiFID* solo per quelli elencati a livello europeo). In alternativa, il servizio potrebbe essere visto come una nuova figura di servizio finanziario *ad hoc* (non di investimento). In entrambi i casi, però, non si spiegherebbero i frequenti sforzi del nostro regolatore ad adeguare la normativa italiana alle revisioni della disciplina europea. In ogni caso, la collocazione nel t.u.f., subito dopo la disciplina degli OICR, è apparsa discutibile.

⁵³ F. ACCETTELLA-N. CIOCCA (*Emittente e portale*, cit., 241-242) ritengono che qualora il contratto tra gestore di portale ed emittente prevedesse un impegno del primo di raccomandazione/sollecitazione della campagna del secondo a scapito delle altre presenti sul portale, la clausola in questione fosse invalida, oltre che fonte di possibili sanzioni da parte dell'autorità. Tra le forme di sollecitazione vietate non rientrerebbe l'indicazione imparziale e oggettiva del successo dell'offerta presso gli investitori (ad es., tasso di adesione) o giudizi di terzi (quali analisti finanziari) mentre dubbi sono avanzati dagli Autori rispetto alla possibilità di indicare il *rating* dei progetti elaborato dal gestore della piattaforma.

riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari a banche ed imprese di investimento, non potendo procedere direttamente alla loro esecuzione. Tale limite sembrava derivare, in parte, dalla normativa comunitaria - che permette di esentare dalla disciplina *MiFID* solo gli operatori che siano autorizzati a svolgere solo il servizio di ricezione e trasmissione di ordini o di consulenza e trasmettere gli ordini solo a banche o altre imprese autorizzate, tagliando fuori i servizi di collocamento e di esecuzione di ordini - e, in parte, da interpretazione restrittiva dell'Italia⁵⁴.

Nell'ambito del vigente Regol. UE 1503/2020, invece, il servizio di *crowdfunding* viene specificatamente identificato (con definizione cui ora rinvia l'art. 1, comma, 5-*novies* t.u.f. come modificato dal d.lgs. 30/2023) con «l'abbinamento tra gli interessi a finanziare attività economiche di investitori e titolari di progetti tramite l'utilizzo di una piattaforma di *crowdfunding*» e consistente, sul lato *investment-based crowdfunding*, nella combinazione dei due servizi di investimento di cui alla Direttiva *MiFID II* (allegato 1, punti 7 e 1) «collocamento senza impegno irrevocabile» e «ricezione e trasmissione degli ordini di clienti» (art. 2, par. 1, lett. a), Regol. n. 1503/2020). Tale definizione sembrerebbe quindi avere l'effetto di espandere i servizi a disposizione dei fornitori di *crowdfunding* italiani ma il regolamento europeo precisa che gli stessi «non pagano né accettano remunerazioni, sconti o benefici non monetari per l'attività di canalizzare gli ordini degli investitori verso una particolare offerta di *crowdfunding* presente sulla loro piattaforma di *crowdfunding* o verso una particolare offerta di *crowdfunding* presentata su una piattaforma di *crowdfunding* di terzi» (art. 3, par. 3). Il servizio di esecuzione di ordine non è espressamente menzionato ma la versione definitiva del regolamento delegato 2022/2112 (schema di domanda, punto 5, sottopunto 2) chiede al

⁵⁴ Cfr. E. MACCHIAVELLO, *La modifica al regolamento Consob*, cit., 350. A proposito delle differenze interpretative tra, ad esempio, Italia e Regno Unito e altri paesi, ibidem, 327-328, 334; ID., *European Crowdfunding Services Providers Regulation*, cit. Sulla tradizionale interpretazione in Italia dei servizi di ricezione e trasmissione degli ordini e di esecuzione di ordini come tipici del solo mercato secondario, cfr. L. GAFFURI, *I servizi e le attività di investimento. Disciplina e aspetti operativi*, Milano, 2010, 22; M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento. Prestatori e prestazione*, Milano, 2012, 250; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2014, 93.

fornitore di specificare come le procedure e sistemi adottati dallo stesso permettono «*the reception and transmission and execution of the client orders on an equal basis*». Di conseguenza, anche alla luce del nuovo regolamento Consob *crowdfunding* (2023), sembrerebbe da considerarsi abrogato anche il previgente obbligo dei gestori di trasmissione degli ordini a banche/SIM per l'esecuzione, non essendo un requisito contenuto espressamente nel Regolamento europea ed in forza del divieto di *goldplating*.

3.2. Lending-based crowdfunding.

Sul lato *lending-based crowdfunding*, invece, l'art. 2, par. 1, lett. a) regol. UE 1503/2020 definisce il servizio di *crowdfunding* come il servizio nell'intermediazione (in inglese, “*facilitation*”) nella concessione di prestiti (alle imprese). Nell'ambito di tale ultimo servizio - viene precisato nel considerando 11 - «le piattaforme di *crowdfunding* [...] facilitano semplicemente la conclusione, da parte degli investitori e del titolare di progetti, di contratti di prestito senza che il fornitore di servizi di *crowdfunding* agisca in alcun momento come creditore del titolare di progetti». Ciò, in combinazione con l'esplicito divieto per i fornitori di partecipare alle offerte di *crowdfunding* sulla loro piattaforma (art. 8, par. 1 Regol. UE 1503/2020) dovrebbe escludere la possibilità di operare nell'ambito del regolamento in questione attraverso modelli operativi che prevedano la compartecipazione ai prestiti da parte della piattaforma stessa, invece in precedenza utilizzati in Italia al fine di assicurare gli investitori attraverso l'allineamento di interessi tra piattaforma e investitori: tuttavia, modelli simili potrebbero essere offerti attraverso altre autorizzazioni (come, in Italia, art. 106 t.u.b.) e anche insieme ad un'autorizzazione ai sensi del regol. UE *crowdfunding* ma senza poter beneficiare, per i servizi di *co-lending*, del passaporto europeo.

3.3. Ulteriori servizi: “*principali*” o “*accessori*”? Altre attività svolgibili.

Il combinato disposto del considerando 21 e art. 3, par. 4 del Regol. 1503/2020 chiarisce che l'uso di sistemi di filtraggio che permettano agli investitori di identificare tra i progetti presenti sulla piattaforma

quelli che corrispondano a criteri oggettivi di interesse (quali settore economico, tasso di interesse, categoria di rischio, tipo di strumento) può farsi rientrare tra i servizi di *crowdfunding* “principali” (“*core*”, strettamente intesi) sopra menzionati e dunque coperto da riserva e ammesso senza che ciò comporti la qualificazione dell’attività, ad esempio, come servizi di consulenza in materia di investimenti (ovviamente, sempre che manchi una raccomandazione personalizzata). In ogni caso, l’investitore deve esaminare e prendere esplicitamente una decisione di investimento in relazione a ciascuna offerta (art. 3, par. 4).

Tuttavia, il regolamento si applica anche a *business models* più complessi e soggetti a requisiti specifici aggiuntivi (cfr. *infra* §§7 ss.). In particolare, i fornitori autorizzati potranno fornire anche lo *scoring*/determinazione di prezzo dei progetti, servizio che il considerando 11 sembra far rientrare nel concetto standard o “*core*” di servizio di *crowdfunding*), mentre la normativa secondaria (*RTS*) lo inserisce tra gli “altri servizi”⁵⁵. Un ulteriore servizio è la nuova figura di “gestione individuale di portafogli di prestiti”, consistente nella «ripartizione, da parte di un fornitore di servizi di *crowdfunding*, di un importo prestabilito di fondi di un investitore [...] a uno o più progetti di *crowdfunding* sulla sua piattaforma di *crowdfunding* conformemente a un mandato individuale conferito dall’investitore su base discrezionale per ciascun investitore», dove tale mandato è basato su almeno due tra i seguenti parametri: tasso di interesse, maturità, categoria di rischio o un tasso di rendimento garantito (artt. 2, par. 1 lett. c); 3, par. 4-5; 6, par. 1). Per tale servizio, basato appunto su un mandato discrezionale, non è richiesta la conferma dell’ordine da parte dell’investitore (al contrario di tutti gli altri servizi) e il fornitore dovrà adottare tutte le misure necessarie per ottenere il miglior risultato possibile per l’investitore e comunicare a questi il suo processo decisionale (art. 3, par. 4-5). Peraltro, la Commissione europea ed ESMA hanno espressamente interpretato tale servizio come servizio

⁵⁵ Nel modello di domanda di autorizzazione contenuto nel Regolamento delegato (UE) n. 2022/2112, il servizio di “*application of credit scores to crowdfunding projects*” è elencato al punto 5, lett. c) tra gli “altri servizi che il fornitore intende fornire”, insieme ai servizi di pagamento, custodia o gestione di bacheche elettroniche, uso di SPV, etc.

accessorio, invece che come servizio di crowdfunding “core”⁵⁶. Nel Regolamento viene anche precisato (considerando 20) che i modelli nei quali l’allocazione dei fondi è automatica e basata su parametri prescelti dall’investitore (c.d. auto-investimento) sono da assimilarsi alla gestione individuale di portafogli di prestiti e quindi assoggettati alle stesse regole aggiuntive. Nel nuovo regime, quindi, trovano riconoscimento ufficiale i modelli di *auto-bid*, diffusi nel settore *lending* specialmente in altri paesi (Stati Uniti, Cina e Regno Unito) ma impiegati anche dalle piattaforme italiane (in particolare nel segmento *consumer lending*) pur nell’incertezza normativa (sembrando contrari al requisito di trattative private imposto da Banca d’Italia), spesso in alternativa anche parziale alla scelta diretta⁵⁷. Entrambi tali modelli, benché sottoposti a regole più severe, potranno rappresentare un’opportunità in più per le piattaforme italiane, soprattutto quelle di dimensioni maggiori e con un’organizzazione sofisticata⁵⁸.

Uno dei principali problemi dell’investimento in start-up e *seed companies* è costituito dall’illiquidità dell’investimento, non potendo fare affidamento per l’*exit* su sedi di negoziazioni⁵⁹ ma solo sul diritto

⁵⁶ Cfr. ESMA, *Q&A*, cit., n. 3.2.

⁵⁷ Per dati sull’impiego dei modelli “diffusi” o di diversificazione automatica o *auto-bid* in Italia, cfr. A. SCIARRONE ALIBRANDI et al., *Marketplace lending*, cit., 116-117; POLITECNICO DI MILANO-OSSERVATORI ENTREPRENEURSHIP FINANCE & INNOVATION, *6° Report italiano sul CrowdInvesting*, (luglio 2021), 41, <https://www.osservatoriefi.it/efi/wp-content/uploads/2021/07/REPORT2021.pdf>. Tali modelli di investimento “automatico” erano avvolti da incertezza normativa anche in Francia ed espressamente vietati in Spagna e Norvegia: cfr. E. MACCHIAVELLO, *Conclusions*, cit., 808 ss.

⁵⁸ Su tale servizio cfr. S. MEZZACAPO, *La disciplina UE del servizio di “gestione individuale di portafogli di prestiti” per il finanziamento di “progetti di crowdfunding”*, in *Diritto del Risparmio*, 2022, 3; R. FERRETTI, *Individual portfolio management of loans (Art 6)*, in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 113-129; A. MINTO-N. DIETZ LEGIND, *Zooming in on the “Individual Portfolio Management of Loans” in the Ambit of the Regulation on European Crowdfunding Service Provider*, in *Law Econ. Yrly Rev.*, 2021, 10, 1, 142.

⁵⁹ Gli strumenti emessi da PMI non possono essere, per disposizione legislativa, se emessi da start-up e PMI innovative, offerti su mercati regolamentati o, se emessi dalle sole start-up, su sistemi multilaterali di negoziazione, nemmeno in fase di successiva vendita, mentre per le restanti PMI l’accesso a sedi di negoziazione regolamentate appare nella pratica escluso dai costi che ciò comporta: M. DE MARI, *Equity crowdfunding, PMI non quotate e mercati secondari: una lacuna da colmare?*, (febbraio 2019),

di *tag-along* o recesso in caso di cambio di controllo (*infra*, § 12.2). Il previgente art. 50-*quinquies*, comma 2, t.u.f., riferendosi agli ordini ricevuti dai portali, parlava di ordini sia di sottoscrizione che di vendita, creando secondo alcuni le basi per la futura costituzione di mercati secondari⁶⁰. Tuttavia, il successivo art. 100-*ter* t.u.f. (che limitava l’offerta attraverso i portali alla sola sottoscrizione) e la tendenziale interpretazione restrittiva di *MiFID II* (escludente esenzioni per la costituzione di sedi alternative e non autorizzate di negoziazione)⁶¹ hanno invece militato a sfavore di tale possibilità. In risposta all’esigenza di liquidità, una riforma del regolamento Consob *crowdfunding* del 2019, al fine di aumentare la liquidità dei prodotti di *crowdfunding*, aveva previsto la possibilità esplicita per le piattaforme di offrire il servizio - considerato connesso/accessorio - di predisporre “bacheche elettroniche”, cioè sistemi di pubblicazione delle manifestazioni di interesse degli utenti alla compravendita di strumenti previamente sottoscritti attraverso la piattaforma (previgente art. 25-*bis* regol. Consob *crowdfunding*), da collocarsi in una sezione separata del portale. È intuitivo - e già in passato discusso⁶² -, come la linea di

http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/de_mari_m._equity_crowdfunding_pmi_non_quotate_e_mercati_secondari_una_lacuna_da_colmare_2019.pdf.

⁶⁰ ASSONIME, *Circolare n. 11 del 6 maggio 2013 – L’impresa start up innovativa*, in *Riv. Not.*, 2013, III, 544, 547.

⁶¹ In tal senso, M. DE MARI, *Equity crowdfunding, PMI non quotate*, cit.; ID., *Diritto delle imprese e dei servizi di investimento*, 96 ss. e 157; cfr. anche A. GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, 699; S. GUIZZARDI, *L’impresa start up innovativa costituita in forma di s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 549.

⁶² Il CESR (il comitato europeo del settore precedente alla costituzione dell’ESMA) escludeva dal novero dei mercati (anche alternativi) solo i “*passive bulletin boards*” o “*advertising systems*”, nei quali «participants contract each other outside the system (i.e. not under the system’s rules and not by means of the system’s protocols or internal operating procedures)» e i “*bilateral systems*”, cioè «those systems where a single entity enters into every trade entered through the system, on own account and not as a riskless counterparty interposed between the buyer and seller»: CESR, *Standards for alternative trading systems*, (July 2002), CESR/02-086b, 4 ss., https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/1-02_086b.pdf. Cfr. anche considerando 8 MiFIR: «[OTF] *should not include facilities where there is no genuine trade execution or arranging taking place in the system, such as bulletin boards used for advertising buying and selling interests [...]*». Per

confine tra queste “bacheche” e mercati appaia sottile, correndosi così il rischio di svolgimento di un’attività riservata senza la dovuta autorizzazione. Il regolamento Consob precisava perciò che tali bacheche, al fine di non violare riserve di legge e in linea con la normativa europea, dovessero consistere nella mera “pubblicazione di manifestazioni di interesse alla compravendita di strumenti finanziari, che siano stati oggetto di offerte concluse con successo nell’ambito di una campagna di *crowdfunding* svolta sul proprio portale” e quindi, ad esempio, non dovessero presentare un insieme di regole (anche in forma di sistema tecnologico-algoritmico) che permetta l’incrocio tra domanda e offerta (*matching*) e agevoli la conclusione dei contratti, la quale deve avvenire al di fuori della piattaforma⁶³. L’autorità italiana ha anche interpretato tali disposizioni in maniera estremamente restrittiva, escludendo, ad esempio, la possibilità del gestore di usare filtri, fornire alle parti contratti standard o di creare sistemi di comunicazione aperta tra gli utenti (permettendosi solo “comunicazione in forma riservata dei dati relativi ai soggetti interessati al trasferimento degli strumenti finanziari”)⁶⁴, così limitando fortemente l’utilità di tali bacheche.

una discussione più approfondita sul punto, cfr. E. MACCHIAVELLO, *The European*, cit., 573 ss.

⁶³ In tal senso cfr. recentemente anche ESMA, *MiFID II Review Report - MiFID II review report on the functioning of Organised Trading Facilities (OTF)*, (23 March 2021) ESMA70-156-4225, 27 ss. In particolare, a pagina 29, ESMA proponeva di inserire nella *MiFID II* la seguente definizione di *bulletin board*: «a) an interface that only aggregates and broadcasts buying and selling interests in financial instruments (including financial securities registered in a distributed ledger); b) the system neither allows for the communication or negotiation between advertising parties, including any notification of any potential match between buying and selling interests in the system, nor imposes the mandatory use of tools of affiliated companies; and, c) there is no possibility of execution or the bringing together of buying and selling interests in the system».

⁶⁴ Cfr. CONSOB, *Modifiche*, cit., 12-13: «I soggetti potenzialmente interessati all’annuncio potrebbero, quindi, reperire i contatti telefonici o l’indirizzo *e-mail* dell’offerente, utilizzando un apposito link reso disponibile sulla pagina della bacheca. Il contatto tra i soggetti avverrebbe al di fuori della piattaforma, così come l’eventuale perfezionamento del contratto avverrebbe a seguito di una trattativa bilaterale tra i due soggetti che non coinvolgerebbe il gestore del portale. Lo stesso gestore non avrebbe dunque alcuna evidenza di eventuali trattative né dell’eventuale finalizzazione delle stesse»; «il gestore non potrà svolgere attività volte ad agevolare il contatto tra soggetti potenzialmente interessati quali: la presentazione all’offerente

Nell'ambito del Regol. UE 1503/2020 si permette ugualmente ai fornitori di «gestire una bacheca elettronica sulla quale consentono ai propri clienti di pubblicizzare l'interesse per l'acquisto e la vendita di prestiti, di valori mobiliari o di strumenti ammessi a fini di *crowdfunding* inizialmente offerti sulle medesime piattaforme di *crowdfunding*» (art. 25, par. 1 e considerando 55)⁶⁵. Non è chiara la classificazione del servizio di gestione di bacheche elettroniche ma sembra non poter essere qualificato come “*core crowdfunding service*” con la conseguenza di non essere coperto da riserva di attività né dal passaporto europeo⁶⁶. Le condizioni per creare tali bacheche elettroniche sono restrittive e simili al regime italiano (anche perché derivanti dall'interpretazione della normativa europea), dovendosi escludere qualunque possibilità di *matching*, conclusione del contratto ed esecuzione degli ordini attraverso la piattaforma⁶⁷, con alcune differenze: a livello europeo si sono assoggettati alle stesse anche i prestiti intermediati (altrimenti esclusi in linea di principio dall'ambito *MiFID II/MiFIR*) e stabilito che tali sistemi possano anche indicare un prezzo suggerito a patto di precisare la natura non vincolante dello stesso; inoltre, i fornitori hanno l'obbligo aggiuntivo di assicurarsi che

di un soggetto potenzialmente interessato; il *filtro* degli annunci pubblicati, così da rendere visibili a certi gruppi di aderenti al servizio di bacheca elettronica solamente quelle offerte che potrebbero essere per loro maggiormente interessanti; la messa a disposizione di *sistemi di comunicazione* nell'ambito della bacheca elettronica. Allo stesso modo, il gestore non potrà porre in essere attività utili a favorire la conclusione del contratto quali: il coinvolgimento nella trattativa; la predisposizione di *moduli standard* per i contratti; la segnalazione di professionisti per la definizione dei contratti; il trasferimento della titolarità degli strumenti e il regolamento delle operazioni» (corsivo aggiunto).

⁶⁵ Rimane esclusa la possibilità di scambiare prodotti di *crowdfunding* sottoscritti originariamente su altre piattaforme: M. GARGANTINI, *Secondary markets for crowdfunding: bulletin boards (Art 25)*, in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 359. Sul tema cfr. anche M. SEPE, *Le offerte di crowdfunding tra mercato primario e secondario: il regime delle bacheche elettroniche e la circolazione delle quote di S.r.l.*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'economia (RTDE)*, suppl. al n. 3, 2023, 184.

⁶⁶ Esso è elencato nel *template* contenuto negli standard tecnici (*RTS*) tra gli “*other services or activities*” insieme a servizi di pagamento, gestione di portafogli di prestiti e *pricing*: E. MACCHIAVELLO, *The Scope*, cit., 65; M. GARGANTINI, *op. cit.*, 353.

⁶⁷ Cfr. anche A. HAKVOORT, *Secondary Trading of Crowdfunding Investments*, in *The EU Crowdfunding Regulation*, P. ORTOLANI–M. LOUISSE (a cura di), cit.; M. GARGANTINI, *op. cit.*, 353 ss.

gli investitori non sofisticati ricevano il *KIIS* e siano avvertiti della natura delle bacheche (distinta da quella di *MTF/OTF*) e, nel caso di prestiti, di comunicarne ai potenziali acquirenti la *performance* (v. *infra* §10); infine, non si è espressamente escluso – e rimane dunque incerto – che i fornitori di *crowdfunding* possano fornire contratti standard alle parti e creare sistemi di comunicazione diretta bilaterale tra i partecipanti: mentre il primo servizio sembra ammissibile (in aggiunta all'uso di filtri e al contrario del previgente regime italiano), il secondo dovrebbe essere escluso⁶⁸. Ad ogni modo, le regole sul trasferimento dei titoli rimangono nazionali per cui l'effettività di tali sistemi dipenderà molto anche da queste.

Viene comunque confermato il regime dematerializzato (e quindi economicamente più conveniente) alternativo e semplificato (rispetto a quelli tradizionali di cui all'art. 2470, comma 2, c.c. e all'art. 36, comma 1-*bis*, del D.L. 25 giugno 2008) di circolazione delle quote di s.r.l. introdotto nel 2015 nel nostro ordinamento attraverso l'art. 100-*ter* t.u.f. Tale regime – comunque non privo di difficoltà pratiche, teoriche e di implicazioni sistematiche⁶⁹ - permette il trasferimento delle quote (oltre che la sottoscrizione) di s.r.l., in deroga ai generali divieti, di chi abbia acquistato attraverso piattaforma di *crowdfunding* (purché, ora, solo nei limiti del Regol. UE 1503/2020): il trasferimento avviene, senza necessità di contratto scritto, attraverso semplice annotazione presso un intermediario abilitato ai servizi di negoziazione, ricezione e

⁶⁸ Cfr. A. HAKVOORT, *Secondary*, cit., 274-284; E. MACCHIAVELLO, *The Crowdfunding*, cit., 574; M. GARGANTINI, *op. cit.*, 359. Ad ogni modo, si è anticipato, ESMA, nella sua proposta di definizione di *bulletin board* (*MiFID II Review Report*, 29) sembra escludere implicitamente anche i sistemi di comunicazione bilaterali ed ammettere solo l'indicazione dei contatti degli utenti (per permettere la comunicazione bilaterale ma esterna alla piattaforma).

⁶⁹ In materia, cfr. R. DE LUCA, *Crowdfunding e quote "dematerializzate" di s.r.l.? Prime considerazioni*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2016, 1 (che assimila tale nuovo sistema a quello statunitense di gestione delle azioni depositate in custodia ed amministrazione presso intermediari); I. CAPELLI, *L'equity based crowdfunding e la c.d. «dematerializzazione» delle quote di s.r.l.*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2016, 1, 537; M. CIAN, *L'intestazione intermediata delle quote di s.r.l. PMI: rapporto societario, regime della circolazione*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018, 1266; V. DE STASIO, *op. cit.*, 2373; G.A. POLICARO, *Lo sviluppo in Italia dell'equity crowdfunding. Un fenomeno sempre più regolamentato a fronte di prospettive potenzialmente dirompenti*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2019, 67, 91-93.

trasmissione di ordini ed esecuzione, che abbia preventivamente acquistato per conto dell'investitore ma in nome proprio, in forza di un mandato senza rappresentanza, potendo l'investitore richiedere un attestato di conferma di titolarità delle quote (titolo di legittimazione per l'esercizio dei diritti sociali) ed in ogni momento l'intestazione diretta (art. 100-*ter*, commi 2-5, t.u.f.).

Passando ad altre attività ammesse, i gestori di portali non potevano svolgere attività riservata ad altri (servizi di investimento, raccolta del risparmio, servizi di pagamento, ecc.), come già anticipato. In particolare, il quarto comma dell'art. 50-*quinquies* vietava espressamente agli stessi, di detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza di terzi per limitare il rischio di frodi, di azioni esecutive a danno degli investitori da parte dei creditori della piattaforma e, più in generale, di confusione dei patrimoni con conseguente rischio di violazione della riserva bancaria sulla raccolta del risparmio presso il pubblico. I fondi ricevuti dagli utenti e destinati agli emittenti dovevano quindi essere depositati presso gli intermediari tradizionali che si sarebbero occupati dell'esecuzione degli ordini in un conto indisponibile (e quindi non aggredibile dai creditori dell'impresa emittente) destinato all'offerente e trasferiti allo stesso solo una volta perfezionata l'offerta⁷⁰ e altrimenti restituiti agli investitori.

Ulteriori attività riservate ad altri operatori, quali servizi di investimento diversi da quelli inclusi (ad esempio, consulenza in materia di investimenti e gestione individuale di portafogli di investimento), attività bancaria, servizi di pagamento, di custodia di strumenti, ecc. non possono essere forniti di per sé dai fornitori di *crowdfunding*, ma questi possono condurre congiuntamente tali attività ottenendo separatamente le relative autorizzazioni (art. 10, 23, par. 16). Infine, essi potranno svolgere altre attività non riservate nel rispetto delle relative normative italiane ed europee, non dovendo avere un

⁷⁰ Il perfezionamento dell'offerta corrispondeva al raggiungimento del target minimo e sottoscrizione di almeno il 5% dell'offerta da parte di investitori professionali e assimilati (previgente art. 17, comma. 6, e art. 25, comma 1, regol. Consob *crowdfunding*). Anche la qualifica di socio sarebbe conseguita dall'investitore solo al momento in cui l'operazione di *crowdfunding* si fosse perfezionata e fosse andata effettivamente in porto: E. FREGONARA, *L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le PMI innovative*, in *Giur. it.*, 2016, 10, 2287, 2306.

oggetto sociale esclusivo: i gestori italiani, quindi, potranno adottare diversi *business model*, specificando nella domanda di autorizzazione quali altri servizi aggiuntivi intendono svolgere.

4. *Tipi di prodotti coperti ed emittenti.*

4.1. *Azioni e quote (capitale di rischio).*

Gli investimenti facilitati dalle piattaforme potevano inizialmente consistere, ai sensi dell'art. 50-*quinquies* t.u.f. come integrato dal Decreto Crescita *Bis*, unicamente nella sottoscrizione di azioni o quote rappresentative di capitale sociale e solamente ove emesse da start-up innovative ad alto valore tecnologico⁷¹: tale riforma, benché epocale comportando l'offerta al pubblico anche di quote di un particolare tipo di s.r.l. (con corrispondente espressa deroga all'art. 2468 c.c.) comportava l'utilizzabilità dello strumento dell'*equity crowdfunding* solo ad un numero molto limitato di società, ed ebbe dunque scarso successo nella pratica (anche a causa della rigidità delle norme)⁷². Il

⁷¹ In base all'art. 25, comma 2, Decreto Crescita *bis* per start-up innovative s'intendono le società di capitali, anche in forma cooperativa, o *societas europea* con sede in Italia (o altro Stato membro ma una sede produttiva o filiale in Italia), aventi azioni o quote non quotate su mercati regolamentati né negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione (di seguito, SMN) e determinate caratteristiche volte ad individuare un'impresa giovane (meno di 48 mesi – dal 2015 aumentati a 60 -, controllata dai fondatori e non frutto di operazioni straordinarie di imprese già esistenti), in fase ancora di sviluppo (valore della produzione annua dal secondo anno inferiore a €5 milioni e non ancora distribuite utili), tecnologica (il cui oggetto sociale prevalente consista nello sviluppo, la «produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico» ed innovativa (con almeno il 15% del maggiore tra fatturato e costi annui ascrivibile ad attività di ricerca e sviluppo oppure forza lavoro/soci ricercatori/laureati – almeno 1/3 della forza lavoro composta da dottorandi, dottori di ricerca o ricercatori oppure per almeno 2/3 da soci o collaboratori a qualsiasi titolo in possesso di laurea magistrale – o private industriali).

⁷² Per le prime critiche all'impianto normativo in materia, cfr. L. ENRIQUES, *La disciplina italiana uccide il crowdfunding nella culla?*, in AA.VV., *Aspetti giuridici del crowdfunding*; U. PIATTELLI, *Il crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*, Torino, 2013; C. NIGRO–V. SANTORO, *The Quest for Innovative Entrepreneurship and the Italian Regime for Equity Crowdfunding*, in *European Company Law*, 2014, 11, 5, 229; V. SANTORO–E. TONELLI, *Equity Crowdfunding ed imprenditorialità innovative*, in *Riv. dir. banc.*, 24,

Decreto *Investment Compact* del 2015 era quindi intervenuto per estendere la disciplina anche alle piccole e medie imprese (PMI) innovative⁷³ e agli organismi di investimento collettivo del risparmio o alle altre società di capitali (OICR e SICAV) che investono prevalentemente in start-up innovative ed in PMI innovative⁷⁴. La legge di Stabilità 2017 (con le modifiche anche apportate dal relativo Decreto Correttivo) ha poi esteso la possibilità di offrire le proprie azioni o quote attraverso portali online a tutte le PMI⁷⁵ che, a seguito delle modifiche

2014, 10; E. D'IPPOLITO-M. MUSITELLI-A. SCIARRONE ALIBRANDI, *op. cit.*; E. MACCHIAVELLO, *Peer-to-peer lending ed informazione*, cit., 262, 287-288; E. MACCHIAVELLO, *La modifica al regolamento Consob*, cit., 302-303. A maggio 2015 risultavano iscritte nell'apposita sezione del registro delle imprese solo 3.883 start-up innovative delle quali solo 18, cioè lo 0,46%, hanno fatto ricorso all'*equity crowdfunding* e al 31 marzo 2015 risultavano raccolti solo €1.307.780 attraverso tre portali (nel registro erano iscritti quindici gestori ma solo sei risultavano operativi e di questi solo tre hanno pubblicato offerte concluse con successo): MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, *Relazione al Parlamento sullo stato di attuazione della normativa a sostegno delle startup e delle PMI innovative*, (settembre 2015), 98, http://www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/documenti/Relazione_2015_al_Parlamento-Startup_e_PMI_innovative.pdf.

⁷³ Ai sensi dell'art. 4, comma 1, d.l. 3/2015, per PMI innovative s'intendono le società di capitali anche in forma cooperativa con sede in Italia (o altro Stato membro ma almeno una sede produttiva o filiale in Italia), non iscritte nel registro delle start-up innovative, con ultimo bilancio certificato, meno di 250 dipendenti ed un fatturato annuo inferiore a €50 milioni o un bilancio inferiore a €43 milioni (cfr. Raccomandazione della Commissione Europea n. 2003/361), azioni non quotate in mercati regolamentati, carattere innovativo cioè che rispetti almeno due dei seguenti tre requisiti: un certo livello di spesa in sviluppo e ricerca (3% della maggiore entità fra costo e valore totale della produzione), impiego di ricercatori/laureati (dottori di ricerca o ricercatori per 1/5 della forza lavoro complessiva oppure laureati magistrali per 1/3) o private industriali.

⁷⁴ L'art. 1, comma 2, lettere e) e f) D.M. 30 gennaio 2014 definiva questi organismi come coloro che detengono azioni o quote di start-up e PMI innovative di valore almeno pari al 70% del valore complessivo degli investimenti in strumenti finanziari risultanti dal rendiconto di gestione o dal bilancio. Le definizioni sono state poi inserite nel (previgente) regol. Consob *crowdfunding* (art. 2, comma 1, lettere e-ter) e e-quater) e modificate per dar conto dell'estensione a tutte le PMI con delibera Consob n. 21110/2019.

⁷⁵ Ad ogni modo, tra gli offerenti attraverso portali risultano attualmente ancora prevalenti le start-up innovative ma il numero di PMI è stato in forte crescita negli ultimi anni: al 30 giugno 2021 risultavano 502 start-up innovative, 89 PMI innovative, 45 veicoli di investimento e 106 PMI non innovative (POLITECNICO DI MILANO-OSSERVATORI ENTREPRENEURSHIP FINANCE & INNOVATION, 6° *Report italiano sul*

apportate dal d.lgs. 129/2017 (in recepimento della *MiFID II*) sono da identificarsi, in base all'articolo 2, paragrafo 1, lettera f), primo alinea, del Regolamento Prospetto UE/2017/1129, con le «società che in base al loro più recente bilancio annuale o consolidato soddisfino almeno due dei tre criteri seguenti: numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250, totale dello stato patrimoniale non superiore a 43 000 000 EUR e fatturato netto annuale non superiore a 50 000 000 EUR»⁷⁶. Il d.lgs. 112/2017 ha invece ammesso tra gli offerenti anche le imprese sociali, solo se costituite in forma di società di capitali o di società cooperativa (limitazione conseguente alla tipologia di partecipazioni offribili attraverso portali)⁷⁷. In quanto

CrowdInvesting, cit., 25-26); al 30 giugno 2023, invece, si registravano 691 startup innovative (62% del campione) (di cui 660 s.r.l., 10 società agricole, 19 S.p.A. e 2 società estere), 132 PMI innovative (12%) (di cui 118 S.r.l., 1 società agricola e 13 S.p.A.), 194 PMI (18%) (tutte S.r.l. tranne 8 S.p.A. e 2 società agricole), 93 veicoli di investimento (8%) ma guardando ai dati solamente dell'ultimo anno, le PMI hanno guadagnato ulteriore terreno (PMI innovative 13%; PMI 26%) anche se continuano a prevalere le startup innovative (56%): POLITECNICO DI MILANO-OSSERVATORI ENTREPRENEURSHIP FINANCE & INNOVATION, 8° *Report italiano sul CrowdInvesting*, cit., 24-25.

⁷⁶ Inizialmente le PMI erano da identificarsi sulla base della Raccomandazione della Commissione Europea n. 2003/361 cioè con le imprese con meno di 250 dipendenti ed un fatturato annuo inferiore a €50 milioni o un bilancio inferiore a €43 milioni. Invece, il Decreto 129/2017 ha inserito nella definizione di gestore di portale di cui al previgente art. 1, comma 5-*novies*, t.u.f., un rimando per la definizione di piccole e medie imprese al Regolamento Prospetto, modificando altresì l'indicazione "PMI" nella forma estesa "piccole e medie imprese" per distinguerle dalle PMI quotate definite dall'art. 1, comma 1, lettera w-*quater*, t.u.f.. Queste ultime, infatti, sono definite attualmente (dopo diversi interventi normativi, da ultimo L. 21/2024) come, fatto salvo quanto previsto da altre disposizioni di legge, le piccole e medie imprese «emittenti azioni quotate che abbiano una capitalizzazione di mercato inferiore a 1 miliardo euro». La revisione del 2019 del regolamento Consob *crowdfunding* aveva inoltre precisato che emittenti potevano essere le PMI in forma societaria non solo italiane ma anche di altri Stati Membri o di stati aderenti agli accordi sullo Spazio Economico Europeo (previgente art. 2, comma 1, lett. c, 01).

⁷⁷ Per imprese sociali, ai sensi dell'art. 1, comma 1, d.lgs. 112/2017 (cui rimanda l'art. 1, comma 5-*duodecies*, t.u.f.) s'intendono «enti privati, inclusi quelli costituiti nelle forme di cui al libro V del codice civile, che, in conformità alle disposizioni del [...] decreto, esercitano in via stabile e principale un'attività d'impresa di interesse generale, senza scopo di lucro e per finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale, adottando modalità di gestione responsabili e trasparenti e favorendo il più ampio coinvolgimento dei lavoratori, degli utenti e di altri soggetti interessati alle loro

imprese sociali, le società in questione subiscono peraltro per legge forti limitazioni in quanto a distribuzione dei dividendi e altre forme di remunerazione di investimenti e dipendenti e rimborsi⁷⁸.

In conclusione, tra le azioni e quote coperte dal regime speciali si ricomprendevano dunque le azioni di s.p.a. e di società cooperative, le quote di s.r.l. PMI (incluse PMI innovative, start-up innovative, a vocazione sociale e turismo) e quote di OICR o SICAV che investano prevalentemente (almeno il 70% del raccolto) in PMI. Si discuteva invece in dottrina sulla sussumibilità in tale categoria anche degli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346 u.c. c.c.⁷⁹: i primi

attività». Il successivo comma 2 precisa che «[n]on possono acquisire la qualifica di impresa sociale le società costituite da un unico socio persona fisica, le amministrazioni pubbliche di cui all'articolo 1, comma 2, del decreto legislativo 30 marzo 2001, n. 165, e successive modificazioni, e gli enti i cui atti costitutivi limitino, anche indirettamente, l'erogazione dei beni e dei servizi in favore dei soli soci o associati» (ma le cooperative sociali e i consorzi di cui alla legge 8 novembre 1991, n. 381, acquisiscono di diritto la qualifica di imprese sociali: comma 3).

⁷⁸ In base alle norme in materia di impresa sociale recentemente modificate, le imprese sociali in forma di enti del libro V del codice civile possono destinare solo una quota inferiore al 50% degli utili e degli avanzi di gestione annuali, dedotte eventuali perdite maturate negli esercizi precedenti, ad «aumento gratuito del capitale sociale sottoscritto e versato dai soci, nei limiti delle variazioni dell'indice nazionale generale annuo dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e di impiegati, calcolate dall'Istituto nazionale di statistica (ISTAT) per il periodo corrispondente a quello dell'esercizio sociale in cui gli utili e gli avanzi di gestione sono stati prodotti, oppure alla distribuzione, anche mediante aumento gratuito del capitale sociale o l'emissione di strumenti finanziari, di dividendi ai soci, in misura comunque non superiore all'interesse massimo dei buoni postali fruttiferi, aumentato di due punti e mezzo rispetto al capitale effettivamente versato». Limiti più larghi sono riconosciuti per la remunerazione degli strumenti finanziari diversi dalle azioni o quote (quindi non coperti dall'*equity crowdfunding*) in quanto a soggetti diversi da banche e intermediari finanziari autorizzati (per la cui remunerazione non esistono limiti) può essere riconosciuto un rendimento in misura non superiore «a due punti rispetto al limite massimo previsto per la distribuzione di dividendi» e la corresponsione di interessi passivi in dipendenza di prestiti di ogni specie non superiori di quattro punti al tasso annuo di riferimento quando a soggetti diversi dalle banche e dagli intermediari finanziari autorizzati mentre senza limiti se a questi ultimi (art. 3, comma 2, lettere c) e f) d.lgs. 112/2017).

⁷⁹ Gli strumenti finanziari partecipativi possono prevedere, come no, diritti amministrativi e sono considerati strumenti di rischio quando comportino partecipazione al rischio d'impresa: cfr. R. COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi*

commenti avevano ritenuto di escluderli attraverso un'interpretazione letterale delle norme, mentre altra parte della dottrina includeva gli strumenti in questione che avessero le caratteristiche di capitale di rischio (computati nel patrimonio netto) ma sembra aver prevalso (oltre che da preferire) la prima posizione restrittiva⁸⁰.

e non partecipativi, in *Il nuovo diritto delle società*, P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), Torino, 2006, 733.

⁸⁰ Gli strumenti finanziari partecipativi sono emettabili anche da parte delle s.r.l. start-up innovative e PMI innovative ex art. 26, comma 7, Decreto Crescita *bis* ma non sembrano essere ricompresi tra gli strumenti che queste ultime possono offrire al pubblico in deroga all'art. 2468, comma 1, c.c. Infatti, l'art. 26, comma 5, Decreto Crescita *bis* si riferisce solo alle "quote di partecipazione" mentre gli strumenti partecipativi in questione non si computano nel capitale e non possono attribuire il diritto di voto per le decisioni dei soci ex artt. 2479 e 2479-bis c.c. L'art. 2, comma 1, lett. h) del previgente regol. Consob *crowdfunding* definiva poi come strumenti finanziari ai fini della normativa sul *crowdfunding* solo «le azioni e le quote rappresentative del capitale sociale o degli OICR». Su questo punto, cfr. M. DE MARI, *Diritto delle imprese e dei servizi di investimento*, Milano, 2018, 152; E. FREGONARA, *La start up innovativa. Uno sguardo all'evoluzione del sistema societario e delle forme di finanziamento*, Milano, 2013, 83; A. LAUDONIO, *La folla e l'impresa: prime riflessioni sul crowdfunding*, V Convegno annuale dell'Associazione "Orizzonti del diritto commerciale", (Roma, 21-22 febbraio 2014), 30-32, http://www.rivistaodc.eu/media/34208/laudonio_-_la_folla_e_l_impresa_rivista_odc.pdf; A. GUACCERO, *La start-up innovativa*, cit., 710 (nota n. 35) e 715; N. COCCIA-A. GUACCERO, *La raccolta di capitale di rischio delle P.M.I. attraverso i canali tradizionali*, in *Start up e P.M.I. innovative*, O. CAGNASSO-A. MAMBRIANI (a cura di), Bologna, 2020, 851 ss. *Contra*, M.L. VITALI (*Equity crowdfunding*, cit.) che suggeriva invece di includere gli strumenti partecipativi tra quelli offribili attraverso piattaforme quando questi presentassero le caratteristiche effettive di capitale di rischio. Cfr. anche ASSONIME, *Circolare n. 11*, cit., 544; N. ABRIANI, *Quote, categorie di quote e strumenti finanziari delle s.r.l. pmi: possibilità di razionalizzazione del sistema?*, in *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, P. MONTALENTI-M. NOTARI (a cura di), Milano, 2020, 87 ss.; A. OTTOLIA, *L'equity crowdfunding tra incentivi al reperimento di capitale di rischio per start up innovative e responsabilità*, in *Dir. banc. fin.*, 2014, 43, 50; S. GUIZZARDI, *L'impresa start-up*, cit., 577-579 (la quale affermava che un'interpretazione che impedisse l'offerta al pubblico degli strumenti finanziari partecipativi emessi dalle PMI s.r.l. avrebbe frustrato la finalità della normativa consistente nell'espandere le opzioni di finanziamento delle PMI e nel permettere al fondatore di mantenere il controllo della società pur espandendo la base azionaria, restringendo l'uso degli strumenti finanziari partecipativi ai soli casi di *work for equity*). A favore dell'inclusione anche degli strumenti finanziari partecipativi dopo la riforma operata con la legge di bilancio 2019): E. FREGONARA,

Tale quadro ha subito rilevanti cambiamenti a seguito dell'adeguamento al Regol. UE 1503/2020. Il Regolamento in questione copre, in primo luogo, gli investimenti in valori mobiliari, come identificati ai sensi della *MiFID II* (cfr. il suo art. 4, paragrafo 1 n. 44, trasposto nell'elenco di cui all'allegato C del nostro t.u.f.) e secondo i criteri elaborati dai diversi Stati membri attraverso norme nazionali o interpretazioni delle autorità: nel nostro ordinamento sono quindi incluse senza dubbio le azioni di s.p.a. Le quote di s.r.l., invece, a causa del tradizionale divieto di incorporazione in titoli e di offerta al pubblico, non sono considerate nel nostro ordinamento valori mobiliari o strumenti finanziari (nonostante le discusse importanti esenzioni introdotte proprio con la normativa nazionale speciale *crowdfunding*) e sembrerebbero quindi escluse⁸¹. Tuttavia, proprio al fine di ovviare a simili ostacoli nei diversi ordinamenti nazionali, il Regol. UE 1503/2020 copre anche gli «strumenti ammissibili ai fini di *crowdfunding*», una nuova categoria identificata con le quote partecipative in società private a responsabilità limitata (ad esempio, proprio le s.r.l.) liberamente trasferibili non considerate però valori

Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte, in *Orizzonti*, 2021, 1, 219, in particolare 237 (alla quale si rimanda anche per ulteriori riferimenti, oltre che a A. LAUDONIO, *Equity-based crowdfunding*, cit.

⁸¹ A favore di una qualificazione invece come strumenti finanziari delle quote di s.r.l. oggetto di offerta al pubblico attraverso portali (cfr. anche definizione di «strumenti finanziari» all'art. 2, comma 1, lett. h) regol. *crowdfunding*): P. BENAZZO, voce «*Start-up e PMI innovative*», in *Digesto/comm.*, Torino, 2017, 481; S. GUIZZARDI, *L'impresa start up*, cit., 574 ss.; O. CAGNASSO, *La "lunga marcia" di avvicinamento delle partecipazioni di s.r.l. alle azioni*, in *Giur. it.*, 2017, 2428; E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 675; S. PATRIARCA, *Prodotti e strumenti finanziari*, in *Testo unico finanziario*, M. CERA-G. PRESTI (a cura di), Bologna, vol. I, 2020, 72 ss. *Contra*, a causa del persistente divieto di incorporare le quote di s.r.l. in titoli *ex art. 2468*, comma 1, c.c.: V. DE MARI, *Equity crowdfunding: PMI non quotate e mercati secondari*, cit., 4 (nota 8); F. ACCETTELLA-N. CIOCCA, *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*, cit., 53. Sulla questione cfr. anche V. DE STASIO, *op. cit.*, 2371-72. Sull'impatto delle deroghe anche in materia di *crowdfunding* sul tipo s.r.l., cfr. *ex multis* S. GUIZZARDI., *La s.r.l. innovativa*, in *La nuova società a responsabilità limitata*, M. BIONE-R. GUIDOTTI-E. PEDERZINI (a cura di), Appendice di aggiornamento 2016-2017, *Tratt. Dir. Comm. e dir. Pubbl. econ.*, Padova, 2017, 59 ss.; M. LAMANDINI-D. RAMOS MUÑOZ, *La disciplina dell'equity crowdfunding nella prospettiva dell'emittente e del diritto societario: verso il sub-tipo emittente digitale?*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 594; G.A. POLICARO, *Lo sviluppo in Italia*, cit., 81-82.

mobiliari nello Stato membro e comunicate dalle relative autorità nazionali come rientranti nella categoria in questione⁸². Nel valutare la libera trasferibilità, il Regolamento europeo chiede di tenere in conto eventuali «restrizioni relative alle modalità di offerta o pubblicizzazione di tali azioni»: le autorità italiane avrebbero potuto far rientrare nella categoria degli strumenti ammessi le sole quote di s.r.l. di PMI (per le quali era già vigente la deroga ai divieti di offerta al pubblico e creazione di categorie di quote contenuti nel codice civile) ma il nuovo art. 100-ter, comma 1, t.u.f. (come modificato dal d.lgs. 30/2023) ha esteso la deroga in questione all'art. 2648, comma 1, c.c. di offerta di prodotti finanziari «anche attraverso le piattaforme di *crowdfunding*» a tutte «le quote di partecipazione in società a responsabilità limitata», nei limiti stabiliti dal Regol. UE 1503/2020⁸³. Nelle comunicazioni effettuate ad ESMA ai sensi dell'art. 2(3) Regol. UE è elencata la s.r.l. genericamente come tipo societario emittente di «strumenti finanziari ammessi»⁸⁴. L'ampiezza attuale della deroga all'art. 2648 c.c. potrebbe influire sul dibattito interno sulla qualificazione giuridica delle quote in questione, a maggior ragione se Consob decidesse nel prossimo futuro di includere le quote di s.r.l. tra gli strumenti finanziari «digitali» di cui al D.L. n. 25 del 17 marzo 2023, convertito con modificazioni dalla legge n. 52 del 10 maggio 2023 («Disposizioni urgenti in materia di emissioni e circolazione di determinati strumenti finanziari in forma digitale e di semplificazione della sperimentazione FinTech») e comunque in considerazione delle modifiche all'art. 26 del D.L. n. 179/2012 di cui «DDL Capitali» («Interventi a sostegno della competitività dei capitali», ora L. Capitali

⁸² Ogni Stato membro comunica all'ESMA i tipi di società e relative quote coperte dal Regolamento europeo (art. 2, par. 3): l'inclusione anche di quote non considerate valori mobiliari mirava a ridurre le disparità riconducibili alle differenze interpretative nazionali sul concetto di valore mobiliare ma la discrezionalità riconosciuta alle autorità nazionali da tale disposizione è capace di frustrare la *ratio*. *Amplius*: E. MACCHIAVELLO, *The Scope*, cit., 59 ss.

⁸³ Auspicavano un tale allargamento: ITALIAFINTECH, CHIOMENTI, *Position Paper – Il Regolamento UE 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese*, (7 maggio 2021), 22, <https://italiafintech.org/position-paper-sul-regolamento-ue-relativo-ai-fornitori-europei-di-servizi-di-crowdfunding-per-le-imprese/>.

⁸⁴ Cfr. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1305_crowdfunding_tables.pdf.

del 5 marzo 2024, n. 21) che ha previsto, tra l'altro, la dematerializzazione delle quote di PMI s.r.l..

Infine, guardandosi al *crowdfunding* come ad una forma di investimento diretto, i casi di utilizzabilità di società veicolo (*SPV*, intesa come «soggetto creato unicamente per, o che persegue unicamente lo scopo di realizzare, un'operazione di cartolarizzazione ai sensi dell'articolo 1, punto 2, del regolamento (UE) n. 1075/2013» della BCE) sono limitati ai casi di investimento in un unico bene indivisibile e illiquido (considerando 22 e art. 3, par. 6), cioè solo ai casi in cui tale struttura sia necessaria per offrire agli investitori un'opportunità di investimento altrimenti non accessibile agli stessi proprio a causa dell'indivisibilità del bene (per natura, restrizioni giuridiche o a causa dei costi) o alla natura illiquida (assenza di mercati o di valore/prezzo, alti costi di transazione, ecc.), e comunque solo nell'ambito dell'IBC (con l'esclusione quindi del LBC)⁸⁵. Ciò, in aggiunta alla non inclusione delle quote di OICR tra i valori mobiliari (l'allegato C al t.u.f. le elenca tra gli strumenti finanziari diversi dai valori mobiliari), sembrerebbe portare ad escludere dal campo di applicazione del Regol. UE 1503/2020 l'offerta di quote di OICR attraverso portali⁸⁶ invece prima coperte espressamente dal regime italiano (ma i gestori di OICR potrebbero sempre investire attraverso le piattaforme o svolgere la loro attività sulla base della normativa ordinaria).

⁸⁵ Cfr. Anche ESMA, *Q&A*, cit., nn. 1.2, 1.4 e 1.5. Cfr. Anche S. HOOGHIEMSTRA, *The provision of crowdfunding services under the ECSPR (Art 3)*, in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 75 ss. (che discute l'ammissibilità secondo il nuovo regime di diversi *business models* impiegati ad esempio in Germania, inclusa la cartolarizzazione di prestiti inizialmente concessi da una banca ad opera di una SPV e conseguente emissione di titoli di debito agli investitori).

⁸⁶ In tal senso, cfr. anche E. FREGONARA, *L'attuazione del regolamento europeo in materia di crowdfunding*, 6 aprile 2023, www.dirittobancario.it; U. PIATTELLI-S. CARUSO, *The impact*, cit., 701-702; E. MACCHIAVELLO, *The Crowdfunding Market in Europe and Challenges and Opportunities Ahead: the European Crowdfunding Services Providers Regulation, Coronavirus Pandemic, Brexit and Sustainability*, in *Bocconi Legal Papers* 16/2021, 29-49. Sul tema cfr. anche S. HOOGHIEMSTRA, *The provision*, cit. e *Crowdfunding, alternative investment funds and the relationship between the ECSPR and the AIFMD*, entrambi in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit.

4.2. Titoli di debito.

La legge n. 145 del 30 dicembre 2018 aveva esteso il novero dei prodotti offribili attraverso i portali di *crowdfunding* anche alle obbligazioni e strumenti finanziari di debito delle PMI (*ex art. 5 L. 43/1994, inclusivi anche delle cambiali finanziarie*)⁸⁷, pur dovendosi ricorrere ad una sezione chiaramente separata degli stessi e con notevoli restrizioni di origine codicistica. Infatti, in base al previgente regol. Consob *crowdfunding* come modificato nel 2019, la sottoscrizione di titoli di debito di PMI s.r.l. rimaneva riservata agli investitori professionali sottoposti a vigilanza prudenziale, in forza delle limitazioni di cui all'art. 2483 c.c., mentre le obbligazioni di PMI s.p.a. erano sottoscrivibili anche da investitori non professionali solo se rientranti in particolari categorie⁸⁸ e nel rispetto dei limiti fissati dal codice civile, cioè con emissioni entro il doppio del patrimonio sociale oppure garantite da ipoteca o destinate ad essere quotate su mercati regolamentati o SMN (cfr. art. 2412, commi 1, 3 e 5 c.c.). In particolare, le categorie di investitori cui era stato permesso sottoscrivere via portale obbligazioni di PMI s.p.a. erano identificate in (cfr. previgente art. 24, comma 2-*quater* regol. Consob *crowdfunding*): a) fondazioni bancarie, incubatori di start-up, investitori a supporto delle PMI (categorie già contemplate dal previgente art. 24, comma 2, regolamento Consob *crowdfunding* tra coloro la cui sottoscrizione della quota del 3% o 5% costituiva condizione di perfezionamento dell'offerta: v. *infra* §11.2);

⁸⁷ Cfr. anche CONSOB, *Relazione illustrativa degli esiti della consultazione, delle conseguenze sulla regolamentazione, sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori. Modifica del Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali tramite portali on-line per l'adeguamento alle novità introdotte dalla legge di bilancio 2019*, (18 ottobre 2019), 7.

⁸⁸ Trattandosi di offerte private, non rivolte al pubblico di *retail* o folla, A. BOLLETTINARI-E. FREGONARA (*Il crowdfunding*, in *Start up e P.M.I. innovative*, O. CAGNASSO-A. MAMBRIANI (diretto da), Bologna, 2020, 861) propongono di riferirsi a tali offerte con l'espressione "*debt crowdfunding*". Nello stesso senso: E. FREGONARA, *La start-up*, cit. 244-245; G.A. POLICARO, *Il debt crowdfunding. Un nuovo modello di finanziamento per le PMI in Italia*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale* 2020, 16 (che è critico rispetto alla limitazione ai soli investitori professionali e sofisticati della sottoscrizione di obbligazioni di s.p.a., invece liberamente sottoscrivibili da parte di investitori non sofisticati al di fuori del *crowdfunding*: 171).

b) investitori non professionali con un portafoglio finanziario (compresi depositi di denaro) con controvalore superiore a € 250.000⁸⁹; *c*) investitori non professionali che investano almeno € 100.000 e dichiarino per iscritto di essere consapevoli dei rischi (cfr. disciplina EuVECA); *d*) investitori non professionali che investano nell'ambito di un servizio di gestione di portafogli o consulenza⁹⁰.

Con il passaggio al Regol. UE 1503/2020, le obbligazioni e titoli di debito, essendo considerati valori mobiliari *ex art. 1, comma 1-bis, lett. b*) t.u.f., rientrano di diritto nell'ambito di applicazione della disciplina europea sul *crowdfunding*, indipendentemente quindi da eventuali limitazioni in merito alle offerte al pubblico (al contrario degli "strumenti ammessi ai fini di *crowdfunding*")⁹¹. Con l'ultima sostituzione del regol. Consob *crowdfunding*, sembrerebbero cadute anche le regole ivi contenute, con specificazione sui soggetti e condizioni per la sottoscrizione di titoli di debito di s.p.a. e s.r.l. (così come, ovviamente, il requisito di creare una sezione separata per l'offerta) pur rimanendo in vigore le limitazioni contenute nel codice

⁸⁹ Tale categoria sembra riprendere la disciplina inglese dei FIA riservati e la figura degli *high net worth individuals*. Ai fini dell'attestazione di tale condizione, il soggetto interessato doveva presentare al gestore una o più dichiarazioni rilasciate da banche o imprese di investimento da cui risulti il valore del portafoglio in questione (art. 24, comma 2-*quinquies* regol. *crowdfunding*).

⁹⁰ Tale categoria sembra trarre ispirazione dalla disciplina sull'*investment-based crowdfunding* britannica, nella quale però l'assistenza di un intermediario serve a superare il limite generale di investimento del 10% che qui invece non figura. Sulla disciplina inglese e a favore dell'introduzione anche nel nostro ordinamento di un limite massimo di investimento, cfr. M. MOZZARELLI, *op. cit.* Ai fini dell'accertamento della condizione di cui alla lettera in commento, l'intermediario finanziario che eroga il servizio di gestione portafogli avrebbe dovuto fornire una dichiarazione da cui risultasse di effettuare l'investimento per conto di un cliente mentre nel caso di servizio di consulenza ricevuto, il soggetto interessato avrebbe presentato la dichiarazione di adeguatezza rilasciata dall'intermediario (art. 24, comma 2-*quinquies*).

⁹¹ Sembrano interpretare diversamente ITALIAFINTECH-CHIOMENTI, *op. cit.*, 23, ove si considera la possibilità che i titoli di debito delle s.r.l. vengano esclusi dall'applicazione del Regolamento europeo come "strumenti ammessi" non liberamente trasferibili, a causa appunto delle restrizioni di offerta. Ad ogni modo, la competenza nazionale ad interpretare e fissare i criteri identificativi di valore mobiliare e strumento finanziario farà perdurare la frammentazione normativa e l'applicazione asimmetrica del Regol. UE 1593/2022: cfr. E. MACCHIAVELLO, *The Scope*, cit., 61.

civile (di diritto societario, materia di esclusiva competenza nazionale). Come ribadito dall'attuale articolo 13 Regol. Consob *crowdfunding*, i gestori di piattaforme saranno dunque tenuti a verificare il rispetto dei limiti di cui agli artt. 2412 c.c. (s.p.a.) e 2483 c.c. (s.r.l.) (ed eventuale disciplina speciale applicabile): conseguentemente, le obbligazioni di s.p.a. potranno essere sottoscritte attraverso portali da investitori non professionali solo nel limite del doppio capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili, mentre, oltre tale limite, solo da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale (che rispondono della solvenza in caso di successiva circolazione) o in caso di emissioni riservate, come espressamente previsto nelle condizioni di emissione, a investitori professionali ai sensi di leggi speciali (cfr. modifiche dell'art. 7 legge Capitali), oppure in caso di obbligazioni garantite da ipoteca di primo grado su immobili di proprietà della società (sino a due terzi del valore degli immobili medesimi) o di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione o che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni; per quanto riguarda i titoli di debito emessi da s.r.l., il gestore dovrà verificare che l'emissione sia prevista dallo Statuto/atto costitutivo della società e che i titoli di debito siano sottoscritti soltanto da investitori professionali ai sensi di norme speciali.

4.3. *Prestiti (alle imprese).*

Nell'ambito del *lending-based crowdfunding*, come anticipato, i prodotti coperti sono i prestiti a soggetti diversi dai consumatori e quindi i prestiti alle imprese (sia in forma collettiva che individuale). In particolare, prestito, ai sensi del regol. UE 1503/2020 è da intendersi come «un accordo ai sensi del quale un investitore mette a disposizione di un titolare di progetti un importo di denaro convenuto per un periodo di tempo concordato e in base al quale il titolare di progetti assume un obbligo incondizionato di rimborsare tale importo all'investitore, unitamente agli interessi maturati, secondo il piano di rimborso concordato» (art. 2, paragrafo 2, lett. b): ciò dovrebbe quindi escludere

i prestiti non onerosi così come l'*invoice trading* nella forma di anticipo di un credito con corrispondente compravendita dello stesso⁹².

4.4. Altro – esclusione.

Il considerando 15 precisa che il regol. UE 1503/2020 non si applica alle *Initial Coin Offerings (ICO)*, senza fornire ulteriori chiarimenti: non è chiaro quindi se l'esclusione si riferisca a qualunque forma di *tokens* oppure solo, ad esempio, agli *utility tokens* o altri ora coperti dal Regolamento UE MiCAR. Dal momento che la recente revisione della MiFID II ha modificato la definizione di strumenti finanziari includendovi anche quelli emessi e circolanti su *DLT*, dovrebbe potersi affermare anche l'inclusione dei valori mobiliari *DLT* tra i prodotti coperti dal Regol. UE 1503/2020⁹³.

5. Dimensione dell'offerta ed altre esenzioni.

Nel previgente regime speciale italiano, l'offerta attraverso portali doveva avere un corrispettivo totale inferiore o uguale al limite fissato dalla Consob per l'esenzione generale dall'obbligo di prospetto delle

⁹² Stante tale definizione di prestito, in particolare come “obbligo incondizionato di rimborsare”, sembrano anche da escludersi, a seconda delle condizioni concrete dell'accordo, i *subordinated loans* e *profit-participation loans*, largamente usati nel mercato tedesco del *crowdfunding* e, in parte, portoghese: su tali aspetti cfr. E. MACCHIAVELLO, *The Scope*, cit., 62-63; T. ASCHENBECK-L. ENGLER, *Authorisation procedure, scope of authorisation and register (Arts 12–14)*, in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 205-206; K. WENZLAFF-A. ODOROVIĆ, *The crowdfunding regulation in Germany – on the path to self-isolation?*, ibidem, 675-76, 682; D. PEREIRA DUARTE-J. DA COSTA LOPES, *The Portuguese crowdfunding regime and the impact of the ECSPR*, ibidem, 737, 746.

⁹³ Cfr. F. ANNUNZIATA–T. DE ARRUDA, *Crowdfunding and DLTs: the imperative need for more clarity*, in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 565-577. Curiosamente, la Consob aveva identificato le piattaforme di *crowdfunding* come modello base per veicolare le offerte di *tokens* diversi dagli strumenti finanziari (iniziativa normativa abbandonata dopo la presentazione della proposta europea MiCAR): CONSOB, *Le Offerte Iniziali e gli Scambi di Cripto-attività. Rapporto Finale*, (2 gennaio 2020), https://www.consob.it/documents/1912911/1938506/ICOs_rapp_fin_20200102.pdf/e83b06b8-6e7a-2dd7-9fe5-f742e9f2621e; cfr. anche E. MACCHIAVELLO, *The Scope*, cit., 61; M. GARGANTINI, *op. cit.*, 359.

offerte di prodotti finanziari, corrispondente, fino alla vigenza della Direttiva Prospetto, a €5 milioni (art. 100-*ter*, comma 1, t.u.f. che rinvia all'art. 100, comma 1, lett. c) t.u.f.; art. 34-*ter*, comma 1, lett. c) regol. emittenti n. 11971/1999) ma innalzato, a seguito dell'adeguamento nazionale al Regolamento Prospetto UE/2017/1129, a €8 milioni (soglia corrispondente al nuovo limite di esenzione facoltativa del Regolamento in questione)⁹⁴.

Il Regol. UE 1503/2020, invece, ha fissato il limite massimo per il corrispettivo delle offerte in 12 mesi di nuovo a €5 milioni. Inoltre, nel calcolo vanno ora tenute in conto tutte le offerte di valori mobiliari, strumenti ammissibili e – in aggiunta - prestiti via piattaforma così come offerte di valori mobiliari effettuate fuori piattaforma ed esenti dall'obbligo di prospetto in forza dell'esenzione “*small offering*” (Art. 1, par. 2, lett. c)), con l'effetto di restringere ulteriormente la potenziale offerta complessiva rispetto al passato⁹⁵. La Finlandia ha invece scelto di applicare un regime speciale nazionale per le offerte di *crowdfunding* comprese tra €5 milioni e €8 milioni⁹⁶.

Il previgente regime italiano esentava espressamente sia imprese emittenti che intermediari coinvolti nell'operazione di *equity crowdfunding*, alle condizioni previste, dall'obbligo di redigere un prospetto informativo per l'offerta di prodotti finanziari (ric conducendolo nell'ambito di un'esenzione generale), dalla normativa in materia di servizi di investimento di derivazione *MiFID* (parte II, capo II, sezione II) e dalla normativa nazionale in materia di offerta a distanza di prodotti finanziari *ex art. 32* t.u.f., in quanto sottoposte ad una normativa speciale alternativa. In sede di adozione del Regol.

⁹⁴ La delibera Consob del 28 dicembre 2017, n. 20250 di modifica al regolamento emittenti in recepimento del Regolamento Prospetto aveva lasciato invariata la soglia in questione ma la più recente delibera Consob n. 20710 del 21 novembre 2018 ha alla fine innalzato la soglia a €8 milioni. Teoricamente, l'Italia avrebbe anche potuto decidere di fissare una soglia differenziata (ad esempio, più bassa ma superiore a €1 milione) per le offerte via portali rispetto al limite generale per le offerte di prodotti finanziari al pubblico (dovendo però modificare a tal fine l'art. 100-*ter*, comma 1, t.u.f. che invece al momento assimila le due ipotesi).

⁹⁵ Gli Stati Membri che abbiano fissato soglie più basse per l'esenzione generale da prospetto (tra €1 milione e €8 milioni in corrispettivo totale) potranno applicare quel limite inferiore anche alle offerte di *crowdfunding* ma solo per un periodo di 24 mesi decorrente dal 10 novembre 2021 (art. 49).

⁹⁶ E. HÄRKÖNEN-T. NEUMANN-C. HØJVANG CHRISTENSEN, *op. cit.*, 765-783.

1503/2020, sono state anche adottate simili esclusioni esplicite dal Regolamento Prospetto (art. 46 che modifica l'art. 1, par. 4, Regol. UE 2017/1129) e dalla Direttiva MiFID II (nuova lettera *p*) dell'art. 2, paragrafo 1, MiFID II, aggiunta dalla Direttiva 2020/1504)⁹⁷. Tuttavia, il legislatore italiano, nel recepire tali esenzioni (art. 100-ter, comma 10, t.u.f.), non ha ancora espressamente ribadito l'esenzione dall'art. 32 t.u.f.

PARTE III – UNA PANORAMICA DELLA DISCIPLINA.

6. Autorizzazione.

Il procedimento di autorizzazione per i gestori di portali ricalcava nelle linee generali quello previsto per le SIM (domanda con descrizione delle attività, della struttura organizzativa, requisiti di titolari di partecipazioni qualificate ed esponenti aziendali, vigilanza continua, ecc.) come del resto è stato richiesto dall'art. 3(2) *MiFID II* per gli intermediari esentanti (cfr. §3.1) ma i requisiti ed il procedimento autorizzativo delle SIM risultava più severo e dettagliato, sia a livello di documentazione ed informazioni richieste che di per sé di requisiti (cfr. i nuovi requisiti previsti per gli esponenti aziendali, le procedure interne per garantire il rispetto degli obblighi di correttezza e trasparenza, remunerazioni del personale, requisiti di capitale, etc.) e complesso, anche se da più parti si è sottolineato che i costi di *compliance* e vigilanza rimanevano simili, con conseguente ostacolo all'accesso al mercato⁹⁸. Il Regol. UE 1503/2020 mantiene anch'esso a modello l'autorizzazione prevista da MiFID II per le imprese di investimento con semplificazione e conseguente accorciamento dei tempi.

⁹⁷ L'art. 23(15) Regol. UE 1503/2020 ritiene inoltre i fornitori di servizi di *crowdfunding* adempienti all'obbligo di redigere un documento contenente le informazioni chiave a norma del Regol. UE n. 1286/2014 (PRIIP) qualora gli investitori abbiano già ricevuto il documento informativo richiesto dal Regol. UE 1503/2020 (KIIS, cfr. *infra* §10.2).

⁹⁸ Cfr. L. ENRIQUES, *op. cit.*, 72; V. DE STASIO, *op. cit.*, 2340. Cfr. anche V. LEMMA, *Crowdfunding e disintermediazione creditizia: dallo shadow banking system alla nuova riserva di attività*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'economia (RTDE)*, suppl. al n. 3, 2023, 61.

6.1. *Soggetti richiedenti, autorità di vigilanza competente e passaporto.*

I portali di *investment-based crowdfunding* potevano essere gestiti in Italia da intermediari tradizionali autorizzati alla prestazione di servizi di investimento (c.d. gestori “di diritto”, iscritti in una sezione speciale dell’apposito registro tenuto dalla Consob)⁹⁹ o da operatori specializzati, «gestori di portali per la raccolta di capitali» che esercitassero professionalmente il servizio di gestione di portali e autorizzati da Consob (iscritti nella sezione ordinaria del registro tenuto dalla Consob, detti anche gestori “su richiesta”)¹⁰⁰. Tra i primi, la normativa ricomprendeva banche, SIM ed imprese di investimento UE e di paesi terzi ma anche gestori di OICR (SGR, Sicav e Sicaf che gestiscono direttamente i propri patrimoni, società di gestione UE, GEFIA UE, GEFIA non UE, gestori di EuVECA/EuSEF, gestori di ELTIF e fondo comune monetario¹⁰¹) con esclusivo riferimento alle offerte di azioni e quote di OICR/Sicav che investono prevalentemente in PMI ed imprese sociali¹⁰². Per essere iscritti nel registro, sezione speciale, era sufficiente una preventiva comunicazione contenente indicazione della denominazione sociale, sito internet e referente per la società.¹⁰³ La Consob, in quanto autorità di vigilanza, era deputata a ricevere sia comunicazioni periodiche¹⁰⁴ che comunicazioni al

⁹⁹ cfr. Previgenti art. 50-*quinquies*, comma 2, t.u.f. e art. 4, comma 2, regol. Consob n. 18592/2013.

¹⁰⁰ Al 3 giugno 2019, solo due gestori erano iscritti come gestori di diritto nella sezione speciale del registro Consob contro 30 gestori iscritti nella sezione ordinaria. Al 23 luglio 2021 così come al 30 giugno 2023, invece, non risultava iscritto nella sezione speciale alcun gestore di diritto (mentre i gestori iscritti della sezione ordinaria erano 51 nel 2021 e 48 nel 2023). Cfr. anche POLITECNICO DI MILANO-OSSERVATORI ENTREPRENEURSHIP FINANCE & INNOVATION, *6° report* e *8° report*, citt.

¹⁰¹ Cfr. art. 1, comma 1, lett. q-*bis* come modificato dal D.Lgs. n. 17/2021.

¹⁰² Ai sensi del previgente art. 2, comma 1, lett. e-*ter*) e e-*quater*), OICR che destinano almeno il 70% dei capitali raccolti in PMI e società di capitali le cui immobilizzazioni finanziarie, iscritte nell’ultimo bilancio depositato, sono costituite almeno al 70% da strumenti finanziari di PMI).

¹⁰³ Allegato 1, sez. B, previgente regol. Consob *crowdfunding*.

¹⁰⁴ Le comunicazioni periodiche riguardavano invece una relazione annuale sulle attività e strutture organizzative (che può essere omessa in caso di assenza di variazioni), dati sull’operatività del portale (contenenti almeno i dati aggregati relativi alle offerte dell’anno precedente), sui casi di discontinuità operativa (con relativa

verificarsi di certi eventi più o meno significativi (e anche solo interni all'organizzazione, quali, ad esempio, cambi di deleghe)¹⁰⁵, con la possibilità ulteriore per Consob di chiedere la comunicazione di dati e di notizie e la trasmissione di atti e di documenti, così come di effettuare ispezioni nonché, dopo il d.lgs. 129/2017 (che ha rafforzato i poteri dell'autorità), convocare gli amministratori, i sindaci e il personale dei gestori (previgente art. 50-*quinquies*, comma 6). Tra i poteri cautelari, esisteva anche quello di sospensione dell'attività del gestore per un periodo non superiore a novanta giorni, in caso di necessità e urgenza e qualora sussistessero «fondati elementi che facciano presumere l'esistenza di gravi violazioni di legge ovvero di disposizioni generali o particolari impartite dalla Consob» (art. 22 previgente regol. Consob *crowdfunding*)¹⁰⁶, graduando proporzionalmente la misura in considerazione della gravità della condotta (in linea con la normativa SIM). Con riferimento al *lending-based crowdfunding*, invece, come già anticipato, la Banca d'Italia richiedeva, in assenza di disciplina speciale ed in via interpretativa attraverso le disposizioni in materia di raccolta non bancaria del risparmio, un'autorizzazione come banca, IP/IMEL o intermediari art. 106 t.u.b. autorizzati alla prestazione di servizi di pagamento (o, infine, gestore di patrimoni) ma molte piattaforme operavano nel nostro paese come agenti di istituti di pagamento europei¹⁰⁷. In ogni caso, i gestori di piattaforme non potevano beneficiare di un passaporto europeo per operare *cross-border*: quelli con autorizzazione come impresa di investimento, banca

durata e misure di ripristino), reclami scritti e misure conseguentemente prese (previgente art. 21 regol. Consob *crowdfunding*).

¹⁰⁵ Oltre che inizio, interruzione e riavvio dell'attività, variazioni dello statuto sociale, variazioni relative ai soggetti che detengono il controllo ed ai soggetti che svolgono le funzioni di amministrazione, direzione e controllo (loro deleghe e poteri, eventuale perdita dei requisiti e relative delibere di sospensione e di revoca): anche eventi, quindi, potenzialmente frequenti e meramente interni, con un aggravio di costi per i gestori.

¹⁰⁶ La versione previgente del regolamento limitava gli interventi cautelari ai casi di gravi violazioni atte a determinare la cancellazione dall'albo ma il testo da ultimo approvato ha eliminato tale ultimo inciso, con l'effetto di espandere i poteri sospensivi oltre i limitati gravi casi che determinerebbero la radiazione dall'albo.

¹⁰⁷ Al 30 giugno 2023 risultavano agenti di istituti di pagamento 2 su 4 piattaforme del comparto consumer lending, tutte quelle del comparto *business lending* non immobiliare e tutte tranne una (che è istituto di moneta elettronica) per il comparto immobiliare: cfr. POLIMI, 8° *Report*, cit., 43, 44, 48.

o IP/IMEL potevano in parte ricorrere al passaporto europeo riconosciuto dal rispettivo regime generale, col forte rischio, però, di incorrere in vari ostacoli a seconda del paese in cui operassero (ad esempio, a causa di regimi speciali o obblighi aggiuntivi per gli operatori di *crowdfunding*)¹⁰⁸.

Il Regol. UE 1503/2020 impone ora l'ottenimento dell'autorizzazione ai sensi del medesimo presso l'autorità nazionale competente (invece che l'ESMA come inizialmente proposto dalla Commissione) e l'iscrizione del registro tenuto presso ESMA a chiunque «intenda fornire servizi di *crowdfunding*» (art. 12, para. 1). Al contrario dell'art. 50-*quinquies* t.u.f. per i gestori di portali italiani (e della MiFID II per le imprese di investimento), il Regolamento europeo sembra richiedere un'autorizzazione anche per l'offerta di servizi di *crowdfunding* in via occasionale, senza esercizio

¹⁰⁸ L'art. 24(12) *MiFID II* permette all'*host country* di imporre «in casi eccezionali, [...] requisiti aggiuntivi [...] obiettivamente giustificati e proporzionati vista la necessità di far fronte ai rischi specifici per la protezione degli investitori o l'integrità del mercato che presentano particolare rilevanza nel contesto della struttura di mercato dello Stato membro interessato». Anche con riferimento alle attività non coperte dalla *MiFID* ma più generalmente dalle libertà del Trattato, la giurisprudenza comunitaria ha permesso agli Stati ospitanti di imporre requisiti ulteriori (soprattutto di condotta ma non necessariamente) restringendo le libertà riconosciute dal Trattato solo in caso di necessità di proteggere l'interesse generale o l'ordine pubblico del *host state* (c.d. "*general good test*"). Le regole in questione dovrebbero comunque essere non-discriminatorie, non ripetitive di norme dell'*home state*, oggettivamente necessarie a proteggere un certo "*imperative general good*" (quale la tutela del consumatore), proporzionate e non vertenti su aspetti già armonizzati a livello europeo. Per cui, se le imprese di investimento risultassero già soggette a norme protettive degli investitori in misura almeno pari a quelle di un eventuale diverso regime speciale nazionale sul *crowdfunding*, in linea di massima non si potrebbe impedire alle imprese di investimento comunitarie di svolgere tale attività nell'ambito del passaporto europeo. In materia di libertà fondamentali e regole nazionali, cfr. case 120/78 *Cassis de Dijon - Rewe Zentral AG c. Bundesmonopolverwaltung Fuer Branntwein* [1979] ECR 649; case 55/94 *Reinhard Gebhard v Consiglio dell'Ordine degli Avvocati e Procuratori di Milano* [1995] ECR I-4165; case 205/84 *Commission of the European Communities v Federal Republic of Germany* [1986] ECR 3775. Con specifico riguardo al mercato finanziario, case 384/93 *Alpine Investments v Minister Van Financien* [1995] ECR I-1141; Case C-101/94 *Commission of the European Union v Italy* [1996] ECR I-2691; Case C-442/02 *CaixaBank France v Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie* [2004] ECR I-8961. Cfr. anche N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, 2014, 8-10; G. WALKER-R. PURVES, *Financial Services Law*, Oxford, 2014, 87-89.

professionale¹⁰⁹. Sono tenuti a presentare domanda anche i fornitori che operano solo a livello nazionale e i fornitori che già detengano un'autorizzazione bancaria o come impresa di investimento o come IP/IMEL (non bastando dunque più una semplice comunicazione di inizio attività come accadeva per i gestori di diritto italiani), pur richiedendo alle autorità nazionali competenti di non imporre a tali soggetti di fornire informazioni o documenti già forniti se ancora validi/aggiornati (considerando 35 e art. 12, par. 14). L'autorizzazione va richiesta all'autorità competente nazionale del luogo di stabilimento che sarà anche l'autorità di vigilanza e deputata a ricevere comunicazioni su eventuali modifiche sostanziali delle condizioni di autorizzazione (art. 15 Regol. UE 1503/2020 e art. 7, comma 1, regol. Consob *crowdfunding* 2023). I paesi membri possono ripartire le funzioni tra più autorità nazionali ma devono designarne una sola come punto di contatto unico per i rapporti con le altre autorità e con ESMA (art. 29, para 1): l'Italia ha designato come punto di contatto unico Consob ma, attraverso il D.lgs. 30/2023 ha deciso di ripartire internamente le competenze tra Banca d'Italia e Consob secondo il criterio tradizionale per "finalità" con un correttivo e sulla base di un protocollo quadro e obblighi di coordinamento (art. 4-*sexies*.1, commi 7-8, t.u.f.). In conseguenza, Banca d'Italia è competente per assicurare la stabilità e sana e prudente gestione (quindi per l'applicazione del regolamento europeo nelle materie di adeguatezza patrimoniale e contenimento del rischio, governo societario e organizzazione, verifiche sui *project owners*), mentre Consob per la trasparenza e correttezza (in particolare con riferimento agli obblighi di condotta dei fornitori e identificazione delle regole di *marketing*)¹¹⁰. Tuttavia, il decreto di attuazione ha anche introdotto una ripartizione inattesa:

¹⁰⁹ Cfr. M. LOUISSE-A. PASARIBU, *Authorization and Supervision of Crowdfunding Service Providers*, in *The EU crowdfunding Regulation*, P. ORTOLANI-M. LOUISSE (a cura di), cit., 143-144.

¹¹⁰ Art. 4-*sexies*.1, commi 1 e 5 ss., t.u.f. (aggiunto dal D.lgs. 30/2023). In alternativa, benché non in linea con i criteri di riparto tradizionali, si sarebbe potuto scegliere una sola delle due autorità come competenti oppure ripartire la competenza per tipologia di attività (*lending crowdfunding* a Banca d'Italia e *investment-crowdfunding* a Consob, sulla base del riparto di fatto esistente in precedenza nel settore *crowdfunding*). Su questo punto, nella lunga attesa del decreto attuativo, cfr. anche ITALIAFINTECH-CHIOMENTI, *op. cit.*, 25-26; U. PIATTELLI, *Il nuovo regolamento*, cit., 442.

Consob, in linea generale, è l'autorità competente a rilasciare (e revocare) l'autorizzazione in questione, sentita la Banca d'Italia, ma quest'ultima è competente a concedere (e revocare) l'autorizzazione dei fornitori di *crowdfunding* che già detengono un'autorizzazione come banca, IP/IMEL o intermediari art. 106 t.u.b. (sentita Consob), quindi con una deroga "per tipologia di ente"¹¹¹. Il grado di armonizzazione fissato dal Regol. 1503/2020 per quanto attiene alle procedure, formati e poteri delle autorità è molto elevato (cfr. artt. 30 ss., inclusivi del potere di effettuare ispezioni e comminare sanzioni amministrative almeno corrispondenti a quelle elencate nell'art. 39), potendo inoltre ESMA richiedere informazioni per assicurare coerenza nella concessione delle autorizzazioni (art. 12, para. 9), ma l'autorità nazionale ha discrezionalità nel graduare l'esercizio dei poteri di vigilanza in applicazione del principio di proporzionalità (art. 15), con potenziali differenze significative tra Stati. L'autorità competente ha anche il potere di sospendere in via cautelare, per massimo 10 giorni, un'offerta o le comunicazioni di *marketing* e trasferire i contratti ad altro intermediario in caso di revoca di autorizzazione del primo (artt. 30-31)¹¹². Ad ESMA viene peraltro assegnato il potere di intervenire con proprie misure, in caso di inerzia dell'autorità nazionale. Nell'ambito della vigilanza informativa, i fornitori di *crowdfunding* dovranno comunicare annualmente (entro fine gennaio) a Consob una serie di dati a fini statistici che verranno a loro volta trasmessi all'ESMA in forma anonima per la pubblicazione delle statistiche

¹¹¹ Art. 4-*sexies*.1, commi 3 e 4 t.u.f. (aggiunti dal D.lgs. 30/2023).

¹¹² I poteri sanzionatori, inizialmente oggetto del comma 7 dell'art. 50-*quinquies* e poi disciplinate a parte nel capo V titolo II t.u.f. con maggior potere discrezionale riconosciuto a Consob, rimangono ora disciplinati dagli artt. 190, comma 1-*bis* (attività senza autorizzazione) e 190-*quater* t.u.f. (svolgimento dell'attività in violazione delle condizioni poste dalla legge) come modificati dal d.lgs. 30/2023, richiamando l'art. 39 Regol. UE 1503/2020 per l'individuazione delle condotte rilevanti e limiti edittali (con la possibilità di raddoppiare le misure in caso di vantaggio superiore). Ulteriori indicazioni su esercizio dei poteri sanzionatori e procedura sono contenuti negli artt. 40-43 Regol. UE 1503/2020. Cfr. K. SERDARIS, *Ex post enforcement of the EU crowdfunding regime: administrative sanctions and measures (Arts 39-43)*, in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 455 ss.

annuali aggregate (art. 16 Regol. UE 1503/2020 e art. 7, comma 2, regol. Consob *crowdfunding* 2023)¹¹³.

La concessione dell'autorizzazione ai sensi del Regol. UE 1503/2020 permette anche di beneficiare di un passaporto europeo e quindi di offrire i servizi di *crowdfunding* in altri paesi membri (identificati nella domanda di autorizzazione), secondo una procedura che ricalca gli schemi usuali (cfr. MiFID II) ma pensata per servizi solo in libera prestazione di servizi (senza stabilimento di succursali in considerazione dell'attività attraverso piattaforme online) e con tempi più stretti (entro 15 giorni dalla prima comunicazione alla propria autorità di vigilanza si può iniziare l'attività estera)¹¹⁴. Tale passaporto vale solo per i servizi di *crowdfunding* coperti dal Regol. UE 1503/2020, per cui, per offrire servizi aggiuntivi, il fornitore autorizzato dovrà seguire le regole europee o nazionali previste per gli stessi (in quanto ad autorizzazioni richieste e requisiti)¹¹⁵. Non è previsto un regime per fornitori di *crowdfunding* di paesi terzi per cui gli stessi dovranno stabilire una sede in un paese europeo, cercare di sfruttare altri regimi o restringere il campo geografico di operatività e confidare in accordi con singoli paesi¹¹⁶.

¹¹³ La comunicazione avrà ad oggetto l'elenco dei progetti finanziati, specificando per ogni progetto: il titolare del progetto e l'importo raccolto; lo strumento emesso; informazioni aggregate sugli investitori (distinguendo sofisticati e non sofisticati e per residenza) e sull'importo investito. Sui poteri delle autorità competenti e di ESMA: F. CHIARELLI-L. DROGHINI-R. D'AMBROSIO, *Supervision and reporting obligations of crowdfunding service providers (Arts 15–16)*, in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 229 ss.; N. DE ARRIBA-SELLIER, *From cooperation to coercion: the relationships between competent authorities under Articles 31, 34 and 37 ECSFR (Arts 31, 34, 37)*, ibidem, 391 ss.

¹¹⁴ Sul tema cfr. D. VALIANTE, *Foreword*, in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di) cit.; V. TORTORICI, *The EU passporting system for crowdfunding service providers: towards a new type of passport for digital financial services? (Art 18)*, in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 252-265.

¹¹⁵ Cfr. anche M. LOUISSE-A. PASARIBU, *op. cit.*, 147; T. ASCHENBECK-L. ENGLER, *op. cit.*, 205.

¹¹⁶ *Amplius* su *Brexit* e trattamento dei fornitori di *crowdfunding* stabiliti in paesi terzi: E. MACCHIAVELLO, *The European*, cit., 579-81.

6.2. Requisiti per l'autorizzazione.

Tra i requisiti richiesti dal comma 3 dell'art. 50-*quinquies*, per la concessione dell'autorizzazione erano presenti la forma giuridica (di società di capitali, di società cooperativa o di società europea: lett. a) e la sede legale e amministrativa o, per i soggetti comunitari, stabile organizzazione nel territorio della Repubblica (lett. b). Non sembrava essere espressamente richiesto un oggetto sociale esclusivo ma solo coerente con l'esercizio professionale del servizio di gestione di portali, potendosi quindi non solo gestire diversi portali ma anche svolgere altre attività economiche: tuttavia, dalla prassi si è segnalato un atteggiamento molto restrittivo manifestato da Consob sul ventaglio di attività svolgibili da parte dei gestori. Ad ogni modo, i gestori di portali dovevano creare portali di *investment-based crowdfunding* – con sezioni peraltro chiaramente separate per l'*equity* da un lato e per le obbligazioni/titoli di debito dall'altro - con oggetto esclusivo la facilitazione della raccolta di capitale di rischio e/o di titoli di debito e quindi dovendo eventualmente creare portali separati per le ulteriori attività di *peer-to-peer lending* o *donation-crowdfunding* o *reward-crowdfunding*¹¹⁷. Il Regol. UE 1503/2020 richiede ora che il fornitore

¹¹⁷ L'oggetto esclusivo non era infatti richiesto espressamente in alcuna norma: il primo comma dell'art. 50-*quinquies* t.u.f. definiva il gestore di portali come «il soggetto che esercita professionalmente il servizio di gestione di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali ed è iscritto nel registro di cui al comma 2» ed il comma 3, alla lettera c) richiedeva, ai fini della concessione dell'autorizzazione, che il gestore avesse “oggetto sociale conforme” al comma 1. L'art. 1, comma 5-*novies*, t.u.f., invece, imponeva la finalità esclusiva solo del portale del gestore («Per portale per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali, si intende una piattaforma on line che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle piccole e medie imprese [...], delle imprese sociali e degli organismi di investimento collettivo del risparmio o di altre società che investono prevalentemente in piccole e medie imprese nonché della raccolta di finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle piccole e medie imprese»). Anche l'art. 2, comma 1, previgente regol. Consob *crowdfunding* distingueva il portale dal gestore, definendo il primo «la piattaforma *on line* che ha come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitali da parte degli offerenti» (lett d) e il secondo «il soggetto che esercita professionalmente il servizio di gestione di portali per la raccolta di capitali per gli offerenti ed è iscritto nell'apposito registro tenuto dalla Consob». *Contra*, a favore dell'interpretazione che impone al gestore oggetto esclusivo: V. DE

di servizi di *crowdfunding* abbia personalità giuridica e sede effettiva e stabile nell'Unione Europea, senza richiedere però alcuna particolare forma societaria né, come si è anticipato (§3.3), oggetto sociale esclusivo, potendosi svolgere ulteriori attività, anche non finanziarie, insieme a quelle di *crowdfunding*. I gestori di piattaforme di *lending-based crowdfunding* invece dovevano avere come oggetto sociale esclusivo lo svolgimento di attività finanziarie (se banche o intermediari *ex* 106 t.u.b.) o no (se IP/IMEL, potendo essere autorizzati anche come ibridi) a seconda dello status giuridico adottato.

Coloro che detenessero il controllo di gestori di portali di *investment-based crowdfunding* in Italia (o, in assenza, coloro che detenessero almeno il 20% del capitale sociale)¹¹⁸ dovevano essere in possesso dei requisiti di onorabilità fissati dalla Consob con l'art. 8 regol. Consob *crowdfunding*,¹¹⁹ il venir meno dei quali comportava la decadenza dall'autorizzazione salvo la ricostituzione degli stessi entro

STASIO, *op. cit.*, 2334; M. PINTO, L'“*equity based crowdfunding*” in Italia al di fuori delle fattispecie regolate dal Decreto Crescita, in *Società*, 2013, 818; N. DE LUCA-S. FURNARI-A. GENTILE, voce «Equity Crowdfunding», in *Digesto/comm.*, Torino, 2017, 166.

¹¹⁸ Il previgente art. 8, comma 2, regol. Consob *crowdfunding* specifica che «[o]ve il controllo o la partecipazione di cui al comma 1-bis siano detenuti tramite una o più persone giuridiche, i requisiti di onorabilità indicati nel comma 1 devono ricorrere per gli amministratori e il direttore generale ovvero per i soggetti che ricoprono cariche equivalenti, nonché per le persone fisiche che controllano tali persone giuridiche».

¹¹⁹ In particolare, i soci di controllo dovevano attestare l'assenza di: a) misure di interdizione, inabilitazione ovvero di condanne ad una pena che comportasse l'interdizione, anche temporanea, dai pubblici uffici ovvero l'incapacità ad esercitare uffici direttivi; b) di misure di prevenzione ai sensi della normativa anti-mafia (d.lgs. 6 settembre 2011, n. 159); c) di condanne con sentenza irrevocabile a pena detentiva per uno dei reati previsti dalle norme che disciplinano l'attività bancaria, finanziaria, mobiliare, assicurativa e dalle norme in materia di mercati, di valori mobiliari e di strumenti di pagamento o per uno dei reati societari (titolo XI del libro V del codice civile e regio decreto 16 marzo 1942, n. 267), alla reclusione per un tempo non inferiore a un anno per un delitto contro la pubblica amministrazione, contro la fede pubblica, contro il patrimonio, contro l'ordine pubblico, contro l'economia pubblica ovvero per un delitto in materia tributaria, alla reclusione per un tempo non inferiore a due anni per un qualunque delitto non colposo; d) di condanne a una delle pene indicate alla lettera c) con sentenza che applica la pena su richiesta delle parti, salvo il caso di estinzione del reato; d-bis) in Stati esteri, condanne penali o altri provvedimenti sanzionatori per fattispecie corrispondenti a quelle che comporterebbero, secondo la legge italiana, la perdita dei requisiti di onorabilità.

due mesi durante i quali le offerte dovevano essere sospese (cfr. art. 10, comma 2, regol. Consob *crowdfunding*)¹²⁰. Coloro che svolgessero funzioni di amministrazione, direzione e controllo dovevano essere in possesso, oltre che dei requisiti di onorabilità di cui sopra (art. 8), anche dei requisiti di professionalità stabiliti dalla Consob nell'art. 9 previgente regol. Consob *crowdfunding*¹²¹, non potendo inoltre assumere o esercitare analoghe cariche presso altre società che svolgessero la stessa attività, a meno che tali società non appartenessero al medesimo gruppo (comma 4 dell'art. 9, cit.). Tali requisiti di onorabilità e professionalità degli esponenti erano dunque assimilabili a quelli previsti per gli esponenti delle SIM dal D.M. 468/1998 ma appaiono meno stringenti rispetto a quelli ora applicabili agli esponenti di banche, IP, IMEL ed intermediari 106 t.u.b. (in attuazione degli articoli 91 CRD IV e 26 t.u.b. ultima versione) ai sensi del recente Decreto MEF 169/2020¹²² così come rispetto a quelli che dovrebbero

¹²⁰ Tale effetto automatico è invece escluso con riferimento alle SIM: *ex multis* A. ANNUNZIATA, *La disciplina*, cit., 76.

¹²¹ Essi devono essere scelti «secondo criteri di professionalità e competenza fra persone che hanno maturato una comprovata esperienza di almeno un biennio nell'esercizio di: a) attività di amministrazione o di controllo ovvero compiti direttivi presso imprese; b) attività professionali in materie attinenti al settore creditizio, finanziario, mobiliare, assicurativo; c) attività d'insegnamento universitario in materie giuridiche o economiche; d) funzioni amministrative o dirigenziali presso enti privati, enti pubblici o pubbliche amministrazioni aventi attinenza con il settore creditizio, finanziario, mobiliare o assicurativo ovvero presso enti pubblici o pubbliche amministrazioni che non hanno attinenza con i predetti settori purché le funzioni comportino la gestione di risorse economico-finanziarie». Per ruoli non esecutivi possono essere scelti a far parte dell'organo amministrativo anche soggetti che «abbiano maturato una comprovata esperienza lavorativa di almeno un biennio nei settori industriale, informatico o tecnico-scientifico, a elevato contenuto innovativo, o di insegnamento o ricerca nei medesimi settori» (con un'apertura quindi a settori non-economico-finanziari), purché la maggioranza dei componenti possieda i requisiti sopra indicati.

¹²² Cfr. Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) del 23 novembre 2020, n. 169 contenente il Regolamento in materia di requisiti e criteri di idoneità allo svolgimento dell'incarico degli esponenti aziendali delle banche, degli intermediari finanziari, dei confidi, degli istituti di moneta elettronica, degli istituti di pagamento e dei sistemi di garanzia dei depositanti (cfr. anche BANCA D'ITALIA, *Disposizioni sulla procedura di valutazione dell'idoneità degli esponenti di banche, intermediari finanziari, istituti di moneta elettronica, istituti di pagamento e sistemi di garanzia dei depositanti*, 4 maggio 2021). Il Decreto MEF prevede infatti per gli

essere adottati in attuazione dell'art. 13 t.u.f. (come modificato in recepimento della MiFID II). Quest'ultimo prevede, infatti, oltre ai requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza (graduati secondo principi di proporzionalità), anche requisiti di «competenza, coerenti con la carica da ricoprire e con le caratteristiche del soggetto abilitato, e di adeguata composizione dell'organo» (comma 3, lett. c), di correttezza e limiti al cumulo di incarichi (graduati secondo principi di proporzionalità e tenendo conto delle dimensioni dell'intermediario), da meglio definirsi con regolamento del MEF, sentite Banca d'Italia e Consob. Rientrando i requisiti degli amministratori tra le materie per le quali l'art. 3, paragrafo 2, *MiFID II* impone per gli intermediari esentati requisiti equivalenti rispetto a quelli imposti alle imprese di investimento, Consob avrebbe dovuto prima o poi intervenire nuovamente sul regolamento Consob *crowdfunding* per adeguarsi al nuovo standard ma nel frattempo è subentrato il Regol. UE 1503/2020. Anche i requisiti dei soci di controllo o rilevanti riprendono quelli stabiliti per i soci di controllo dal Decreto ministeriale n. 144 del

esponenti, in primo luogo, anche requisiti di correttezza (nella cui valutazione rientrano anche sentenze non definitive, sanzioni amministrative, incarichi in imprese sottoposte a procedure concorsuali, radiazione da albi, indagini in corso, ecc.: art. 4) ed indipendenza, oltre a - per i soli presidente, amministratori con incarichi esecutivi, collegio sindacale, consiglio di sorveglianza e comitato di controllo - requisiti di competenza. Inoltre, i requisiti di professionalità (già presenti per le SIM e gestori di portali) sono talvolta più severi: tra i requisiti di professionalità degli esponenti di IP, IMEL e 106 t.u.b. vi rientrano infatti incarichi direttivi o di amministrazione e controllo per almeno un anno (contro i tre richiesti per le banche) in imprese del settore creditizio, finanziario e mobiliare o società quotate di grandi dimensioni, mentre nell'ambito della disciplina sull'*equity crowdfunding* i medesimi incarichi devono essere espletati per almeno due anni ma in qualunque impresa. La disciplina derivante dal t.u.b. impone poi requisiti più severi per gli amministratori con incarichi esecutivi e specialmente per direttori e Presidente mentre per le piattaforme tale inasprimento non esiste. Infine, per gli amministratori non esecutivi degli intermediari del t.u.b., le attività professionali rilevano solo se svolte nel settore creditizio, mobiliare, assicurativo, (con l'aggiunta del tecnologico rispetto all'iniziale bozza di decreto) e caratterizzate da complessità mentre nell'*equity crowdfunding* è assegnato un peso alle esperienze professionali anche se svolte nei settori industriali, informativo e tecnico-scientifico a elevato contenuto innovativo: cfr. art. 7 Decreto MEF e art. 9 regol. Consob *crowdfunding* 2023). IP, IMEL e 106 t.u.b. sono invece esentati, al contrario delle banche, dai requisiti di composizione (diversificata e bilanciata) collegiale, di disponibilità di tempo e di divieto di cumulo degli incarichi (cfr. art. 2, comma 3, decreto MEF).

1998¹²³, il quale verrà però sostituito nel prossimo futuro da nuovi regolamenti MEF relativi ai requisiti di onorabilità e ai criteri di competenza e correttezza dei partecipanti al capitale degli enti creditizi e delle imprese di investimento, da adottarsi in attuazione, rispettivamente, dagli articoli 25 t.u.b. e 14 t.u.f. (come modificati in recepimento della *CRD IV*)¹²⁴ e che, pur riprendendo criteri simili di onorabilità, imporranno standard simili al decreto MEF 169/2020 già citato, introducendo anche requisiti di correttezza e competenza sempre nel rispetto della proporzionalità.

Il Regol. UE 1503/2020 impone espressamente al richiedente di dar prova dell'onorabilità e professionalità (conoscenza, competenza ed esperienza) degli amministratori (art. 12, para. 2, lett 1). In particolare, la prima consiste nell'assenza di precedenti penali relativi a violazioni di norme nazionali nei settori del diritto commerciale, del diritto fallimentare, del diritto sui servizi finanziari, della normativa antiriciclaggio, o della normativa antifrode o degli obblighi in materia di responsabilità professionale (art. 12, para. 3). Lo schema di domanda richiede di fornire un certificato nazionale attestante l'assenza di precedenti penali e informazioni su eventuali indagini o procedimenti penali o casi anche civili e amministrativi nelle aree del diritto sopra indicate, così come su eventuali rigetti di domande di registrazione, autorizzazione, licenza, associazione per lo svolgimento di attività di economiche, di commercio o professioni e interruzione di rapporti di lavoro che abbiano una connessione con la gestione di denaro o comunque fiduciaria. Curiosamente, mentre il paragrafo 2, nel richiedere la prova dell'onorabilità, indica solo le persone fisiche che gestiscono il fornitore, il successivo paragrafo (che specifica tale requisito), menziona anche gli azionisti che detengono il 20% o più del capitale sociale o dei diritti di voto: ad ogni modo, il Regol. delegato n. 2022/2112 richiede anche per questi ultimi la prova dei requisiti. Con

¹²³ Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica, decreto del 18 marzo 1998 n. 144, Regolamento recante norme per l'individuazione dei requisiti di onorabilità dei partecipanti al capitale sociale delle banche e fissazione della soglia rilevante.

¹²⁴ Gli schemi di decreto, in consultazione fino al 27 maggio 2022, sono rinvenibili al seguente indirizzo: https://www.dt.mef.gov.it/it/dipartimento/consultazioni_pubbliche/consultazione_regolamento_requisiti.html.

riferimento alla professionalità, invece, è necessario provare che gli amministratori possiedano «sufficienti conoscenze, competenze ed esperienza per gestire il candidato fornitore di servizi di *crowdfunding*» e che abbiano tempo sufficiente da dedicare all'esercizio delle loro funzioni, senza specificare requisiti particolari: lo schema di domanda richiede solo di fornire il *curriculum vitae* degli amministratori in cui siano indicati in dettaglio istruzione e pregresse esperienze lavorative (con specificazione delle funzioni ricoperte in particolare negli ultimi 10 anni) e descrizione delle competenze presenti, complessivamente, nell'organo amministrativo, oltre alla descrizione del tempo minimo da dedicare alle funzioni e agli altri incarichi eventualmente detenuti in contemporanea. L'art. 4-*sexies*.1, comma 6, lett. d) e f) t.u.f. ha però aggiunto un rinvio ai menzionati articoli 13 e 14 t.u.f. (in materia di requisiti degli esponenti e partecipanti al capitale delle SIM) e, per i requisiti di onorabilità, al decreto ministeriale in attuazione dell'art. 25, comma 2, t.u.b. (cfr. *supra*). I recenti orientamenti di vigilanza della Banca d'Italia sul *crowdfunding* hanno poi aggiunto la specificazione che la valutazione di tali requisiti dovrà essere compiuta dall'organo competente ai sensi dell'art. 13, comma 5, t.u.f. (in materia di imprese di investimento) in sede di nomina o di eventi rilevanti successivi, e che per tale valutazione si potrà tenere conto della pregressa esperienza del richiedente come gestore di portali (autorizzato ai sensi del previgente art. 50-*quinquies* t.u.f.) e dei criteri stabiliti da Consob per questi nel previgente regolamento *crowdfunding*. Tali norme e orientamenti hanno quindi l'effetto di prorogare la valenza dei criteri previgenti, sembrando però aggiungere requisiti specifici ove invece la disciplina europea concedeva (appositamente) maggior flessibilità e comunque non rinviava alle autorità nazionali per ulteriori specificazioni.

Tornando al regime previgente in Italia, il d.lgs. 129/2017 aveva aggiunto nell'articolo 50-*quinquies* t.u.f. un ulteriore requisito di tipo patrimoniale, imposto indirettamente dal nuovo paragrafo 2 dell'art. 3 *MiFID II*: il gestore doveva aderire ad un sistema di indennizzo a tutela degli investitori o, in alternativa, stipulare un'assicurazione di responsabilità professionale che garantisca una protezione equivalente alla clientela ma l'art. 2 D.Lgs. n. 165/2019 (c.d. "correttivo MiFID") aveva in seguito eliminato l'alternativa lasciando solo il requisito della polizza assicurativa. L'art. 7-*bis* del previgente regol. Consob *crowdfunding* (come modificato dalla delibera n. 21259/2020)

richiedeva dunque a fini autorizzativi, la stipula di un'assicurazione professionale con massimale di, per ciascuna richiesta di indennizzo, almeno €20.000 (cfr. sistema di indennizzo) e, per l'importo totale delle richieste di indennizzo, di almeno €1 milione all'anno per i gestori che effettuano direttamente la verifica di appropriatezza mentre di almeno €500.000 all'anno per gli altri che ricorrono agli intermediari tradizionali autorizzati a tal fine¹²⁵. Era prevista la decadenza dall'autorizzazione del gestore di portali anche al venir meno di tale requisito patrimoniale, salvo che non venisse ricostituito entro due mesi e fermo il divieto di offerte in tale arco di tempo (art. 7, comma 3, previgente regol. Consob *crowdfunding*).

Le negoziazioni trilaterali che hanno preceduto l'adozione del Regol. UE 1503/2020 hanno portato all'aggiunta, rispetto alla proposta originaria della Commissione, di requisiti prudenziali per rischio operativo (art. 11), che rappresentano una novità per i gestori di piattaforme italiani, insieme ad altri requisiti organizzativi¹²⁶: i fornitori dovranno quindi provare di detenere presidi prudenziali per rischio operativo nella misura di €25.000 o, se più alto, un quarto delle spese

¹²⁵ La versione del regol. Consob *crowdfunding* in consultazione da giugno ad agosto 2017 imponeva requisiti più severi richiedendo, in alternativa all'adesione ad uno dei sistemi di indennizzo dei risparmiatori riconosciuti ai sensi dell'art. 59 t.u.f. (peraltro istituiti per gli intermediari che detengano o dispongano di strumenti o liquidità dei clienti – circostanza invece vietata alle piattaforme di *crowdfunding* - e con massimale di €20.000), la stipula di un'assicurazione di responsabilità professionale con massimale di almeno €100.000 per ciascuna richiesta di indennizzo e di almeno €2.500.000 all'anno per il totale delle richieste di indennizzo (art. 7-bis, commi 1 e 2). Quest'ultimo massimale corrispondeva alla metà di quella prevista dall'art. 4 del D.M. del 5 aprile 2012, n. 66 in materia di requisiti patrimoniali e di indipendenza delle società di consulenza finanziaria, mentre il massimale per singole richieste era pari ad un decimo di quello richiesto dal medesimo decreto 66/2012, essendo la differenza giustificata dal carattere esecutivo del servizio in questione al contrario del servizio di consulenza e dalle dimensioni ancora contenute del mercato. Cfr. CONSOB, *Revisione del regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line - Documento di consultazione*, (6 luglio 2017), 4.

¹²⁶ Secondo quanto riporta U. PIATTELLI (*Il nuovo regolamento*, cit., 443), la Consob ha iniziato a richiedere già da qualche tempo (prima dell'entrata in vigore del regolamento europeo) ai fornitori di *crowdfunding* (perlomeno quelli privi dell'assicurazione professionale) di dare conto anche delle prospettive di sviluppo nei successivi 3 anni e della quantificazione dei costi fissi, in previsione dei futuri requisiti europei.

generali dell'anno precedente in forma di *Common equity tier 1* oppure di polizza assicurativa (con le caratteristiche elencate nei paragrafi 6 e 7)¹²⁷ o di combinazione tra le due precedenti opzioni. Tale requisito ricorda quelli per le imprese di investimento di classe 3 fissate dal recente pacchetto “*Investment Firms Regulation*” (IFR 2019/2033) e “*Investment Firm Directive*” (IFD 2019/2034) ma con semplificazioni e alleggerimenti (visto che la base per i requisiti patrimoniali di tali imprese di investimento è rappresentato dal capitale minimo che deve essere almeno €75.000 ed è previsto anche un *K-factor* in alternativa). I fornitori che detengano altre autorizzazioni (come banche, imprese di investimento o IMEL/IP) e siano quindi già sottoposti ad altri requisiti prudenziali (superiori) sono esentati.

Altri requisiti elencati nell'art. 12 si riferiscono ad obblighi organizzativi che verranno discussi *infra*: di predisposizioni di misure per la gestione dei rischi, di parziale verifica del documento informativo preparato dall'offerente, di continuità operativa (novità per i gestori italiani di piattaforme), di esternalizzazione, di adeguati sistemi di *governance* e controllo interno, e per la gestione dei dati personali e dei reclami.

6.3. Domanda e procedimento di autorizzazione.

La domanda di autorizzazione dei gestori iscritti nella sezione ordinaria doveva essere presentata secondo lo schema allegato 1 al previgente regol. Consob *crowdfunding*, insieme ad una relazione sull'attività d'impresa e sulla struttura organizzativa, redatta secondo le indicazioni contenute nell'allegato 2 al medesimo regolamento. In particolare, la domanda, completa degli elementi essenziali quali denominazione sociale e sede del gestore¹²⁸, doveva essere corredata dalla copia dell'atto costitutivo e dello Statuto, dall'elenco dei soggetti che detengono il controllo con indicazione delle quote e dalla documentazione attestante il possesso dei requisiti di onorabilità da parte di questi, così come elenco dei soggetti che svolgono funzioni di

¹²⁷ In particolare, durata non inferiore ad un anno, disdetta con preavviso non inferiore a 90 giorni, stipulata con un'impresa terza autorizzata, copertura per perdita di documenti, dichiarazioni false o fuorvianti fatte, violazione di altri obblighi.

¹²⁸ Insieme a: indirizzo del sito *internet*, nominativo e recapiti di un referente della società e l'elenco dei documenti allegati (allegato 1, sez. A, punto 1).

amministrazione, direzione e controllo insieme al verbale dell'organo di controllo di verifica dei requisiti di professionalità e onorabilità degli stessi. Nella relazione, invece, il gestore doveva descrivere dettagliatamente, prima di tutto, la sua attività, incluse le modalità per la selezione delle offerte, eventuali attività a favore degli offerenti (consulenza e assistenza) o degli investitori (pubblicazione di report periodici sull'andamento degli offerenti, meccanismi di valorizzazione periodica degli strumenti finanziari ovvero di rilevazione dei prezzi delle transazioni, meccanismi per facilitare i flussi informativi tra offerenti ed investitori o tra gli investitori) e se intendesse istituire una bacheca elettronica. In secondo luogo, doveva descrivere la struttura organizzativa: in particolare, la struttura aziendale¹²⁹, le modalità per assicurare il rispetto degli obblighi di condotta ed informativi previsti dal regolamento (incluso, qualora effettuati direttamente le verifiche di appropriatezza per tutti gli ordini, le procedure interne adottate a tal fine e, qualora offrisse obbligazioni e titoli di debito, le misure per rispettare i connessi limiti), le modalità di ricezione e trasmissione degli ordini¹³⁰, la conservazione della documentazione, le politiche di identificazione e di gestione dei conflitti di interesse, di prevenzione delle frodi e di tutela della *privacy*, eventuale *outsourcing*, specialmente se di funzioni essenziali (v. strategia di selezione delle offerte)¹³¹ e la struttura delle commissioni per i servizi.

In base al nuovo Regol. UE 1503/2020, i richiedenti devono presentare la domanda secondo lo schema allegato al Regol. delegato n. 2022/2112 (che precisa i requisiti dell'art. 12), inviandola, per l'Italia, alla divisione intermediari Consob all'indirizzo PEC dedicato

¹²⁹ Ad esempio, le deleghe ed i meccanismi di controllo, l'eventuale piano di assunzione del personale o personale in carico da impiegare nelle attività, inclusa la presenza e funzioni di dipendenti o collaboratori che abbiano svolto attività professionali o attività accademiche o di ricerca certificata presso Università e/o istituti di ricerca, pubblici o privati in determinate materie.

¹³⁰ I gestori dovevano descrivere i sistemi per gestire gli ordini raccolti nel rispetto delle condizioni fissate in merito dal previgente regolamento Consob, le modalità per la trasmissione degli ordini alle imprese autorizzate e l'infrastruttura informatica per la ricezione e trasmissione degli ordini.

¹³¹ È necessario specificare anche i soggetti incaricati di tali operazioni, il contenuto e l'ampiezza degli incarichi e le misure per il controllo sulle attività e sui relativi rischi, oltre che eventuali incarichi di selezione delle offerte ricevuti da altri gestori.

indicato nel nuovo regol. Consob *crowdfunding* 2023 (art. 3). Tale schema ricorda molto quello richiesto per l'autorizzazione come impresa di investimento dal Regolamento Delegato UE n. 2017/1943, benché con qualche semplificazione¹³² e presenta molti punti in comune col previgente schema Consob. Infatti, oltre al nome, indirizzo internet del sito web e indirizzo fisico (e persona e contatti del responsabile), dovrà essere indicata la forma giuridica e allegati lo Statuto ed un programma di attività. In quest'ultimo, dovranno essere indicati i tipi di servizi di *crowdfunding* (insieme agli eventuali servizi aggiuntivi) che s'intende offrire, come verranno forniti servizi di pagamento (in proprio o attraverso terze parti), la piattaforma di *crowdfunding* che intende gestire e luogo e modalità di commercializzazione delle offerte. Lo schema di domanda precisa (e di fatto aggiunge tra i requisiti senza che fosse richiesto dalla normativa primaria) che dovranno indicarsi anche i tipi di prodotti offerti e di titolari di progetti (ad esempio, in base al settore di attività), di investitori *target* e le procedure di selezione dei titolari di progetti che si impiegheranno. Anche le modalità di *disclosure* delle informazioni richieste ai sensi dell'art. 19 e di gestione degli ordini e di trasmissione delle informazioni tra clienti e strategie di *marketing* (ad es., lingue usate) dovranno essere indicate nella domanda. Si dovrà poi descrivere l'organizzazione del richiedente in modo da dimostrare l'osservazione dei requisiti (cfr. §§ 6.2 e 7) richiesti dal Regolamento UE, quindi dei dispositivi di *governance* e dei meccanismi di controllo interno (in particolare, gestione del rischio e contabili), dei sistemi, risorse e procedure per il controllo e la protezione dei sistemi di trattamento dei dati e di gestione dei reclami, del piano di continuità operativa e degli accordi di esternalizzazione; dei rischi operativi e dei collegati presidi prudenziali (anche in una prospettiva di 3 anni); delle procedure e presidi per assicurare il rispetto di alcuni obblighi in materia di conflitto di interessi (art. 8), limiti di investimento di investitori non sofisticati (art. 21, para. 7) e controlli sul documento informativo fornito dai titolari dei progetti; delle conoscenze, competenze ed esperienza delle persone che gestiscono il fornitore (con nomi).

¹³² Sollevano dubbi sull'effettivo alleggerimento: M. LOUISSE-A. PASARIBU, *op. cit.*, 144.

Nel previgente regime, la Consob verificava la regolarità e la completezza della domanda entro sette giorni lavorativi – contro i dieci per le SIM (art. 7, comma 4, regol. intermediari) - dalla presentazione¹³³, potendo chiedere a qualunque soggetto ulteriori elementi informativi e dovendo decidere sulla domanda entro sessanta giorni lavorativi (contro i centoventi delle SIM *ex* art. 9, comma 1, regol. intermediari). L'autorità poteva negare l'autorizzazione qualora verificasse l'assenza dei requisiti indicati dal comma 3 dell'articolo in commento o dalla relazione allegata risultasse l'incapacità di gestire correttamente il portale (art. 7, comma 5, previgente regol. Consob *crowdfunding*). In caso di concessione dell'autorizzazione, invece, il gestore veniva iscritto nella sezione ordinaria del registro dei gestori di portali tenuto dalla Consob, nel quale venivano inserite le informazioni di base delibera di autorizzazione e numero d'ordine di iscrizione, denominazione sociale, indirizzo del sito internet e relativo collegamento ipertestuale, sede legale e sede amministrativa, stabile organizzazione nel territorio della Repubblica per i soggetti UE, attività svolta – ad esempio, se comprensiva anche o solo di offerta di obbligazioni e titoli di debito) e successivamente annotati gli estremi degli eventuali provvedimenti sanzionatori e cautelari adottati dalla Consob (art. 5, comma 1, previgente regol. Consob *crowdfunding*).

Il Regol. UE 1503/2020 stabilisce tempi piuttosto brevi per concludere il procedimento di autorizzazione, dovendosi concludere con una decisione entro tre mesi: in tale arco di tempo, l'autorità deve inviare una ricevuta di ricezione della domanda entro 10 giorni lavorativi (art. 3 Reg. Delegato n. 2022/2112) ed in seguito avrà 25 giorni per valutarne la completezza e inviare al richiedente richiesta di ulteriore documentazione (da mandare a pena di improcedibilità) o, al contrario, comunicazione che la domanda è stata ritenuta completa (art. 12, para. 4-6 Regol. 1503/2020 e art. 4 regol. Consob *crowdfunding* 2023), prima di prendere una decisione motivata di accoglimento o rigetto che dovrà essere comunicata entro 3 giorni (para 8 e 10). La decisione viene presa tenendo conto della natura, portata e complessità dei servizi di *crowdfunding* che il richiedente intende fornire, potendo l'autorità rifiutare l'autorizzazione qualora «esistano ragioni obiettive e

¹³³ La società richiedente ha poi trenta giorni lavorativi per presentare eventuali documenti mancanti, a pena di improcedibilità: art. 7 regol. *crowdfunding*.

dimostrabili per ritenere che l'organo di gestione [...] potrebbe compromettere la sua gestione efficace, sana e prudente e la sua continuità operativa, nonché un'adeguata considerazione degli interessi dei clienti e dell'integrità del mercato».

6.4. *Revoca dell'autorizzazione.*

Una volta concessa l'autorizzazione, i gestori italiani potevano decadere dalla stessa qualora non avessero iniziato l'attività entro sei mesi (contro i dodici delle SIM, art. 19, comma 3-*ter* t.u.f. e art. 10, comma 3, regol. intermediari) o di successiva interruzione dell'attività per sei mesi (art. 11-*bis*, commi 1 e 2, previgente regol. Consob *crowdfunding*). La cancellazione dal registro poteva avvenire, oltre che per decadenza, anche per perdita dei requisiti di iscrizione, per mancato pagamento del contributo di vigilanza e per adozione del provvedimento di radiazione (*ex* art. 23, comma 1, lettere *b*-*d*) regol. *crowdfunding*), oltre che nel caso in cui «l'autorizzazione sia stata ottenuta presentando false dichiarazioni o con qualsiasi altro mezzo irregolare» (art. 12, comma 1, lett. *a*), in linea con il nuovo art. 20-*bis*, comma 2, t.u.f. per le SIM sempre in recepimento della *MiFID II*) o i gestori abbiano presentato istanza di revoca dell'autorizzazione (cfr. ora art. 19, comma 4-*bis* t.u.f. con riferimento alle SIM, in recepimento della *MiFID II*), sulla quale la Consob decideva entro sessanta giorni (commi 4-6, art. 11-*bis*)¹³⁴.

In base al Regol. UE 1503/2020 le cause che possono ora portare alla perdita dell'autorizzazione non di discostano molto dal regime italiano (art. 17; cfr. anche art. 5 regol. Consob *crowdfunding* 2023), salvo che per la durata dell'inattività rilevante (18 mesi dall'autorizzazione o 9 mesi consecutivi invece che 6 mesi in entrambi i casi), la specificazione che anche violazioni della normativa anti-riciclaggio da parte di operatori autorizzati alla prestazione di servizi di

¹³⁴ L'art. 12 regolava poi la cancellazione dal registro che viene disposta «a) nel caso in cui l'autorizzazione sia stata ottenuta presentando false dichiarazioni o con qualsiasi altro mezzo irregolare; b) a seguito della perdita dei requisiti prescritti per l'iscrizione; c) a seguito del mancato pagamento del contributo di vigilanza nella misura determinata annualmente dalla Consob; d) per effetto dell'adozione del provvedimento di radiazione ai sensi dell'articolo 23, comma 1, lettera b); d-*bis*) per effetto della decadenza dall'autorizzazione».

pagamento e la perdita della relativa autorizzazione rientrano tra le possibili cause, oltre che la mancata indicazione specifica di quali gravi violazioni del Regolamento n. 1503/2020 siano rilevanti a tal fine.

7. *Obblighi dei fornitori: un primo sguardo.*

7.1. *Panoramica.*

La previgente normativa italiana e il nuovo regolamento europeo presentano un approccio simile: entrambi delineano infatti regimi caratterizzati da alcuni limiti di attività (cfr. *supra* §3 su servizi permessi e vietati benché quello italiano appare più restrittivo), obblighi di verifica del rispetto delle condizioni di legge (apparendo il regime italiano, ancora, più severo), obblighi informativi speciali, e, infine, obblighi di organizzazione, trasparenza e condotta che rievocano quelli esistenti per le imprese di investimento ma in parte semplificati (ad es., in materia di organizzazione, conflitti di interesse, requisiti prudenziali e per l'assenza di requisiti di *product governance* o gestione delle crisi). Entrambi prevedono invece tutele aggiuntive per i clienti “non sofisticati”, pur se con rilevanti differenze. Inoltre, mentre l'Italia aveva predisposto un regime unico per i gestori di portali, il Regol. UE 1503/2020, accanto al regime di base, prevede obblighi aggiuntivi a seconda del servizio offerto (a partire dal semplice *lending-based crowdfunding*, fino ad arrivare alla gestione di portafogli di prestiti). Infine, il previgente regime speciale italiano era focalizzato su obblighi di condotta e, in particolare, informativi, mentre il nuovo regime europeo ha inserito anche requisiti organizzativi e prudenziali rilevanti.

Nel previgente regime italiano, alle banche, imprese di investimento e OICR che gestivano “di diritto” portali si applicava la normativa speciale loro propria (ad esempio, per le banche, disciplina bancaria in quanto a requisiti prudenziali, autorizzazioni, ecc., obblighi di condotta nei servizi di investimento *ex* artt. 21 ss. t.u.f., normativa antiriciclaggio, ecc.), a cui si sommavano alcune norme speciali in materia di *crowdfunding*. I gestori di diritto, in particolare, erano ugualmente sottoposti agli obblighi di monitoraggio del rispetto del limite massimo dell'offerta, della condizione di perfezionamento dell'offerta, oltre che di verifica degli statuti societari degli offerenti (perché riconoscano i diritti degli investitori *ex* previgenti artt. 24-25

regol. Consob *crowdfunding*). Ad ogni modo, il limite massimo dell'offerta si applicava testualmente solo alle offerte condotte "esclusivamente" attraverso portali online, per cui, nel caso di gestori di diritto, potendo questi suddividere l'offerta in più porzioni ed utilizzare per le stesse modalità diverse, il limite in questione avrebbe dovuto trovare applicazione solo alla porzione di offerta effettuata attraverso portali e non alla porzione condotta attraverso canali tradizionali¹³⁵ (alla quale si sarebbero comunque applicate le norme ordinarie in materia di offerta al pubblico, con obbligo di prospetto salvo il ricorrere di una delle esenzioni ammesse, tra cui l'analoga soglia di €8 milioni di corrispettivo totale o l'offerta riservata ai soli investitori professionali, ecc.). I gestori di diritto dovevano rispettare anche gli obblighi specifici di *disclosure* (cfr. *infra* §10), come chiarito dalla Consob¹³⁶. Il dover sommare gli obblighi derivanti da due normative potrebbe apparire uno svantaggio competitivo irragionevole ma la richiesta agli intermediari tradizionali di mantenere gli stessi standard di condotta e tutela degli investitori non solo per i servizi di investimento e bancari ma anche per i servizi di *crowdfunding* appariva giustificato dalla necessità di mantenere la fiducia in tali soggetti ed evitare riflessi in termini di rischio sistemico (sarebbe infatti difficile per un cliente giustificare una banca che lo ha "tradito" solo nel contesto del *crowdfunding* invece che dei tradizionali servizi di investimento). D'altra parte, comunque, i gestori di diritto, in quanto soggetti con autorizzazione "piena", non erano sottoposti ai limiti di attività e prodotti sopra descritti con riferimento ai gestori di portali della sezione ordinaria, potendo offrire, ad esempio, anche il servizio di consulenza e gestione portafogli (soggetti comunque alla relativa disciplina). Tuttavia, erano previste anche alcune esenzioni: per importi contenuti al di sotto delle soglie minime di investimento e con esclusivo riferimento ai servizi riconducibili alla gestione dei portali, i gestori di diritto erano esentati dagli obblighi di verifica dell'appropriatezza (*infra*, §11). Ancora, i gestori di diritto non erano neppure soggetti ai nuovi limiti in materia di "auto-collocamento" (art. 13, comma 1-*bis*, previgente regol. Consob *crowdfunding*; cfr. subito *infra* §8), pur

¹³⁵ In questo senso, cfr. S. GUIZZARDI, *L'impresa start-up innovativa*, cit., 572.

¹³⁶ CONSOB, *Comunicazione n. 0066128 dell'1 agosto 2013 riguardante lo svolgimento da parte di banche ed imprese di investimento dell'attività di gestione di portali on line per la raccolta di capitali per le start up innovative*.

dovendo comunque rispettare le nuove disposizioni introdotte dalla *MiFID II* in materia di *product governance*, conflitti di interesse, e comunque obblighi di condotta (almeno corrispondenti al servizio di esecuzione di ordini salvo obblighi maggiori derivanti dalla prestazione di altri servizi non meramente esecutivi, quali consulenza e gestione portafogli, ecc.).

Il Regol. UE 1503/2020, mentre esenta espressamente dai requisiti prudenziali i fornitori che già siano sottoposti a requisiti analoghi in base al proprio regime, non specifica se gli obblighi di condotta gravanti sui fornitori già autorizzati come banche o imprese di investimento quando offrano servizi di *crowdfunding* (specialmente se in combinazione con altri preclusi ai fornitori “ordinari”) siano solo quelli inclusi nel Regolamento o quelli previsti dal loro regime o, come in Italia e per mantenere la fiducia, entrambi i tipi salvo espresse esclusioni: in attesa di specificazione su tale aspetto da parte della Commissione o ESMA, devono ritenersi applicabili entrambi i regimi in via generale e, a seconda del servizio fornito, quelli specificatamente stabiliti per quel servizio.

7.2. *Obblighi organizzativi (generali e specifici).*

Sul lato degli obblighi organizzativi, i gestori di portali italiani erano sottoposti ad obblighi di gestione rapida ed efficiente degli ordini¹³⁷, di riservatezza (artt. 17-18 Regol. n. 18592/2013) e di conservazione della corrispondenza e documentazione contrattuale (per cinque anni: previgente art. 20 regol. Consob *crowdfunding*). Inoltre, i gestori dovevano assicurare «l'integrità delle informazioni ricevute e pubblicate dotandosi di sistemi operativi affidabili e sicuri», individuando le fonti di rischio operativo, predisponendo controlli e procedure per gestire tali rischi ed effettuando il *back up* dei dati (art. 19). L'attenzione era dunque rivolta prevalentemente ad evitare perdite di dati ed assicurare la continuità operativa. Infine, Consob, con l'art. 20-*bis*, aveva adottato disposizione attuative applicabili ai gestori in materia di *whistleblowing*, cioè per l'azione di sistemi interni di

¹³⁷ I gestori assicurano che gli ordini siano gestiti in maniera rapida, corretta ed efficiente, registrati in modo pronto e accurato e trasmessi, indicando gli estremi identificativi di ciascun investitore, secondo la sequenza temporale in cui li ha ricevuti (art. 17, comma 1).

segnalazioni da parte del personale di violazioni della normativa (comma 6 dell'articolo in commento che fa riferimento all'art. 4-*undecies* t.u.f.), nel rispetto del principio di proporzionalità¹³⁸.

Il Regol. UE 1503/2020, come si è anticipato, introduce numerosi obblighi organizzativi. In particolare, tra gli obblighi generali (ispirati agli artt. 9(3), 16(5) and 27(2) MiFID II), l'organo di gestione deve assicurare politiche e procedure adeguate per la gestione efficace e prudente, comprese la separazione delle funzioni, la continuità operativa e la prevenzione dei conflitti di interesse (art. 4, par. 1), la gestione del rischio operativo derivante da esternalizzazione (art. 9) e sistemi per la gestione dei reclami dei clienti (art. 7). Tali obblighi, espressi in termini molto generali nel Regol. UE e senza che si fosse prevista l'adozione di standard tecnici a livello europeo, sono stati tradotti in termini più dettagliati negli orientamenti di vigilanza della Banca d'Italia in materia di *crowdfunding*: pur richiamandosi il principio di proporzionalità, si richiede che il fornitore di *crowdfunding* definisca «un processo di gestione dei rischi attraverso l'individuazione di un insieme di regole, procedure, risorse (umane, tecnologiche e organizzative) e attività di controllo volte a identificare, misurare o valutare, monitorare, prevenire o attenuare, nonché comunicare ai livelli gerarchici appropriati tutti i rischi che il fornitore assume o può assumere nelle diverse attività svolte, cogliendone, in una logica integrata, anche le interrelazioni reciproche e con l'evoluzione del contesto esterno», con particolare riguardo ai rischi operativi (inclusi i rischi ICT, di sicurezza, legali e reputazionali). Per il fornitore che offra solo servizio di *investment-based crowdfunding* con dimensione e complessità operativa ridotte, si suggerisce di identificare almeno un «esponente con specifiche deleghe in materia di controlli all'interno dell'organo di amministrazione», purché quest'ultimo abbia professionalità e competenze adeguate per le funzioni di controllo

¹³⁸ Le disposizioni in questione sono state approvate con delibera Consob del 17 gennaio 2018 n. 20264 di modifica del regolamento 18592/2013 e prevedono requisiti effettivamente semplificati e flessibili rispetto agli altri intermediari autorizzati (anche rispetto ai consulenti e gestori di mercati) e notevole autonomia organizzativa in considerazione delle dimensioni e ridotta complessità organizzativa dei gestori di portali: cfr. CONSOB, *Modifiche ai regolamenti n. 16190 del 29 ottobre 2007 (intermediari), n. 16191 del 29 ottobre 2007 (mercati) e n. 18592 del 26 giugno 2013 (raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line) – Documento di consultazione.*

interno; in caso di offerta di altri servizi di *crowdfunding*, il fornitore dovrebbe invece istituire funzioni di controllo di conformità alle norme e di gestione dei rischi (anche unificate) e, eventualmente, di revisione interna, delle quali sia assicurata indipendenza ed imparzialità. In caso di *outsourcing*, è poi richiesto di mantenere «in ogni momento un'ideale struttura e operatività sostanziale, evitando di diventare un'entità vuota (c.d. “*empty shell*”)» e di avvalersi di soggetti terzi qualificati in relazione alla tipologia di funzione esternalizzata, dovendosi anche identificare un responsabile del controllo delle funzioni esternalizzate provvisto di competenze necessarie.

Infine, la Direttiva *whistleblowing* n. 2019/1937 viene modificata dall'art. 47 Regol. UE 1503/2020 per estenderne l'applicabilità anche ai servizi *crowdfunding* coperti dal Regolamento in questione. L'art. 4-*undecies*, di recepimento della Direttiva *whistleblowing*, rendendo i soggetti di cui alle parti II e III del t.u.f. coperti dalle procedure di segnalazione, rende applicabile anche ai fornitori di *crowdfunding* tali norme (cfr. anche protocollo d'intesa Banca d'Italia-Consob in materia di *crowdfunding*, 4.4.)

Ad ogni modo, ulteriori obblighi organizzativi derivano dal tipo di servizio offerto. Pur non rappresentando il *lending-based crowdfunding* “di base” un modello di per sé più complesso rispetto all'*investment-based crowdfunding*, il Regol. UE 1503/2020 richiede ai soli fornitori del primo di assicurare la presenza di sistemi e controlli adeguati a valutare i rischi connessi ai prestiti intermediati sulla piattaforma (art. 4, par. 2), requisito nuovo per le piattaforme italiane. I fornitori che offrono servizi di *scoring/pricing* riferiti a prestiti o strumenti di debito, devono inoltre dimostrare (anche attraverso la tenuta di un registro per ciascuna offerta) di avere adottato politiche e procedure per assicurare una valutazione ragionevole del rischio di credito basata su dati sufficienti (almeno quelli indicati nell'art. 4, par. 4, lett. b) e prezzi ragionevoli, usando inoltre fattori e criteri nel rispetto degli standard tecnici fissati con regolamento delegato della Commissione¹³⁹, oltre che

¹³⁹ Dopo una consultazione su una bozza EBA, il regolamento delegato è stato adottato dalla Commissione il 29 settembre ed è al momento in attesa di pubblicazione nella GU: cfr. *Commission Delegated Regulation (EU) [...] of 29.9.2023 supplementing Regulation (EU) 2020/1503 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards specifying requirements on*

di gestione dei relativi rischi (artt. 4, par. 4, lett. a)-g); 19, par. 7). Con esclusivo riferimento allo *scoring* dei prestiti, inoltre, il Regolamento europeo individua ulteriori obblighi in termini di frequenza e momenti in cui effettuare la valutazione del rischio (art. 4, par. 4, lett. e)). Ancora, i fornitori che offrano il servizio di gestione individuale di portafogli di prestiti, dovranno disporre di sistemi e controlli adeguati per la gestione del rischio e della modellistica finanziaria (art. 4, par. 2, secondo periodo), solide procedure e metodologie interne per rispettare i requisiti dettagliati di cui all'art. 6, parr. 1-2, relativi alle preferenze degli investitori, all'uso di dati adeguati e alla valutazione del rischio di credito dei singoli progetti selezionati, degli offerenti e del risultante portafoglio. Ulteriori e dettagliati requisiti si applicano qualora il fornitore abbia istituito e gestisca un fondo a copertura dei rischi (Art. 6, par. 7)¹⁴⁰. Tutti questi obblighi organizzativi e prudenziali rappresenteranno una novità per le piattaforme italiane.

8. In particolare, obblighi in materia di conflitti di interesse.

La prima versione del regolamento Consob in materia di *crowdfunding* richiedeva anche, in linea generale, che gli intermediari agissero in maniera da evitare che conflitti di interesse incidessero negativamente sui clienti. Tuttavia, la revisione del 2017 ha introdotto una disciplina più particolareggiata e vicina a quella delle imprese di investimento, una volta adeguandosi alle prescrizioni dell'art. 3(2) *MiFID II* (che richiede per gli intermediari esentati requisiti nazionali analoghi anche in materia di conflitti di interesse). La Consob, rifacendosi all'art. 34 del Regolamento delegato UE n. 2017/565 del 25 aprile 2016 in materia di conflitti di interesse, aveva quindi imposto al gestore di elaborare, attuare e mantenere «un'efficace politica sui conflitti di interesse, formulata per iscritto, che consenta di individuare le circostanze che generano o potrebbero generare un conflitto di

credit scoring of crowdfunding projects, pricing of crowdfunding offers, and risk management policies and procedures.

¹⁴⁰ Cfr. anche Commission Delegated Regulation (EU) 2022/2118 of 13 July 2022 with regard to regulatory technical standards on individual portfolio management of loans. *Amplius*, F. FERRETTI-F. MATTASSOGLIO, *Legal issues in the obligations for an effective and prudent management of crowdfunding service providers (Art. 4)*, in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 86 ss.

interesse lesivo di uno più investitori, e che definisca le procedure da seguire e le misure da adottare per prevenire o gestire tali conflitti». Tale politica deve essere valutata e riesaminata periodicamente, almeno una volta all'anno, dal gestore, al fine di adottare misure adeguate, per rimediare ad eventuali carenze riscontrate. Solo qualora tali procedure e misure si rivelassero insufficienti nel caso concreto ad evitare, con ragionevole certezza, il rischio di nuocere agli interessi degli investitori, il gestore poteva ricorrere alla misura estrema di informare gli investitori, con linguaggio chiaro, conciso e in caratteri leggibili, della natura generale e/o delle fonti di tali conflitti, oltre che delle misure adottate per mitigare i relativi rischi, ma l'eccessivo ricorso alla comunicazione agli investitori è da considerarsi una carenza della politica sui conflitti di interesse (art. 1, commi 1 e 1-*quater* previgente regol. Consob *crowdfunding*). In aggiunta a queste disposizione di carattere generale in materia di conflitti di interesse, la bozza di modifica al regolamento del luglio 2017 aggiungeva anche all'art. 13, comma 1-*bis*, come specificazione degli obblighi in materia di conflitti di interesse, un divieto assoluto di *self-placement*, giustificato dall'esenzione dei portali dalla disciplina *MiFID II* e quindi dai relativi obblighi in materia di *product governance* ed auto-collocamento, così come dai presidi e strutture allestite per adempiere alle procedure di valutazione dell'adeguatezza (tipiche di servizi non meramente esecutivi, quali la consulenza)¹⁴¹. In seguito alle critiche avanzate in sede di consultazione, l'autorità ha smorzato i toni, rendendo possibile alle piattaforme offerte aventi ad oggetto strumenti finanziari di propria emissione o emessi da soggetti controllanti, controllati o sottoposti a comune controllo al verificarsi di certe condizioni. Il gestore deve infatti adottare «misure idonee per l'efficace gestione del conflitto che insorge in relazione a questo tipo di attività». In particolare, deve, in primo luogo astenersi dalle stesse «laddove i conflitti di interesse non possano essere gestiti adeguatamente, in modo da evitare effetti negativi per gli investitori». In secondo luogo, doveva almeno adottare «adeguati presidi operativi e procedurali volti ad assicurare che gli

¹⁴¹ In particolare, si vietava al gestore «di condurre sul proprio portale offerte aventi ad oggetto strumenti finanziari di propria emissione o emessi da soggetti appartenenti al medesimo gruppo», operazioni invece condotte in passato dalle piattaforme. Cfr. CONSOB, *Revisione del regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013*, (2017), cit., 4-6.

strumenti oggetto delle offerte siano compatibili con le caratteristiche, le esigenze e gli obiettivi di un determinato mercato di riferimento» (una forma di *product governance*), far effettuare una «*due diligence* dell'operazione, da parte di un soggetto terzo indipendente» e far sottoporre i clienti alla valutazione di adeguatezza degli strumenti finanziari oggetto delle offerte da parte degli intermediari tradizionali che ricevono e perfezionano gli ordini (previgente art. 13, comma 1-ter). Infine, il gestore, qualora eseguisse le offerte in questione, doveva «fornire adeguata informativa ai clienti sull'esistenza dei conflitti di interesse e sui presidi dallo stesso adottati per la gestione di tali conflitti, anche attraverso un'apposita avvertenza facilmente comprensibile da parte di un investitore ragionevole, redatta con l'utilizzo di un linguaggio chiaro e conciso ed in carattere di dimensione leggibile». Perché fosse rispettata la normativa primaria, l'offerta di azioni o quote proprie da parte del gestore della piattaforma poteva comunque avvenire solo qualora lo stesso fosse una PMI e venissero rispettati le ulteriori condizioni dell'offerta (ad esempio, limiti massimi e sottoscrizione di investitori professionali). Tali condizioni sembravano rendere il *self-placement* soggetto a limiti maggiori in caso di gestori di piattaforme che in caso di banche ed imprese di investimento (in parte comprensibilmente, non essendo un'attività essenziale o tipica per il *crowdfunding*). Peraltro, l'attività di auto-collocamento da parte degli intermediari tradizionali è stata oggetto di dibattito acceso anche a seguito dei numerosi scandali a danno dei clienti. La stessa infatti tendeva ad essere vista come sottratta all'applicazione della normativa *MiFID*, per cui le autorità europee e nazionali sono intervenute a livello interpretativo per affermare l'applicazione del generale dovere di agire nel miglior interesse del cliente, con particolare riferimento ai prodotti complessi, anche astenendosi dall'operazione qualora i conflitti di interesse non potessero essere risolti (con la possibilità di qualificare l'attività come consulenza solo qualora il prodotto fosse presentato come adeguato al cliente, con l'applicazione dei relativi obblighi di condotta)¹⁴². La *MiFID II* ha poi espressamente qualificato «la

¹⁴² Cfr. ESMA, *Opinion on MiFID practices for firms selling complex products* (7 febbraio 2014), ESMA/2014/146; JOINT COMMITTEE (EBA, ESMA e EIOPA), *Placement of financial instruments with depositors, retail investors and policy holders ('Self placement') - Reminder to credit institutions and insurance undertakings about applicable regulatory requirements*, (31 luglio 2014), JC 2014 62; ESMA,

conclusione di accordi per la vendita di strumenti finanziari emessi da un'impresa di investimento o da un ente creditizio al momento della loro emissione» come rientrante nel servizio di esecuzione di ordini (art. 4(1)5 *MiFID II*), così determinando l'applicazione degli obblighi di condotta generali delle imprese di investimento (incluso quello di agire nel miglior interesse ed evitare i conflitti di interesse¹⁴³) e del test di appropriatezza (non di adeguatezza, salvo la prestazione anche dei servizi di consulenza o gestione di portafogli) previsto per i servizi esecutivi (quando non ricorrano gli estremi per la *execution-only*)¹⁴⁴.

Il Regol. UE 1503/2020, con riferimento ai conflitti di interesse, sembra replicare le disposizioni *MiFID II* in materia di identificazione, gestione e altrimenti comunicazione dei conflitti (art. 8, commi 3 ss.) e,

Consultation Paper. MiFID II/MiFIR, (22 maggio 2014), ESMA/2014/549, 82–3, 86; CONSOB, *Raccomandazione sulla distribuzione degli strumenti finanziari tramite una sede di negoziazione multilaterale* (Comunicazione n. 0092492, del 18 ottobre 2016) (che raccomanda l'uso di sedi multilaterali di negoziazione specialmente per il *self-placement* di prodotti complessi, per facilitare la fissazione di un prezzo non influenzato da conflitti di interesse).

¹⁴³ Cfr. anche l'art. 41(2) della Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 of 25 April 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive: «*Investment firms engaging in the placement of financial instruments issued by themselves or by entities within the same group, to their own clients, including their existing depositor clients in the case of credit institutions, or investment funds managed by entities of their group, shall establish, implement and maintain clear and effective arrangements for the identification, prevention or management of the potential conflicts of interest that arise in relation to this type of activity. Such arrangements shall include consideration of refraining from engaging in the activity, where conflicts of interest cannot be appropriately managed so as to prevent any adverse effects on clients*».

¹⁴⁴ Su questi aspetti, cfr. L. ENRIQUES–M. GARGANTINI, *The Expanding Boundaries of MiFID's Duty to Act in the Client's Best Interest: The Italian Case*, in *The Italian Law Journal*, 2017, 3, 2, 485; K. LIEVERSE, *The Scope of MiFID II*, in *Regulation of the EU Financial Markets*, D. BUSCH–G. FERRARINI (a cura di), cit., 29-30. Peraltro, tale disposizione non si applica al *self-placement* dei portali dal momento che i gestori di portali della sezione ordinaria non sono imprese di investimento né banche (ma, altrimenti, il *self-placement* costituirebbe attività vietata alle piattaforme in quanto esecuzione di ordini). Secondo A. LAUDONIO (*Equity-based crowdfunding*, cit.), il regime del *self-placement* nell'*equity crowdfunding* risulterebbe invece più leggero rispetto al settore tradizionale a causa dell'ampia nozione di "consulenza" adottata con riferimento al settore tradizionale dalla giurisprudenza italiana, la quale imporrebbe di contro lo standard di adeguatezza.

insieme al Regolamento delegato n. 2022/2111 sulla materia, non si discosta da quanto già previsto in linea generale dal previgente regime italiano¹⁴⁵.

In aggiunta, però, il Regol. UE 1503/2020 vieta anche ai fornitori di pagare o accettare remunerazioni, sconti o benefici non monetari per canalizzare gli ordini degli investitori verso una particolare offerta (art. 3, par. 3), oltre che di partecipare alle offerte sulla piattaforma (art. 8, par. 2; - dovendosi con questo intendere vietato anche il *self-placement*)¹⁴⁶ - o di ammettere come offerenti amministratori, impiegati, titolari di partecipazioni qualificate e soggetti collegati. Questi ultimi potranno invece figurare come investitori purché siano assicurate trasparenza e parità di condizioni tra investitori: su tali aspetti quindi la normativa europea appare più stringente della disciplina italiana e sembrerebbe comunque precludere o semplicemente escludere dal campo di applicazione del Regolamento europeo anche modelli di co-investimento/*co-lending* da parte delle piattaforme e forse anche di *success fee*, invece in uso nella prassi.

9. *Obblighi generali di condotta.*

Il comma 5, lett. *d*) dell'art. 50-*quiquies* t.u.f. rinvia alla normativa secondaria della Consob per l'individuazione degli specifici obblighi di condotta cui erano tenuti i gestori di portali, con semplificazioni per i clienti professionali. L'art. 13, comma 1, del previgente regol. Consob *crowdfunding* individuava gli stessi, in linea generale, nel dovere di operare con diligenza, correttezza e trasparenza, nel rispetto della parità dei clienti in situazioni identiche. Tale obbligo generale ricorda il corrispondente a carico delle SIM contenuto nella prima parte dell'art. 21 t.u.f. ma non può non sottolinearsi l'assenza nel primo del richiamo alla finalità dell'attività degli intermediari ("per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati"). I fornitori italiani di *investment-based crowdfunding* non erano finora di

¹⁴⁵ Ad esempio, l'art. 1, par. 1 del Regol. delegato 2022/2111 specifica che le regole di gestione dei conflitti di interesse devono essere stabilite per iscritto, essere appropriate alle dimensioni e organizzazione del fornitore di servizi e alla natura e complessità dei servizi, riviste almeno annualmente e corrette in caso di difetti.

¹⁴⁶ Cfr. anche D. PEREIRA DUARTE, *Intermediation risk and conflict of interest* (Art. 8), in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 144.

per sé soggetti né ad obblighi di adeguata verifica (anzi, la quota obbligatoria di sottoscrizione da parte di investitori professionali mirava proprio a rimediare a tale limite) né soggetti obbligati ai sensi della Direttiva *AML/CT*; i fornitori di *business-lending* italiani erano invece sottoposti alla *know your customer rule* qualora operanti in Italia come IP o 106 t.u.b.

Gli obblighi generali di condotta dei fornitori di *crowdfunding* contenuti ora nel Regol. UE 1503/2020 ricalcano grossomodo quelli *MiFID*, dovendo agire in modo onesto, equo e professionale e nel miglior interesse dei clienti (art. 3, par. 2)¹⁴⁷. Benché non sia espressamente previsto un obbligo di accurata selezione degli offerenti con progetti presenti sulla piattaforma e questo possa essere dedotto solo parzialmente dal generale dovere di agire professionalmente, la versione del Regolamento UE da ultimo approvata ha introdotto un obbligo a carico dei fornitori di adeguata verifica “minima” dei titolari dei progetti, volta ad appurare l’assenza di precedenti penali rilevanti e/o l’assenza di legami con giurisdizioni ad alto rischio o non cooperative ai sensi della disciplina antiriciclaggio (Direttiva *AML/CT* n. 2015/849 e normative nazionali di recepimento) (art. 5)¹⁴⁸. Gli Orientamenti di vigilanza di Banca d’Italia in materia di *crowdfunding* si suggerisce di verificare, con riferimento ai titolari di progetto, i medesimi precedenti penali e richiedere la stessa documentazione richiesti dal t.u.f. nell’ambito dei requisiti degli esponenti. Invece, i fornitori di *crowdfunding* non saranno considerati soggetti direttamente obbligati ai sensi della normativa antiriciclaggio per cui spetterà ai soggetti autorizzati a fornire servizi di pagamento (i fornitori di *crowdfunding* autorizzati anche come IP o un IP terzo) svolgere i relativi controlli, salvo e fintantoché la Commissione non decida di rivedere in tal senso la Direttiva *AML/CT* (art. 10; 45, par. 2)¹⁴⁹. Non

¹⁴⁷ Risulta assente il riferimento all’integrità del mercato che viene però recuperato nell’art. 4 tra gli obblighi degli organi di gestione dei fornitori.

¹⁴⁸ Cfr. anche M. LOUISSE, *Due diligence of project owners (Art. 5)*, in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 105 ss.

¹⁴⁹ Cfr. Art. 45, par. 2, lett. p) Regol. UE 1503/2020 (sulla valutazione, nella relazione della Commissione, dell’opportunità di includere i fornitori di *crowdfunding* nell’elenco delle “*obliged entities*” ai sensi della Dir. 2015/849). L’EBA, nelle sue recenti “*Guidelines on ML/TF risk factors (revised)*” (1 March 2021; EBA/GL/2021/02), anche per aver dedicato un’intera sezione ai fornitori di *crowdfunding* (*guideline* 17), sembrerebbe ritenere questi ultimi soggetti obbligati ai

sono poi previsti specifici obblighi in termini di sicurezza informatica e rischio tecnologico (comunque coperti dai requisiti prudenziali per rischio operativo: *infra*) ma il recente Regolamento *Digital Operational Resilience Act* (DORA)¹⁵⁰, introdurrebbe obblighi in tal senso anche per le piattaforme di *crowdfunding*.

10. *Obblighi di trasparenza.*

10.1. *Obblighi informativi propri generali.*

Gli obblighi di trasparenza dei gestori italiani erano tra i più penetranti ma tali da tenere conto del carattere innovativo e comunque esclusivamente online del fenomeno, per cui tali obblighi potevano essere soddisfatti in parte in formato elettronico, anche con l'utilizzo di tecniche multimediali (*pitch*, video, immagini, ecc.)¹⁵¹. Con riferimento al gestore, questo doveva pubblicare sul sito in forma sintetica e comprensibile (anche attraverso tecniche multimediali), le informazioni sul gestore stesso (anche su chi detiene il controllo e su chi svolge funzioni di amministrazione, direzione e controllo e sul sistema di

sensi della V direttiva *AML/CT* ma alla luce del testo del Regolamento europeo sul *crowdfunding* e delle negoziazioni trilaterali, la linea guida 17 sembra doversi interpretare come applicabile ai fornitori di *crowdfunding* che siano già coperti dalla Direttiva *AML/CT* (e quindi che siano già autorizzati anche come IP, agenti di IP, banca o impresa di investimento), in aggiunta alle altre relative linee guida per rispondere a specifici rischi collegati in particolare al *crowdfunding*. Sul tema cfr. anche M. LOUISSE, *Due diligence*, cit., 105-112 e S. HOOGHIEMSTRA, *The provision*, cit., 181. La Norvegia, dove i fornitori di servizi di *crowdfunding* erano sottoposti alla normativa *AML-CT* nell'ambito del previgente regime, ha deciso di mantenere comunque tale obbligo (nonostante la chiara indicazione in senso contrario nel regolamento UE e la natura di fonte di armonizzazione massi): cfr. E. HÄRKÖNEN-T. NEUMANN-C. HØJVANG CHRISTENSEN, *op. cit.*, 765-78.

¹⁵⁰ Regolamento (UE) 2022/2554 del 14 dicembre 2022 relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario e che modifica i regolamenti (CE) n. 1060/2009, (UE) n. 648/2012, (UE) n. 600/2014, (UE) n. 909/2014 e (UE) 2016/1011 OJ [2022] L 333/1. Il nuovo regime si applica a tutte le imprese del settore finanziario in maniera trans-settoriale, mirando ad assicurare l'abilità di queste a resistere a tutti i tipi di discontinuità e minacce collegate all'uso di tecnologie dell'informazione e comunicazione e ad introdurre un sistema di monitoraggio per i fornitori *ICT* ritenuti critici per il settore finanziario (v. *cloud computing*).

¹⁵¹ Cfr. Articoli 14, comma 1; 15, comma 1; 16, comma 2, regol. *Crowdfunding*; E. FREGONARA, *L'equity based crowdfunding*, cit., 543.

assicurazione professionale) e sulla sua attività. In particolare, in merito a quest'ultima, dovevano essere indicate, oltre alle date di inizio, interruzione o riavvio, le modalità di selezione delle offerte o l'eventuale affidamento a terzi della stessa, le misure di gestione degli ordini (specificando se si svolgeva la verifica di appropriatezza direttamente), i costi, le misure anti-frode predisposte, di *privacy*, di gestione dei conflitti di interesse e dei reclami, le misure per assicurare il rispetto dei limiti previsti all'offerta di obbligazioni e titoli di debito e per la gestione e funzionamento di eventuali bacheche elettroniche, le misure stragiudiziali di risoluzione delle controversie, dati aggregati su offerte ed esiti, la normativa applicabile (e collegamento ipertestuale al registro dei gestori e al sito di *investor education* della Consob), estremi di eventuali sanzioni, e presenza o meno di iniziative adottabili nei confronti degli offerenti che violino le regole di funzionamento del portale (previgente art. 14 regol. Consob *crowdfunding*). Quest'ultimo inciso permetteva – senza però imporli - sistemi di auto-disciplina del settore.

In secondo luogo, sempre a livello di informazioni generali, il gestore doveva fornire in maniera sintetica e facilmente comprensibile (anche attraverso tecniche multimediali) informazioni sull'investimento in strumenti finanziari tramite portale, quali i rischi di perdita anche totale di capitale, il rischio di illiquidità, il divieto legale di distribuzione degli utili in caso di start-up innovative (*ex art. 25 Decreto Crescita bis*), il trattamento fiscale degli investimenti in caso di start-up e PMI innovative, i limiti all'emissione e offerta di obbligazioni/titoli di debito (anche richiamando l'attenzione degli investitori su questi), le deroghe al diritto societario e fallimentare, i contenuti tipici del *business plan* o regolamento OICR/statuto societario, diritto di recesso e modalità di esercizio in caso di investitore *retail ex* previgente art. 13, comma 5 regol. Consob *crowdfunding* (previgenti artt. 13, comma 3-*bis* e 15 regol. Consob *crowdfunding*).

Per quanto riguarda invece i gestori di piattaforme di *lending*, non sussistevano obblighi specifici, per cui le informazioni da fornire obbligatoriamente si limitano a rischi e costi ed altre informazioni essenziali richieste, ad esempio, dagli art. 115 ss. t.u.b. (per banche e intermediari *ex art. 106 t.u.b.*) o codice del consumo.

Gli obblighi informativi previsti dal Regol. UE 1503/2020 posti direttamente a carico dei fornitori di servizi di *crowdfunding* non si

discostano particolarmente dal suddetto regime italiano ma presentano alcune importanti aggiunte. I fornitori devono infatti fornire ai clienti, prima che questi partecipino ad un'operazione di finanziamento, informazioni su sé stessi, costi, oneri e rischi finanziari connessi ai servizi di *crowdfunding* e relativi investimenti, oltre che i criteri di selezione dei progetti. Essi devono anche avvertire i clienti dell'assenza di garanzie tradizionali quale quella sui depositi o di indennizzo degli investimenti e del diritto di recesso di pentimento a favore degli investitori non sofisticati da esercitarsi entro quattro giorni (v. *infra*). Tali informazioni devono essere corrette, chiare e non fuorvianti e, a seconda della specifica informazione, poste in una posizione ben visibile indipendentemente dal mezzo utilizzato (sito, app, ecc.) o in una sezione chiaramente identificata e facilmente accessibile del sito (art. 19). Altre informazioni specifiche riguardano il sistema di gestione dei reclami (art. 7), conflitti di interesse (art. 8) e chi fornisce eventuali servizi di custodia e pagamento (art. 10).

Obblighi specifici di *disclosure* sono però imposti con riferimento a particolari tipi di servizi. In caso di intermediazione in prestiti, i fornitori devono pubblicare sul sito web annualmente i tassi di *default* - calcolati secondo gli standards tecnici elaborati dall'ESMA¹⁵² - dei progetti di *crowdfunding* offerti almeno negli ultimi 36 mesi oltre ad un lungo elenco di altre informazioni da pubblicare in un rendiconto annuale dei risultati (Art. 20). Qualora i fornitori offrano servizi di *scoring/pricing*, essi devono anche comunicare il metodo di calcolo impiegato. In caso di gestione di portafogli di prestiti, sarà necessario indicare i metodi usati per la valutazione del rischio di credito (Art. 6, par. 2) e, durante il rapporto, fornire agli investitori informazioni dettagliate sulla composizione del portafoglio specificate nel paragrafo 4 dell'art. 6 (su tasso di interesse medio, distribuzione per categoria di rischio, garanzie, ecc.) e, in presenza di un fondo a copertura dei rischi, ulteriori dettagliate informazioni ed avvertimenti sullo stesso (su funzionamento, *performance*, ecc.; art. 6, parr. 5-6). Infine, qualora abbiano istituito e gestiscano bacheche elettroniche, gli obblighi (e

¹⁵² Cfr. *Commission Delegated Regulation (EU) 2022/2115 of 13 July 2022 with regard to regulatory technical standards specifying the methodology for calculating default rates of loans offered on a crowdfunding platform*. Cfr. anche D. PEREIRA DUARTE, *Investor protection and information to clients (Articles 19–20 and 26)*, in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 268 ss.

ruolo) dei fornitori sono decisamente più marcati rispetto al regime italiano: essi dovranno non solo informare i partecipanti della natura della bacheca (diversa da un sistema multilaterale di negoziazione o simili) e fornire certi avvertimenti agli investitori non sofisticati (v. *supra* §3.3) ma anche comunicare dati sulla performance dei prestiti presenti sulla bacheca e, qualora suggeriscano un prezzo di riferimento, specificare che lo stesso non è vincolante, motivando ed informando in merito alla metodologia per stabilirlo (art. 25, parr. 3 e 5).

Tali norme sono completate da quelle sul *marketing* (artt. 27-28), che, al di là di alcune norme europee minime, sono fissate a livello nazionale e rese note attraverso il sito internet delle autorità competenti (con sintesi pubblicata sul sito dell'ESMA), lasciandosi così ampia discrezionalità nazionale¹⁵³. Il nuovo regol. Consob *crowdfunding* 2023 (artt. 8-10) stabilisce che le comunicazioni di *marketing* relative ai servizi di *crowdfunding*, oltre ad dover essere aggiornate e pertinenti al mezzo utilizzato, devono indicare la denominazione del fornitore e indirizzo internet della piattaforma e presentare una descrizione corretta dei rischi connessi all'investimento, rappresentando inoltre i rischi «tramite un carattere di dimensioni almeno uguali a quelle utilizzate per le altre informazioni fornite, nonché una disposizione grafica tale da assicurare che i rischi siano messi in evidenza», non mascherando, minimizzando od oscurando gli stessi.

10.2. *Obblighi informativi relativi a singole offerte e “derivati”*: ruolo di gatekeeper?

I gestori italiani di portali dovevano anche farsi tramite di informazioni non proprie, dovendo rendere disponibili agli investitori in maniera dettagliata, chiara, corretta, non fuorviante e senza omissioni le informazioni trasmesse dall'offerente in merito alla singola offerta, in modo da renderli in grado di prendere decisioni consapevoli, avendo compreso la natura dell'investimento, il tipo di strumenti ed i rischi connessi (previgente art. 13, comma 2, regol. Consob *crowdfunding*).

¹⁵³ Cfr. M. LOUISSE-P. ORTOLANI, *Marketing Communications and the Digital Single Market*, in *The EU Crowdfunding Regulation*, P. ORTOLANI-M. LOUISSE, cit., 293; T. MARTINI VARVESI-V. TORTORICI, *The New European Rules on Advertising Crowdfunding Campaigns Between Proportionality and Customer Protection - Articles 27 & 28*, in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 367ss.

Tuttavia, non essendo previsti espliciti obblighi di verifica delle informazioni fornite dall'offerente, al di là del generale obbligo di predisporre misure anti-frode, l'obbligo informativo in questione sembrava un requisito riguardante la presentazione delle informazioni e le modalità espositive, piuttosto che i contenuti¹⁵⁴, probabilmente in considerazione della natura in principio meramente esecutiva del servizio in questione, della necessità di contenere i costi ed aumentare l'accesso delle PMI ai finanziamenti, della distinzione rispetto agli operatori tradizionali (la fiducia nei confronti dei quali riveste rilevanza sistemica e che richiede, al contrario dei gestori di portali, di agire "nell'interesse dei clienti e dell'integrità del mercato") e del ruolo di supporto (in quanto a *due diligence*) svolto dagli investitori professionali che dovevano sottoscrivere preliminarmente l'offerta.

Il gestore, inoltre, non doveva d'altra parte diffondere notizie non coerenti con le informazioni pubblicate sul portale (salvo che si mirasse a correggere errori) ma doveva d'altra parte mantenere tali informazioni aggiornate e renderle accessibili almeno per i dodici mesi successivi alla chiusura delle offerte e disponibili agli interessati che ne facessero richiesta per un periodo di cinque anni dalla data di chiusura dell'offerta (previgente art. 13, comma 4, regol. Consob *crowdfunding*).

In particolare, i gestori dovevano pubblicare le informazioni specificate nell'allegato 3 del previgente regol. Consob *crowdfunding* trasmesse dall'offerente, anche ricorrendo a tecniche multimediali purché fossero rese disponibili al cliente anche su supporto durevole (art. 16, commi 1 e 2, previgente regol. Consob *crowdfunding*). Tali informazioni dovevano essere precedute dall'avvertenza con evidenza grafica in merito all'assenza di approvazione da parte della Consob delle informazioni e all'esclusiva responsabilità dell'offerente per la completezza e veridicità dei dati e delle informazioni fornite da questi, oltre ad un richiamo agli investitori sull'illiquidità dell'investimento (cfr. allegato 3 previgente regol. Consob *crowdfunding*, sezione "avvertenza"). Dovevano poi essere descritti i rischi specifici connessi all'emittente ed all'offerta e riportate le informazioni fornite dall'emittente (e relativi aggiornamenti), incluse la descrizione

¹⁵⁴ Ciò benché la *MiFID II* richieda agli Stati membri di imporre agli intermediari esenti almeno obblighi di fornire ai clienti informazioni corrette, chiare, non ingannevoli e tempestive (che dovrebbero qui rilevare ai fini dell'art. 3(2) *MiFID II*).

dell'emittente¹⁵⁵, degli strumenti finanziari¹⁵⁶ e dell'offerta¹⁵⁷. Il gestore doveva poi eventualmente aggiungere informazioni sui servizi forniti da altri (ad esempio, sulle banche o SIM che curavano il perfezionamento dell'ordine, eventuali conflitti di interesse di questi, modalità di gestione degli ordini; il conto presso cui venivano depositati i fondi) o su eventuali servizi del portale in connessione all'offerta, sulle modalità di esercizio di alcuni diritti degli investitori (diritto di revoca e di recesso e di conseguente restituzione dei fondi¹⁵⁸), sui conflitti di interesse e sull'eventuale svolgimento da parte dell'offerente di altre offerte su portali diversi (previgente art. 16, comma 1, lett. b) ss. e allegato 3 regol. Consob *crowdfunding*).

Il documento in questione (scheda di offerta) doveva essere redatto con linguaggio non tecnico (“gergale” *sic*), chiaro e conciso, facilitare la comparabilità delle offerte sul portale e non superare, in quanto a lunghezza, le cinque pagine in formato A4 (requisiti qualitativi), così ricordando il *Key Investor Document* dei PRIIPs (Regolamento n. 1286/2014) o la nota informativa del prospetto. La presenza di uno schema e modello standard predisposto dall'autorità ed i requisiti qualitativi miravano ad aumentare la comparabilità, diminuire il rischio di manipolazione delle informazioni nella presentazione delle stesse (ad esempio, il c.d. *framing* oppure lo sfruttamento di ulteriori *behavioural biases* degli investitori, quali miopia, ottimismo, ecc.) e facilitare la

¹⁵⁵ Ad esempio, *business plan* e dati contabili, descrizione degli organi sociali (anche organo di controllo, revisori, consulenti, ecc.) e CV degli amministratori (ritiene insufficienti tali informazioni nella pratica: B. MELE, *op. cit.*

¹⁵⁶ La percentuale di capitale sociale cui si riferiscono, i diritti connessi e loro modalità di esercizio, criteri per la determinazione del valore, le clausole in merito alla cessione delle partecipazioni di controllo di start-up e PMI innovative a terzi; in caso di offerta di titoli di debito, informazioni sull'ammontare complessivo, valore nominale, diritti attribuiti, rendimento o criteri per determinarlo, modalità di pagamento e rimborso.

¹⁵⁷ Condizioni generali, quota di sottoscrizione di investitori professionali o assimilati, modalità di calcolo della stessa e di pubblicazione sullo stato di adesioni, costi sull'investitore anche per la trasmissione di ordini, spese per l'eventuale regime alternativo di trasferimento delle quote *ex art. 100-ter t.u.f.* e bacheca elettronica, quota già sottoscritta da investitori professionali o assimilati, trattamento fiscale in caso di offerta di titoli di debito, le categorie di investitori cui è riservata l'offerta di titoli di debito, dei limiti di cui agli artt. 2412 e 2483 c.c. e circa l'eventuale destinazione alla quotazione dei titoli di debito.

¹⁵⁸ Oltre che su legge applicabile e foro competente, lingua delle comunicazioni.

leggibilità del documento e comprensione da parte dell'investitore; tuttavia, le informazioni richieste restavano comunque numerose, non potendosi quindi escludersi fenomeni di *over-load* informativo¹⁵⁹.

Il Regol. UE 1503/2020, con riferimento alle informazioni da fornire relativamente alle singole offerte, richiede che i fornitori di servizi di *crowdfunding* mettano a disposizione degli investitori una scheda informativa sintetica (massimo 6 pagine, senza note) su supporto autonomo e durevole e dal linguaggio non tecnico (in inglese, *Key Investor Information Sheet – KIIS*, nuovamente ispirato al *KID*) redatta dal titolare del progetto (tranne in caso di gestione individuale di portafogli, nel qual caso sarà il fornitore di servizi a redigerlo¹⁶⁰) sul modello elaborato dall'ESMA¹⁶¹. Quest'ultimo, in sede di consultazione giudicato come eccessivamente dettagliato (e già di per sé di sei pagine)¹⁶², dovrebbe contenere le informazioni chiave,

¹⁵⁹ In materia di *behavioural science* e settore finanziario: F. VELLA, *Diritto ed economia comportamentale*, Bologna, 2023; E. BRODI-M. MOTTERLINI, *Choice Architecture Matters: The Case of Investor Protection within the Italian Crowdfunding Market*, in *European Company Law*, 2014, 11, 5, 253; U. MORERA-E. MARCHISIO, *Finanza, mercati, clienti e regole... ma soprattutto persone*, in *AGE*, 2012, 19 ss.; G. SPLINDER, *Behavioural Finance and Investor Protection Regulations*, in *Journal of Consumer Policy*, 2011, 34, 3, 315; N. LINCiano, *Finanza comportamentale e scelte di investimento. Implicazioni per la vigilanza*, in *La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori. Le implicazioni per gli intermediari e le Autorità*, AA.VV., Quaderni di Finanza Consob n. 68 (maggio 2011), 81 ss.; U. MORERA, *Legislatore razionale versus investitore irrazionale: quando chi tutela non conosce il tutelato*, in *AGE*, 2009, 77; N. BARBERIS-R. THALER, *A Survey of Behavioral Finance*, NBER Working Paper 2002 n. 9222, <http://www.nber.org/papers/w9222>. Con specifico riferimento al settore del *crowdfunding*, [...] per discussione e riferimenti: E. MACCHIAVELLO, *La travagliata evoluzione normativa*, 292-93; ID., *Peer-to-peer ed informazione*, cit.

¹⁶⁰ In tal caso la scheda informativa contiene anche informazioni parzialmente diverse, relative ad esempio anche alla metodologia per la valutazione del rischio di credito, criteri nella composizione del portafoglio, *servicing*, strategie di diversificazione, ecc. (art. 24; allegato I).

¹⁶¹ Commission Delegated Regulation (EU) 2022/2119 of 13 July 2022 with regard to regulatory technical standards for the key investment information sheet.

¹⁶² Cfr. risposte alla consultazione (disponibili al link: <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-draft-technical-standards-under-ecsp-regulation>) di MTÜ FinanceEstonia, Italiafintech, Dutch crowdfunding industry association & Foundation SME Finance (modello *KIIS* troppo lungo e troppo dettagliato). *Contra* Financement Participatif France, Bundesverband Crowdfunding – German Crowdfunding Association (modello *KIIS* ben bilanciato).

parzialmente differenziate a seconda del tipo di servizio e prodotto, sugli offerenti, prodotti e termini delle offerte, in particolare sui rischi, le principali condizioni economiche e spese, oltre che avvertimenti sull'assenza di controlli e tutele tradizionali (quali garanzie, test di appropriatezza, controlli delle autorità), rischi specifici (illiquidità, potenziali perdite) e la raccomandazione, nuova per il contesto Italiano, di non investire più del 10% del proprio patrimonio netto (art. 23, par. 6-7 e allegato I). In Italia, in aggiunta, i fornitori dovranno anche comunicare ai clienti, per le singole offerte, se hanno adottato il regime alternativo di trasferimento delle quote di s.r.l. e la modalità di rispetto dei limiti in materia di titoli di debito (art. 12 regol. Consob *crowdfunding* 2023).

Il *KIIS* dovrà essere redatto in una delle lingue ufficiali o accettate dall'autorità nazionale competente che abbia autorizzato il fornitore e l'Italia ha scelto di indicare solo l'italiano (art. 6, comma 2, regol. Consob *crowdfunding* 2023); in caso però in cui il fornitore distribuisca i prodotti in altri Stati membri, il *KIIS* dovrà essere reso disponibile anche in almeno una delle lingue ufficiali o accettate da tali Stati (art. 23, par. 2-3)¹⁶³. Il fornitore di servizi dovrà rendere disponibile il *KIIS* agli investitori ma anche, contestualmente, a Consob (art. 6, comma 1, regol. Consob *crowdfunding* 2023¹⁶⁴), la quale però non dovrà approvarlo, potendo eventualmente solo emettere avvertimenti agli investitori o prendere altri simili avvertimenti.

Benché la scheda sia predisposta dal titolare di progetto sotto la sua responsabilità, il fornitore di servizi di *crowdfunding* è sottoposto a diversi obblighi in relazione alla stessa, che vanno al di là del semplice obbligo di fornire la stessa all'investitore (cfr. anche nuovo art. 100-ter, comma 6, t.u.f.; art. 6 regol. Consob *crowdfunding* 2023).

Le informazioni richieste nella bozza di *KIIS* in questione non si discostano molto dalla scheda informativa descritta *supra* e richiesta dal regolamento Consob sul *crowdfunding*, benché appaiano più dettagliate in alcune parti (rischi, prodotti, fondi propri, inadempimenti dell'offerente negli ultimi 5 anni, modalità per reclami).

¹⁶³ L'investitore può chiedere la traduzione in una lingua ulteriormente diversa ma il fornitore non è tenuto a soddisfare la richiesta, pur dovendo, in caso di rifiuto, raccomandare all'investitore di non procedere con l'investimento (art. 23, par. 13).

¹⁶⁴ Ai sensi dell'art. 24, par. 14, Regol. UE 1503/2020 si sarebbe potuto chiederne l'invio fino a 7 giorni prima.

Il fornitore, infatti, deve apprestare misure per verificare che le informazioni contenute nella scheda siano complete, chiare e corrette (art. 23, par. 1-2 e 11). Inoltre, qualora il fornitore individui omissioni, errori o imprecisioni materiali nelle informazioni (cioè che possano avere “ripercussioni significative sul rendimento atteso dell’investimento”) dovrà segnalare tempestivamente le stesse al titolare del progetto perché questi completi o corregga il *KIIS*, dovendo altrimenti sospendere temporaneamente l’offerta o, in caso di inerzia, cancellarla. Nel frattempo, dovrà informare gli investitori, incluso del loro diritto di revocare l’adesione (art. 23, par. 12). Inoltre, il fornitore dovrà essere informato dal titolare di progetti di ogni variazione delle informazioni contenute nel *KIIS* durante l’offerta, dovendo informare gli investitori che avessero espresso un interesse per l’offerta o già aderito all’offerta sulle variazioni significative (art. 23, par. 8).

Rispetto perciò al previgente regime italiano¹⁶⁵, il ruolo della piattaforma, perlomeno rispetto alle informazioni trasmesse dal titolare del progetto, appare più marcato, andando il fornitore di *crowdfunding* a sostituire l’autorità di vigilanza nei controlli del documento e assumendo dunque maggiormente i contorni di un *gatekeeper*. Tuttavia, tale ruolo assumerà tratti più chiari solo a seguito della miglior definizione di alcuni termini impiegati e del regime di responsabilità stabilito a livello nazionale.

In particolare, la verifica della “*correctness*” del *KIIS* (termine inglese inusuale per la terminologia tipicamente usata dalla normativa finanzia europea) non viene ulteriormente definita nel Regolamento europeo né dai Regolamenti delegati. Tale obbligo è stato aggiunto durante le negoziazioni trilaterali dal Parlamento europeo ed è stato inizialmente interpretato, riduttivamente, come riferito alla correttezza sul piano formale e quindi alla compilazione delle singole sezioni e spazi del *KIIS* in modo corretto (con contenuto corrispondente alle informazioni richieste da quella particolare sezione del documento). Tuttavia, le *Questions & Answers* predisposte da Commissione e ESMA sembrano superare tale impostazione “minimalista” e “formalista”: il titolare del progetto è l’unico responsabile per ogni

¹⁶⁵ Secondo F. BONCRISTIANO, *Autorità private e mercati finanziari: il caso dei portali di equity crowdfunding*, in *Dir. banc. fin.*, 2019, I, 103, in Italia si lasciava maggiormente la questione affidata all’autonomia privata, con le piattaforme simili a gestori di mercati (pur senza base giuridica).

“informazione ingannevole o inaccurata o per omissioni” (facendo quindi equivalere la correttezza alla veridicità o accuratezza), “salvo che tali omissioni siano risultato diretto di procedure inadeguate del fornitore di servizi di crowdfunding nella raccolta di queste informazioni [...], potendo risultare in tal caso “parzialmente o totalmente responsabile”. Inoltre, le Q&A sembrano espandere tale obbligo e in due distinte direzioni, specificando che l’obbligo di verifica del *KIIS* riguarda non solo la verifica del *KIIS* prima della sua pubblicazione ma anche «dopo» e «in via continuativa per la durata dell’offerta, ove vengano alla luce nuove informazioni che diano ragioni per credere che il *KIIS* sia incompleto, non corretto o non chiaro» (n. 5.9; corsivo aggiunto).

D’altra parte il Regol. UE 1503/2020, rievocando le corrispondenti disposizioni del regolamento Prospetto¹⁶⁶, lascia alle disposizioni nazionali dirimere le questioni in materia di responsabilità, richiedendo che gli Stati membri adottino regole che assicurino «la responsabilità di almeno il titolare del progetto o dei suoi organi amministrativi, di direzione o di controllo per le informazioni fornite (fuorvianti o imprecise o omissive)» nella scheda e l’identificazione chiara degli stessi (art. 23, parr. 9-10). In Italia, in continuità col previgente regime, si è deciso di lasciare il titolare di progetto unico responsabile, anche in caso di traduzioni predisposte dal fornitore, salvo il caso di prestazione del servizio di gestione individuale di portafogli (art. 100-ter, commi 7 e 8, t.u.f.).

Ad ogni modo, si era già discusso in dottrina, nella vigenza del precedente regime, sulla possibilità di ritenere comunque responsabile il gestore di piattaforma in applicazione di principi generali o per interpretazione estensiva di regimi assimilabili, per cui ci si potrebbe

¹⁶⁶ Sulla difficoltà nel raggiungere un regime comune di responsabilità da prospetto anche a causa delle rilevanti differenze nazionali: *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, D. BUSCH-G. FERRARINI-J.P. FRANX (a cura di), Oxford, OUP, 2019, capitolo 18 ss.; N. MOLONEY, *EU Securities*, cit., 121-22; ESMA, *Comparison of Liability Regimes in Member States in Relation to the Prospectus Directive*, (30 May 2013), https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-619_report_liability_regimes_under_the_prospectus_directive_published_on_website.pdf. Nel contesto del crowdfunding, cfr. anche K. WENZLAFF et al., *On the merits of the Key Investment Information Sheet in the ECSPR (Arts 23–24 and Annex I)*, in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 333.

chiedere se tali riflessioni siano trasponibili nel nuovo contesto di applicazione del regime europeo. I termini del problema potrebbero infatti apparire simili poiché anche nel previgente regime italiano la responsabilità per il *KIIS* era affermata espressamente solo con riferimento al titolare del progetto¹⁶⁷, non erano stati espressamente posti in capo al gestore obblighi di diligente selezione degli offerenti¹⁶⁸ ma veniva richiesto di agire con diligenza e professionalità (previgente art. 13, comma 1 regol. Consob *crowdfunding*) e di apprestare misure per ridurre il rischio di frode (art. 14, comma 1, lett. b). Tuttavia, si ripete, nel previgente regime italiano tale ultimo obbligo non era espressamente riferito alle informazioni trasmesse dall'emittente (come invece avviene nel regime europeo) e come documento informativo erano ammessi anche mezzi quali video, slides, ecc. (cfr. art. 16 previgente regol. Consob *crowdfunding*), decisamente lontani da quelli tipici di un prospetto informativo. Anche questi dati normativi avevano spinto una parte significativa della dottrina ad escludere la configurabilità in capo ai gestori una responsabilità da prospetto per le informazioni contenute nei documenti informativi e trasmesse dall'emittente paragonabile a quella di cui al (ora previgente) art. 94, comma 7, t.u.f.¹⁶⁹ che prevedeva una responsabilità da prospetto del

¹⁶⁷ Cfr. avvertenza nell'allegato 3 al previgente regol. Consob *crowdfunding*.

¹⁶⁸ Essendo il gestore soltanto tenuto a descriverne le modalità di selezione *ex art.* 14 regol. previgente Consob *crowdfunding* e ad un generale dovere di diligenza.

¹⁶⁹ Cfr. E. MACCHIAVELLO, *La travagliata*, cit., 299, 341. In tal senso sembrerebbero interpretare il dettato normativo anche: R. CARATTOZZOLO, *La disciplina italiana dell'equity crowdfunding*, cit., 280; ID., *L'utilizzo delle nuove tecnologie per il finanziamento delle imprese: l'equity crowdfunding*, in *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, M.T. PARACAMPO (a cura di), Torino, 2017, 147 ss., 158-160; C. IOVIENO, *Il portale nell'equity crowdfunding: un nuovo gatekeeper? Un'analisi alla luce della normativa italiana e statunitense*, in *Dir. inf.*, 2016, 1, in particolare 4, 16 (il quale invece riconosce una responsabilità da prospetto dell'emittente per applicazione in via analogica dell'art. 94 t.u.f.: 10, nota 21). Mostrano una lettura più aperta ad ipotesi di responsabilità del gestore F. ACCETTELLA-N. CIOCCA, *Emittente e portale*, cit., 267 (secondo i quali il gestore ha solo obblighi di verificare la completezza delle informazioni trasmesse rispetto all'elenco contenuto nelle norme). Infine, a favore al contrario di un'applicazione analogica dell'art. 94 t.u.f. o comunque di una responsabilità del gestore di piattaforma equiparabile a quella da prospetto, U. PIATTELLI, *Il crowdfunding in Italia*, cit., 79-80; A. LAUDONIO, *Equity-based crowdfunding*, cit.; A. OTTOLIA (*L'equity crowdfunding tra incentivi al reperimento*

responsabile del collocamento per omissioni o false informazioni salvo «che non provi di aver adottato ogni diligenza allo scopo di verificare che le informazioni contenute nel prospetto fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso»¹⁷⁰.

In particolare, l'art. 94 t.u.f., infatti, di per sé non troverebbe applicazione diretta al *crowdfunding* a causa dell'esplicita esenzione dall'obbligo di prospetto ma la sua estensione per via interpretativa (o recupero dei principi giurisprudenziali precedenti alla sua introduzione) è stata comunque dibattuta in dottrina. A supporto ad ogni modo dell'esclusione si può evidenziare che il previgente regime italiano affermava espressamente la responsabilità esclusiva dell'offerente per le informazioni trasmesse, richiedeva l'avvertenza al cliente che nessun controllo sarebbe stato effettuato dall'autorità sui documenti informativi e non imponeva comunque un documento paragonabile al Prospetto (eventualmente se mai alla nota di sintesi per la quale non è prevista peraltro responsabilità)¹⁷¹. Inoltre, la normativa impediva al gestore del portale di svolgere il servizio di collocamento (ma solo ricezione e trasmissione di ordini) o un ruolo ad esso paragonabile, dovendo astenersi da attività promozionale o suggerimenti o accordi con l'offerente che garantiscano un certo successo dell'iniziativa e non

di capitale di rischio per start up innovative e responsabilità, in *Dir. banc. fin.*, 2014, 43, in particolare 52-55, 59-62) sembra escludere che dal dettato normativo possa desumersi una responsabilità da prospetto del gestore di piattaforme (60-61) ma distingue i profili di responsabilità dei gestori a seconda dell'effettivo ruolo e servizio prestato dal gestore del portale e dal tipo/fonte delle informazioni (in particolare, potendo sussistere una responsabilità del gestore per le informazioni fornite dall'emittente qualora pubblicizzi di effettuare una selezione discrezionale dei richiedenti ed un'attenta verifica delle informazioni).

¹⁷⁰ Sulla responsabilità da prospetto in generale, cfr. P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008; S. BRUNO, *La (nuova?) responsabilità da prospetto*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, I, 785; E. MACCHIAVELLO, *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari tra passato, presente e futuro*, in *Contr. e impr.*, 2009, 911- 941; V. SANGIOVANNI, *La nuova responsabilità da prospetto nell'art. 94 TUF*, in *Giur. Merito*, 2010, 880.

¹⁷¹ Esisterebbe invece se mai un documento più simile alla nota di sintesi per la quale è esclusa la responsabilità da prospetto (art. 94, comma 8, t.u.f.; art. 11(2) Regol. Prospetto) anche se tale esclusione è giustificata anche dalla volontà di dare prevalenza alle informazioni contenute nel prospetto ed infatti non opera in casi particolari (ad esempio, qualora la nota, letta congiuntamente al prospetto, non fornisca le informazioni chiave).

presentandosi agli utenti con un ruolo di garanzia né essendo tenuto per la normativa al controllo delle informazioni trasmesse, svolgendo formalmente solo un servizio esecutivo. Ancora, in base all'art. 94, comma 5, t.u.f., i soggetti – diversi dal responsabile del collocamento – che abbiano contribuito a redigere il prospetto, rispondono solo con riferimento alle parti di propria competenza (e devono essere indicate espressamente nel prospetto): il gestore, perciò, al di là di alcuni obblighi informativi propri, riguardanti i rischi generali da investimento *crowdfunding* e sé stessi (per i quali si potrebbe configurare un affidamento dei clienti ed una responsabilità del gestore secondo i principi generali del diritto civile), poteva quindi limitarsi a verificare il realizzarsi delle condizioni richieste dalla legge per le operazioni di *equity crowdfunding* ed a trasmettere le informazioni fornite dall'offerente, semplicemente verificando che, da un primo esame, queste apparissero complete, chiare, non fuorvianti e corrette. Potevano essere fatti salvi, tuttavia, eventuali servizi aggiuntivi che comportassero un lavoro di ricerca e selezione approfonditi (entrambi non obbligatori per legge ma semplicemente oggetto di *disclosure* se presenti) e pubblicizzati, che oltre che esporre il gestore al rischio di qualificazioni della propria attività in termini di servizi di investimento non esecutivi e conseguenti sanzioni per violazione della relativa riserva di attività, avrebbero potuto creare le basi per pronunce di responsabilità da affidamento nelle informazioni trasmesse ai clienti¹⁷².

Nel nuovo contesto determinato dall'applicazione del Regol. UE, il discorso si presenta più complesso: benché infatti molti aspetti appaiano simili, il fornitore espressamente fornisce anche il servizio di collocamento, ha espressi obblighi di verifica ancorché dai contorni incerti e l'assicurazione professionale dello stesso copre espressamente danni da “dichiarazioni false o fuorvianti fatte”¹⁷³. Ad ogni modo,

¹⁷² Cfr. E. MACCHIAVELLO, *La modifica al regolamento*, 328-329. Cfr. anche P. CUZZOLA, *Ruolo e profili di responsabilità del gestore del portale nell'equity crowdfunding*, in *Nuova giur. comm.*, 2020, 935; U. MINNECI, *op. cit.*, 516 nota 21 (secondo cui il requisito di indicazione dei criteri di selezione delle offerte potrebbe aprire ad una responsabilità del gestore da affidamento qualora si constatassero divergenze rispetto alla realtà effettiva rilevabili da un esame della documentazione dell'offerente).

¹⁷³ Tale copertura assicurativa sembrerebbe però poter essere riferita ai doveri informativi propri (“dichiarazioni [...] fatte”, non riferite).

l'approccio nazionale derivante dall'applicazione dei principi generali non può tradursi in un obbligo generale di verifica da parte del fornitore di tutte le informazioni trasmesse dal titolare dei progetti ponendosi altrimenti costi non proporzionati al tipo di attività condotta e spostandosi il rischio dell'investimento dall'investitore alla piattaforma¹⁷⁴ oltre che contraddire la scelta di responsabilità esclusiva del *KIIS* del titolare del progetto fatta dal legislatore italiano. In generale, il fornitore non appare equiparato come obblighi e ruolo all'intermediario tradizionale (banca o impresa d'investimento che offrono servizi di investimento) – perlomeno nel modello base - per cui non risulterebbero trasponibili neppure i principi e giurisprudenza nati per questo e caratterizzati dall'affermarsi di un dovere di informarsi (inclusa la ricerca attiva di informazioni e verifiche) ed informare adeguatamente il cliente così come dell'ambito di applicazione del test adeguatezza (nel tempo esteso anche a servizi formalmente esecutivi)¹⁷⁵, in ragione del ruolo di protezione a questi riconosciuto e al fine di preservare la fiducia e stabilità del sistema.

Sembrerebbe quindi più ragionevole addivenire ad un regime di responsabilità per *gross negligence*, da riconoscere qualora i sistemi della piattaforma non siano stati in grado di identificare frodi e omissioni evidenti e/o pur in presenza di *red flags*¹⁷⁶. Ad ogni modo, in considerazione delle somme contenute (per diversificazione degli investimenti), eventuali costi (anche se l'obbligo di procedure di reclamo e ADR dovrebbero migliorare tale situazione) e quindi degli scarsi incentivi privati, è possibile che sanzioni dell'autorità siano più

¹⁷⁴ Cfr. M. MOZZARELLI, *op. cit.*

¹⁷⁵ L. ENRIQUES-M. GARGANTINI, *op. cit.*, 485; A. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, I, 31.

¹⁷⁶ Tale regime sarebbe vicino a quello vigente negli Stati Uniti (per interpretazione applicativa della SEC); in Australia, invece il regime di responsabilità delle piattaforme di *crowdfunding* è differenziato: *strict liability* con riferimento alle verifiche sulla chiarezza del documento informativo; responsabilità per omissioni o ingannevolezza delle informazioni solo in caso di mancata predisposizione di sistemi di controllo o, di nuovo, di *red flags*: per un'analisi comparatistica di questi aspetti cfr. E. MACCHIAVELLO, *Investment-Based Crowdfunding Platforms and Their Regulation*, in corso di pubblicazione in *Research Handbook on Comparative Financial Regulation*, E. MARTINO-H. NABILOU-A. PACCES (a cura di), Londra, disponibile in *pre-view* al link <https://ssrn.com/abstract=4474757>.

efficaci a scoraggiare comportamenti poco diligenti dei fornitori di servizi di *crowdfunding*. Il problema appare in parte superato con l'entrata in vigore della L. Capitali che ha abrogato il comma 7 dell'art. 94 e quindi il regime speciale di responsabilità del responsabile del collocamento, come suggerito dal Libro Verde¹⁷⁷.

11. *Obblighi di condotta ulteriori.*

11.1. "Investor Test".

I gestori di portali erano tenuti a trasmettere gli ordini dei clienti a banche e imprese di investimento per l'esecuzione e queste ultime, sottoscritto un contratto quadro in forma scritta con gli utenti, erano tenute ad effettuare per qualunque ordine (anche obbligazioni) di qualunque cliente (anche "s sofisticato" *ex* previgenti art. 24, comma 2, art. 13, comma 5-*bis* e 15, comma 2, regol. Consob *crowdfunding*) il test di appropriatezza, salvo che gli ordini non superassero per singolo investimento €500 in caso di persone fisiche o €5.000 in caso di persone giuridiche e complessivamente in un anno, rispettivamente, €1.000 e €10.000, sulla base di un'attestazione rilasciata dall'investitore al gestore (previgenti artt. 13, comma 5-*ter*; 17, commi, 3 e 5 regol. Consob *crowdfunding*). La *ratio* di tale esenzione era presumibilmente da ricondursi al tentativo di limitare i costi in caso di somme contenute¹⁷⁸. In caso offrirono consulenza o gestione individuale di portafogli di investimenti, era invece richiesto il test di adeguatezza

¹⁷⁷ MEF, *La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*, (2022),

https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/dipartimento/consultazioni_publiche/LibroVerde-04.pdf.

¹⁷⁸ Per somme contenute, a causa di assenza di economia di scala, l'espletamento di un test di appropriatezza potrebbe risultare antieconomico, comunque considerando che si tratta di un'attività esentata dalle tutele MiFID. In senso invece critico, C. MOSCA, *Collocamento e offerta al pubblico. Riflessioni su una relazione non strettamente necessaria*, in *Riv. soc.*, 2016, 680, 683: «La *ratio* della disapplicazione di questa regola di condotta per le operazioni sotto soglia non è chiara, soprattutto in assenza di una disposizione corrispondente per le operazioni di valore trascurabile nell'ambito della disciplina dei servizi di investimento». Critica anche E. FREGONARA, *Il restyling del regolamento Consob*, cit., 33 (che dubita della legittimità dell'esenzione per gli ordini sottosoglia alla luce del diritto europeo).

(previgenti artt. 13, comma 5-*bis* e 15, comma 2, regol. Consob *crowdfunding*). Ad ogni modo, a partire dalla modifica del 2016 del previgente regolamento Consob *crowdfunding*, i gestori di portali hanno potuto scegliere, in alternativa (e pubblicizzando sul sito la modalità prescelta di gestione degli ordini: previgente art. 14, comma 1, lett. *c*), di effettuare in proprio, in questo caso, qualunque fossero le somme coinvolte (previgente art. 17, comma 4) e prima di trasmettere gli ordini a banche ed imprese di investimento per la mera esecuzione degli stessi, la valutazione di appropriatezza dell'investimento. In tal caso, il gestore doveva verificare, per ogni ordine di adesione alle offerte, «che il cliente [avesse] il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere le caratteristiche essenziali e i rischi che l'investimento comporta» sulla base delle informazioni relative alla conoscenza ed esperienza di questi, inclusi attività, servizi d'investimento e strumenti finanziari con cui l'investitore ha dimestichezza per precedenti esperienze, natura e frequenza di tali operazioni, livello di istruzione e tipo di professione (art. 15, comma 2, lett. *b*) previgente regol. Consob *crowdfunding*). A tal fine, tuttavia, il gestore doveva essersi dotato dei relativi requisiti organizzativi e aver comunicato tale scelta alla Consob sessanta giorni prima di avviare tale attività, insieme alla descrizione delle procedure interne predisposte (previgente art. 20, comma 1-*bis*, regol. *crowdfunding*)¹⁷⁹. La Consob aveva sottolineato che gli obblighi di appropriatezza applicabili ai gestori non di diritto erano da considerarsi analoghi a quelli delle imprese *MiFID*, pur con gli opportuni adattamenti, ed i gestori avrebbero potuto elaborare attraverso le associazioni di categoria linee guida per la definizione di principi e strutture al fine di soddisfare i requisiti di legge¹⁸⁰. Ad ogni modo, qualora l'investimento risultasse

¹⁷⁹ La presenza di un test di appropriatezza anziché di adeguatezza sembra anche derivare dalla natura esecutiva del servizio di *crowdfunding* (assimilato alla ricezione e trasmissione di ordini) e comunque permette di contenere i costi (cfr. anche C. MOSCA, *op. cit.*, 681) ma la scelta non è andata esente da critiche (cfr. U. MINNECI, *op. cit.*, 520-521, che ritiene la scelta controcorrente rispetto alla tendenza espansiva della regola dell'adeguatezza con la MiFID II e comunque non coerente con la rischiosità dell'investimento in s.r.l. – dotate di ampia autonomia statutaria e quote illiquide).

¹⁸⁰ CONSOB, *Revisione del Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line. Documento "esiti della consultazione"* (2015), 8.

appropriato o al contrario inappropriato ma il gestore ritenesse di procedere avendo avvertito il cliente («anche attraverso sistemi di comunicazione elettronica»: previgente art. 13, comma 5-*bis*, regol. Consob *crowdfunding*), il gestore doveva trasmettere gli ordini a banche o imprese di investimento, le quali avrebbero eseguito gli ordini senza far sottoscrivere un contratto quadro agli investitori (previgente art. 17, comma 4; da cui un ulteriore possibile abbassamento dei costi). La modifica del 2016 aveva comportato per i gestori di portali, perciò, da un lato, una semplificazione delle procedure ed un abbassamento dei costi in caso di somme sopra soglia (non dovendo necessariamente coinvolgere un operatore tradizionale e far pagare al cliente la relativa commissione) ma, dall'altro, un'estensione della valutazione di appropriatezza con riferimento alle somme prima sotto soglia e quindi non richiedenti l'effettuazione del test se svolto dagli intermediari tradizionali (cfr. previgente art. 17, comma 4, regol. Consob *crowdfunding*), oltre che costi per adeguarsi ai nuovi requisiti organizzativi.

Il Regol. 1503/2020 richiede invece ora ai fornitori di *crowdfunding*, di sottoporre solo gli investitori “non sofisticati” (cfr. *infra* §12.1), in ogni caso (cioè senza che siano fissate soglie minime di esclusione), prima di dar loro accesso alle offerte e comunque ogni due anni, ad un “test delle conoscenze” mirante a verificare se e quale servizio di *crowdfunding* sia appropriato per gli stessi, in considerazione dei loro precedenti investimenti in valori mobiliari, strumenti ammessi e prestati, consapevolezza dei rischi ed esperienza professionale in materia di investimenti in *crowdfunding*¹⁸¹. In caso di risultato negativo

¹⁸¹ L'art. 1, par. 1, del Reg. Del. 2022/2114, richiede di strutturare in due *step* tale verifica, prima in merito agli investimenti in generale e poi agli specifici servizi e prodotti offerti dalla piattaforma. L'art. 3, par. 1, del Regol. Del. n. 2022/2114 di attuazione dell'art. 21, par. 2, impone poi ai fornitori di «*take reasonable steps to ensure that the information collected from non-sophisticated investors [...] is reliable and reflects accurately their knowledge, skills, experience and financial situation, investment objectives and basic understanding of the risks involved*». Tra i requisiti minimi che erano elencati nella bozza preliminare predisposta da ESMA figuravano anche «*reasonable steps to verify that the information provided by the non-sophisticated investor is consistent and accurate*»: tali obblighi di verifica, non presenti nella norma di livello 1, avrebbero comportato costi notevoli per gli operatori, anche, potenzialmente, in termini di responsabilità civile e sono stati eliminati dalla versione finale del regolamento delegato. Questo invece richiede ora ai fornitori di

o informazioni insufficienti, il fornitore deve inviare all'investitore una segnalazione di rischio e ottenere riscontro prima di procedere (art. 21, parr. 1-4) ma tale avvertimento può consistere in un messaggio standardizzato (pur non potendo mai contenere un incoraggiamento all'investimento) e a scomparsa dopo che l'investitori abbia chiuso la finestra o selezionato di procedere (artt. 3 e 4 Regol. Del. UE 2022/2114). In tali termini, tale test assomiglia dunque ad un test di appropriatezza ma condotto ad un livello più astratto, guardando ai servizi di *crowdfunding* in generale piuttosto che a singoli specifici investimenti, ed effettuato in uno stadio preliminare. Tuttavia, da un altro punto di vista tale test sembra presentare punti di contatto anche con la valutazione di adeguatezza, e quindi più severo o “rafforzato” rispetto a quello previsto per i gestori di piattaforme in Italia e a quello di appropriatezza *MiFID*¹⁸². Qualche incertezza deriva indubbiamente dall'aggiunta - su suggerimento del Parlamento europeo - tra le informazioni che il fornitore di *crowdfunding* deve raccogliere dall'investitore per effettuare il test in discorso, quelle sulla situazione finanziaria e sugli obiettivi di investimento dell'investitore, fattori che ricordano appunto il test di adeguatezza. Tuttavia, come sembra emergere dal par. 4 dell'art. 21, il test dovrebbe mirare a verificare che l'investitore abbia sufficienti conoscenze, competenze ed esperienza, benché la raccolta di informazioni riguardi anche altri aspetti¹⁸³.

assicurare che informino gli investitori dell'importanza di fornire informazioni accurate e aggiornate, che i mezzi utilizzati per raccogliere le informazioni siano adeguati ai fini degli investitori non sofisticati e appropriati all'uso da parte degli stessi, che le domande siano tali da poter essere capite dai medesimi e sufficientemente precise (art. 3, par. 2).

¹⁸² ITALIAFINTECH-CHIOMENTI, *op. cit.*, 3 (dove si parla di “appropriatezza rafforzata” e di “valutazione più approfondita”).

¹⁸³ In conseguenza, peraltro, mentre la situazione finanziaria rileva ai fini del successivo test di simulazione delle perdite, le informazioni sugli obiettivi di investimento non sembrano trovare (correttamente) spazio in nessuna delle due valutazioni, con conseguenze incerte anche dal punto di vista della normativa sui dati personali (*GDPR*), salvo che non sia necessario richiederle solo in caso di gestione individuale di portafogli di prestiti e per soddisfare le condizioni fissate per il servizio in questione. Tale interpretazione potrebbe sembrare suggerita dall'art. 2, par. 2, Regol. Deleg. 2022/2114 che richiede l'informazione sugli obiettivi di investimento «*where relevant in relation to the type of crowdfunding service offered*». Nell'ambito degli obiettivi, il medesimo art. 2, par. 2, fa riferimento (per la prima volta e a differenza della normativa primaria) anche alle preferenze di sostenibilità.

Qualora prevalesse un'interpretazione a favore dell'inclusione anche degli obiettivi di investimento nella valutazione di cui all'art. 21 Regol. 1503/2020, si tratterebbe effettivamente di una forma ibrida ed inusuale di test, a metà strada tra appropriatezza e adeguatezza, e comportante costi significativi per gli operatori senza che ne conseguano però tutele effettive (essendo sufficiente un avvertimento per superare un risultato negativo).

I fornitori dovranno poi chiedere agli investitori non sofisticati di effettuare, attraverso il sistema messo a disposizione dalla piattaforma¹⁸⁴, una simulazione delle perdite, verificando (prima dell'investimento e comunque ogni anno) che gli stessi siano in grado di sopportare eventuali perdite calcolate nel 10% del loro patrimonio netto: questo meccanismo, estraneo al previgente regime italiano sul *crowdfunding*, potrebbe ricordare maggiormente un test di adeguatezza ma non riguarda gli obiettivi di investimento e un risultato negativo, di nuovo, non impedisce l'investimento, richiedendo solo che gli investitori ne prendano atto (art. 21, parr. 5-6).

11.2. *Ulteriori obblighi.*

I gestori italiani erano gravati di una serie di obblighi di verifica delle condizioni fissate per legge per le offerte di *crowdfunding*, dovendo verificare che non fosse superato il limite massimo dell'offerta o altri limiti (di emissione per i titoli di debito o possibili sottoscrittori) e che gli statuti societari degli offerenti riconoscessero alcuni diritti degli investitori *ex* previgenti artt. 24-25 regol. Consob *crowdfunding* (cfr. *infra*: diritti di recesso o co-vendita degli investitori *retail in equity* in caso di cambio di controllo) o certe procedure (ad esempio, la comunicazione alla società e pubblicazione sul sito dei patti parasociali; la clausola di emissione di titoli di debito da parte delle s.r.l.).

Tra questi, il gestore italiano di piattaforme doveva, solo in caso di offerta di quote di capitale, verificare il rispetto della condizione di perfezionamento dell'offerta¹⁸⁵ consistente nella parziale sottoscrizione

¹⁸⁴ ESMA suggerisce un sistema di simulazione online: cfr. art. 5, par. 1, *Commission Delegated Regulation 2022/2114*.

¹⁸⁵ Nella proposta di riforma tale requisito del 5% era invece condizione di presentazione dell'offerta sul portale ed avrebbe quindi limitato la visibilità stessa dell'offerta, compromettendone inevitabilmente il successo.

da parte di investitori professionali¹⁸⁶, di fondazioni bancarie o di incubatori di start-up innovative (previsti all'articolo 25, comma 5, del decreto Crescita *bis*) e di “investitori a supporto delle piccole e medie imprese” - i c.d. *business angels*¹⁸⁷ - (previgente art. 24, comma 2,

¹⁸⁶ L'art. 2, comma 1, lett. j) del previgente regolamento Consob *crowdfunding* specificava (come modificato nel 2016) che dovevano intendersi per “investitori professionali”, «i clienti professionali privati di diritto e i clienti professionali privati su richiesta, individuati nell'Allegato 3, rispettivamente ai punti I e II, del Regolamento Consob in materia di intermediari, adottato con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e successive modifiche, nonché i clienti professionali pubblici di diritto e i clienti professionali pubblici su richiesta individuati rispettivamente dagli articoli 2 e 3 del decreto ministeriale 11 novembre 2011, n. 236 emanato dal Ministero dell'economia e delle finanze». I clienti professionali privati su richiesta possono essere i soggetti che, facendone richiesta, siano in possesso di almeno due dei seguenti requisiti: a) effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre negli ultimi quattro trimestri; b) il valore del portafoglio di strumenti finanziari, depositi in contanti inclusi, superiore a €500.000; c) lavoro presente o passato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza dei servizi e operazioni previsti (allegato 3, sez. II.1, regol. intermediari 16190/2007). I clienti pubblici su richiesta, in base all'art. 3 del Decreto ministeriale n. 236 dell'11 novembre 2011, sono invece identificati nelle Regioni, nelle Province autonome di Trento e Bolzano, nei soggetti di cui all'articolo 2 del decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267, e negli enti pubblici nazionali e regionali rispondenti a determinate caratteristiche. L'art. 24, comma 2-*bis*, previgente regol. Consob *crowdfunding* prevedeva poi che il cliente professionale su richiesta trasmetta al gestore un'attestazione rilasciata dall'intermediario di cui è cliente, dalla quale risulta la classificazione quale cliente professionale.

¹⁸⁷ Nella versione del regolamento Consob *crowdfunding* del novembre 2017 si rinomina la figura dell'investitore a supporto dell'innovazione in “investitore a supporto delle piccole e medie imprese” a seguito del summenzionato allargamento della categoria degli offerenti. Ad ogni modo, questi investitori sono stati identificati, non senza criticità, negli investitori con un «valore del portafoglio di strumenti finanziari di cui al Testo Unico, inclusi i depositi di denaro, superiore a cinquecento mila euro, in possesso dei requisiti di onorabilità previsti dall'articolo 8, comma 1 e di almeno uno dei seguenti requisiti: i) aver effettuato, nell'ultimo biennio, almeno tre investimenti nel capitale sociale o a titolo di finanziamento soci in piccole e medie imprese, ciascuno dei quali per un importo almeno pari a quindici mila euro; ii) aver ricoperto, per almeno dodici mesi, la carica di amministratore esecutivo in piccole e medie imprese, diverse dalla società offerente» (art. 24, comma 2, regol. *crowdfunding*, versione 2019). Il successivo comma 2-*bis* specifica la documentazione da allegare (per es., dichiarazioni di banche e di imprese di investimento) per attestare il possesso dei requisiti in questione. La legge di bilancio 2019 ha introdotto nel t.u.f., all'art. 1, comma 1, lett. m-*undecies*.1) la definizione di

regol. Consob *crowdfunding*), al fine di “rassicurare” gli investitori sull’affidabilità dell’offerta con un allineamento di interessi tra investitori in grado di effettuare gli opportuni controlli e piccoli investitori (con conseguente obbligo di comunicare agli investitori la quota sottoscritta – all. 3)¹⁸⁸. La quota in questione era pari al 5% ma, a partire dal 2017, è stata abbassata al 3% in presenza di PMI (tendenzialmente meno opache e rischiose delle start-up) «in possesso della certificazione del bilancio e dell’eventuale bilancio consolidato, relativi agli ultimi due esercizi precedenti l’offerta, redatti da un revisore contabile o da una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili» (previgente art. 24, comma 2-ter regol. Consob *crowdfunding*).

Inoltre, nel previgente ordinamento italiano, era anche riconosciuto un diritto degli investitori - indipendentemente dalla natura degli stessi (*retail* o no) o dello strumento finanziario¹⁸⁹ - di revoca in caso di sopravvenienza di un fatto nuovo o errore materiale¹⁹⁰ tra il momento di adesione e quello di chiusura dell’offerta idoneo ad influenzare la decisione dell’investitore¹⁹¹ da esercitarsi entro sette giorni da quando

"*Business Angel*": «gli investitori a supporto dell’innovazione che hanno investito in maniera diretta o indiretta una somma pari ad almeno euro 40.000 nell’ultimo triennio».

¹⁸⁸ Cfr. anche I. CAPELLI, *op. cit.*; U. MINNECI (*op. cit.*, 521) ritiene tale misura insufficiente a proteggere gli investitori in considerazione dell’assenza di controllo delle informazioni da parte della Consob, di irresponsabilità del gestore di piattaforma per le informazioni trasmesse dall’emittente, dell’inesistenza di limiti massimi di investimento da parte degli investitori, così come di eventuali conflitti di interesse degli investitori professionali. In senso critico, cfr. anche B. MELE, *op. cit.* Più favorevole a guardare tale misura come potenzialmente adeguata a tutelare, in combinazione con altre, gli investitori *retail* ma segnalandone comunque i limiti: M. MOZZARELLI, *op. cit.*

¹⁸⁹ Infatti, fino alla delibera 21110/2019, il diritto di revoca in questione era riservato agli investitori non professionali diversi dalle categorie di cui all’art. 24, comma 2.

¹⁹⁰ Tale diritto ricorda in parte l’art. 95-*bis*, comma 2, t.u.f. in materia di revoca dell’adesione all’offerta di prodotti finanziari entro due giorni dalla pubblicazione di un supplemento al prospetto per il caso di sopravvenienza di eventi significativi prima della chiusura definitiva.

¹⁹¹ Sembra che si tratti di una valutazione di idoneità astratta, in termini di potenzialità, senza andar a verificare in concreto se la decisione dell’investitore sia stata effettivamente influenzata: G. PIGNOTTI, *op. cit.*, 585; A. DENTAMARO, *Le*

la sopravvenienza è stata portata a conoscenza degli investitori¹⁹²e comportante la restituzione completa della provvista agli investitori (previgenti art. 25, commi 2 e 3, regol. Consob *crowdfunding*). Un simile diritto non è presente nel regime europeo ma gli investitori “non sofisticati” sono protetti dal più generale diritto di recesso di pentimento (cfr. *infra* §12.2).

12. *Obblighi aggiuntivi a protezione di categorie particolari di investitori.*

12.1. *Categorie speciali di investitori.*

Sia il nuovo regime europeo che il previgente regime italiano sul *crowdfunding* prevedono tutele speciali per particolari categorie di investitori e correlati obblighi di verifica da parte della piattaforma e comunicazione agli investitori. Tuttavia, dei due regimi non coincidono né i soggetti protetti né le misure di protezione. Infatti, il regime italiano prevedeva alcune misure a favore degli investitori al dettaglio diversi dagli investitori professionali, controparti qualificate (ai sensi t.u.f./MiFID) e categorie assimilate ai sensi del comma 2 dell’art. 24 previgente regol. Consob *crowdfunding* (cioè fondazioni bancarie, incubatori di start-up innovative e investitori a supporto delle PMI con certi caratteristiche, quindi solo in parte coincidenti con i soggetti autorizzati a sottoscrivere obbligazioni/titoli di debito: cfr. *supra* §4.2). Il Regol. UE 1503/2020, invece, riserva particolari tutele alla nuova categoria degli investitori “non sofisticati”¹⁹³, identificando questi in negativo con gli investitori diversi dagli investitori professionali (ai

offerte condotte esclusivamente sul portale e gli strumenti a diretta tutela dell’investimento non professionale, in *Riv. dir. impr.*, 2017, 539, 545.

¹⁹² A. DENTAMARO (*op. cit.*, 545, 570) ritiene che i destinatari della comunicazione siano tutti coloro che abbiano aderito all’offerta (inclusi coloro che, ad esempio, abbiano nel frattempo già revocato o esercitato il recesso) e che le sopravvenienze rilevanti siano quelle verificatesi nell’arco temporale di cinque anni dalla chiusura dell’offerta o comunque nei cinque anni in cui il gestore deve rendere disponibili su richiesta le informazioni relative all’offerta.

¹⁹³ Per un’analisi dettagliata, cfr. J. DE SMET-V. COLAERT, *Between investor protection and access to crowdfunding: the entry knowledge test and the simulation of the ability to bear loss (Art 21 and Annex II)*, in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 280-299.

sensi della *MiFID II*) e da quelli che chiedano di essere trattati come “investitori sofisticati”. Gli investitori sofisticati sono a loro volta identificati con gli investitori al dettaglio che chiedano di essere trattati come investitori sofisticati e soddisfino certi requisiti in termini di risorse finanziarie disponibili ed esperienza (diversi dai criteri fissati dalla Consob in precedenza), dichiarando di essere consapevoli delle conseguenze di tale classificazione¹⁹⁴.

12.2. *Misure protettive: diritti di recesso/revoca.*

Gli investitori diversi dai professionali e assimilati beneficiavano, nel previgente regime italiano, solo con riferimento agli investimenti in quote di capitali¹⁹⁵, di un diritto di co-vendita (*tag-along*) o di recesso in caso di cambio di controllo nella PMI, assicurante un’uscita (*exit*) non sconveniente per gli investitori *retail* nell’eventualità di un’uscita strategica da parte del fondatore della società nella quale questi abbiano riposto la fiducia o che tendenzialmente rappresenta la figura chiave per il successo della società¹⁹⁶. Con l’estensione della categoria degli offerenti a tutte le PMI, la versione del 2017 del regolamento Consob inserisce un limite di tre anni dalla conclusione dell’offerta all’esercizio dei diritti di recesso e revoca, prima invece naturalmente limitati nel tempo in quanto collegati al perdurare della qualifica di start-up innovativa (art. 24, comma 1, lett. a), *ibidem*). Benché questi requisiti potessero essere forse in parte mantenuti in forza della competenza nazionale in materia societaria, il legislatore nazionale

¹⁹⁴ Le condizioni da soddisfare sono le seguenti: 1) persone giuridiche che presentino almeno due di queste caratteristiche: *a*) almeno €100.000 fondi propri; *b*) fatturato netto di almeno €2 milioni; *c*) bilancio di almeno €1 milione; 2) persone fisiche che presentino almeno due di queste caratteristiche: *a*) reddito lordo personale di almeno €60.000 o portafoglio di strumenti finanziari (inclusi depositi e attività finanziarie) di un valore superiore a €100.000; *b*) esperienza professionale nel settore finanziario in una posizione che richieda conoscenza delle operazioni o dei servizi in questione o una carica esecutiva nelle persone giuridiche *sub* 1) per almeno 12 mesi; *c*) operazioni di dimensioni significative sul mercato dei capitali, con una frequenza media di 10 per trimestre negli ultimi 4 trimestri. L’allegato 2 individua i documenti attestanti tali condizioni che i fornitori devono richiedere e che legittimano la categorizzazione come sofisticato, salvo ragionevoli dubbi.

nell'implementare il Regol. UE 1503/2020 sembra aver scelto, anche per motivi di concorrenza tra ordinamenti, di far cadere tali obblighi tranne quelli di verifica del rispetto dei limiti di emissione e di investimento in titoli di debito che, come si è anticipato, sono stati mantenuti (art. 13 regol. Consob *crowdfunding* 2023).

Ancora, agli investitori diversi dai professionali e assimilati veniva riconosciuto nel previgente regime italiano un diritto di recesso “di pentimento” (senza motivo e senza spesa) entro sette giorni dall'ordine (previgente art. 13, comma 5, regol. Consob *crowdfunding*, ispirato alla disciplina dell'offerta a distanza e del diritto dei consumatori). Similmente, nel Regol. UE 1503/2020 è riconosciuto un diritto di recesso di pentimento gratuito e libero ma da esercitarsi, in un tempo più breve (entro quattro giorni dall'adesione all'offerta), per contemperare protezione degli investitori con necessità di certezza da parte degli imprenditori richiedenti (art. 22)¹⁹⁷. Durante tale periodo di riflessione, è necessario assicurare che il denaro rimanga nella disponibilità dell'investitore (non raccolto o non trasferito al titolare del progetto: considerando 47).

12.3. Avvertimenti (senza limiti massimi di investimento).

Altre tutele riconosciute agli investitori diversi dai professionali e assimilati dal previgente regime italiano, consistevano nell'obbligo del gestore di avvertirli dell'esigenza di proporzionare gli investimenti in «attività finanziaria ad alto rischio» alle proprie disponibilità finanziarie (art. 13, comma 3, primo periodo previgente regol. Consob

¹⁹⁷ Non è esplicitata nel Regolamento l'interazione tra tale diritto di recesso e quello eventualmente ugualmente applicabile di cui all'art. 9 Direttiva 2011/83/EU sui diritti del consumatore che prevede un recesso di pentimento di 14 giorni o Direttiva 2002/65/EC sulla commercializzazione a distanza di servizi finanziari per cui si prevedono differenze tra paesi membri: ad esempio, in Danimarca prevale un'applicazione congiunta, mentre in Norvegia si ritiene applicabile solo il regime speciale (*crowdfunding*). Cfr. E. HÄRKÖNEN-T. NEUMANN-C. HØJVANG CHRISTENSEN, *op. cit.* Anche la Germania riconosceva agli investitori in *crowdfunding* un diritto di recesso di pentimento da esercitare entro 14 giorni: cfr. in materia K. SERDARIS, *Withdrawal rights in crowdfunding transactions: the precontractual reflection period (Art 22)*, in *Regulation*, MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 300-309.

crowdfunding)¹⁹⁸, dovendo inoltre impedire ai medesimi investitori di accedere ad una descrizione dettagliata dei progetti se non dopo aver preso visione del materiale di educazione finanziaria predisposto dalla Consob, fornito le informazioni necessarie ad effettuare il test di appropriatezza (qualora il gestore lo svolga direttamente: cfr. *supra* §4.1) e dichiarato di essere in grado di sostenere economicamente l'eventuale perdita (art. 15, comma 2, lett. *a*)-*c*), previgente regol. Consob *crowdfunding*)¹⁹⁹. Tale ultimo requisito poteva risultare in una misura debole e meramente formale, non essendo necessariamente forniti agli investitori strumenti per verificare l'effettiva sostenibilità dell'investimento (come invece richiesto, ad esempio, dalla normativa francese e, ora, europea) e potendo consistere in una semplice crocetta apposta in una schermata del procedimento di investimento. Nel nuovo regime europeo, invece, gli avvertimenti (numerosi, sia sul sito web che nel *KIIS*) riguardano tutti investitori, mentre il test delle conoscenze, la simulazione delle perdite (§11.1) e avvertimenti ulteriori al superamento di certe soglie di investimento (subito *infra*) sono riservati agli investitori non sofisticati.

Nessun limite massimo era invece previsto nel previgente regime italiano con riferimento alle somme investibili da parte degli investitori diversi dai professionali e assimilati (in totale o per singola offerta), misura probabilmente vista come eccessivamente paternalista o comunque non conforme alla tradizione normativa del settore²⁰⁰. Il Regol. UE 1503/2020, pur non arrivando ad introdurre simili limiti (vigenti invece in alcuni regimi speciali di altri paesi), ha però previsto, in caso di investimento da parte di investitori "non sofisticati" di somme superiori a €1.000 o al 5% del loro patrimonio netto in singole

¹⁹⁸ La Consob, nella versione del 2019 del regolamento *crowdfunding* aveva aggiunto l'obbligo del gestore di richiamare l'attenzione degli investitori (anche non *retail*) sui limiti imposti dall'articolo 2412 e 2483 c.c. alle emissioni di titoli di debito.

¹⁹⁹ La versione del 2019 del regolamento Consob *crowdfunding* precisa che tali tutele si applicano anche in caso di categorie speciali di investitori non professionali autorizzati a sottoscrivere obbligazioni via portali: CONSOB, *Modifiche* (20 giugno 2019), cit., 11.

²⁰⁰ Cfr. E. MACCHIAVELLO, *La travagliata evoluzione normativa*, cit., 320 ss.; ID., *La proposta*, cit., 26; U. MINNECI, *op. cit.*, 520.

offerte²⁰¹, un obbligo del fornitore di notificare a questi un'avvertenza sui rischi e ricevere dai medesimi un consenso esplicito (art. 21, par. 7).

13. Conclusioni.

Il previgente regime italiano ed il nuovo regime europeo presentano di base un simile approccio: requisiti e procedimento autorizzativo così come obblighi generali costruiti sul modello delle imprese di investimento ma (con riferimento al Regol. UE, con tempi accorciati e) semplificazioni, oltre a maggior flessibilità (ad esempio, in materia di controllo interno – benché gli Orientamenti di Banca d'Italia abbiano imposto requisiti alquanto dettagliati – e assenza di obblighi *product governance*), anche in considerazione della natura (almeno “sulla carta”) neutrale ed esecutiva e del diverso ruolo ricoperto dai portali rispetto agli intermediari tradizionali (la fiducia nei confronti dei quali, infatti, ha rilevanza sistemica). Entrambi, inoltre, hanno scelto di ricorrere ad alcune misure speciali, non impiegate in altri comparti della regolazione finanziaria (ad esempio, investimento minimo da parte di investitori professionali per il perfezionamento dell'offerta e diritti di *tag-along* per il regime italiano; particolari test/sistemi e avvertimenti nel regime europeo). Ad ogni modo, in entrambi i casi, benché per aspetti diversi, i regimi restano severi, anche in presenza di soli investitori professionali (cfr. gli obblighi generali di condotta e informativi): mentre il regime italiano è stato ritoccato più volte per renderlo più adeguato alle esigenze del mercato (oltre che alle normative europee), il regime europeo sembra stato concepito per grandi piattaforme con attività *cross-border* in grado di contenere i costi con economie di scala e quindi comportante, nel lungo periodo, fenomeni aggregativi. Conseguentemente, vi è anche il rischio di appiattimento del *crowdfunding* verso solo alcuni *business models* e comunque verso i modelli tradizionali, riducendo il carattere “alternativo” del fenomeno così come i collegati effetti di inclusione finanziaria.

²⁰¹ Tale requisito presenta lievi somiglianze con il dovere del gestore ELTIF di assicurare che gli investitori *retail* - che abbiano un portafoglio di investimenti non superiore a €500,000 e possano compiere un investimento unitario di almeno €10.000 – non investano più del 10% del loro portafoglio di investimenti nel fondo (ma la soglia e le conseguenze del superamento delle stesse sono diversi).

Per gli operatori italiani, in sintesi, il passaggio al regime europeo comporterà diversi cambiamenti. Con riferimento all'ambito oggettivo di applicazione, si registra un ampliamento dell'offerta, coprendosi tutti gli strumenti finanziari (anche titoli di debito), le quote di s.r.l., e di tutte le società (non solo PMI); d'altra parte, si è ristretta la possibilità di ricorrere a strutture indirette (SPV e OICR). I servizi offribili sono più vari (ora inclusivi, ad esempio, del servizio di collocamento, *pricing*, gestione portafogli di prestiti) e non ristretti al campo finanziario. L'ammontare complessivo dell'offerta nei 12 mesi è diventato più ristretto (€5 milioni invece di €8 milioni), anche in considerazione del metodo di calcolo.

Gli operatori potranno però beneficiare del passaporto europeo e si libereranno di alcuni obblighi (ad esempio, verifica del perfezionamento dell'offerta e del diritto di *tag along*, etc.) ma saranno d'altra parte gravati da obblighi aggiuntivi (*prudential safeguards*, *continuity plan*) e sottoposti ad una disciplina sui conflitti di interesse più restrittiva. Il passaggio al regime europeo sarà particolarmente complesso per le piattaforme di *lending*, in futuro soggette a speciali requisiti organizzativi e di trasparenza non gravanti sui fornitori di *equity crowdfunding*, specialmente se offrenti servizi classificati come più complessi, quali la gestione individuale di portafogli di prestiti (soggetti a requisiti organizzativi e di trasparenza estremamente dettagliati)²⁰².

Le autorità italiane, nell'adattamento del nostro ordinamento al Regol. UE, hanno mostrato la disponibilità ad eliminare alcuni requisiti potenzialmente in contrasto con la normativa europea (*tag-along*, quote obbligatorie di investitori professionali) ma anche la tendenza ad applicare standard simili ad altri intermediari "più" regolamentati.

Ad ogni modo, un aspetto significativo da considerare è la valutazione del ruolo complessivo attribuito ai fornitori di servizi di *crowdfunding* come risultante dal quadro regolatorio sopra descritto. Benché i *consideranda* del Regol. UE definiscano il fornitore di servizi

²⁰² Per raffronto tra tali requisiti e quelli richiesti nell'ambito della gestione di portafogli "tradizionali", cfr. R. FERRETTI, *op. cit.*, e E. MACCHIAVELLO-A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Marketplace lending*, cit. Cfr. anche S. Mezzacapo, *Il finanziamento di «progetti di crowdfunding» a favore delle PMI e la «gestione individuale di portafogli di prestiti»*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'economia (RTDE)*, suppl. al n. 3, 2023, 165.

di *crowdfunding* in termini di «intermediario neutrale» che opera «tra clienti sulla piattaforma», senza assunzione di rischio, per facilitare «investimenti diretti», «modesti» e alternativi (*consideranda* 1, 12, 22, 26), l'attività dello stesso è classificata anche in termini di collocamento (non solo meramente esecutivi come nel caso di sola ricezione e trasmissione di ordini) e soggetta ad obblighi di verifica e protezione non irrilevanti. Nel previgente regime italiano erano presenti obblighi di verifica ma della sussistenza delle condizioni (obiettive e base) di legge mentre la *due diligence* effettuata dagli investitori professionali ed assimilati tenuti a sottoscrivere una quota dell'offerta (o da misure aggiuntive in caso di *self-placement*) assicurava verifiche di base sugli emittenti e il test di appropriatezza era eventuale e affidabile a terzi; nel regime europeo, obblighi da “*gatekeepers*”, al di là delle verifiche minime (precedenti penali e di riciclaggio), si concentrano sul documento informativo predisposto dai titolari di progetto e sono complementari a misure protettive riservate ad investitori non professionali (test rafforzato, avvertimenti, etc.). Gli obblighi di *due diligence* dei fornitori nei confronti dei titolari di progetto (prima inespressi) rimangono limitati agli aspetti più eclatanti (verifiche minime in materia criminale e di antiriciclaggio, salvi gli obblighi di condotta generali, inclusa la professionalità) ma sussiste notevole incertezza sui confini dell'obbligo di approntare sistemi per assicurare la “correttezza” del *KIIS* predisposto dai titolari di progetti. Ad ogni modo, nel bilanciare la protezione dell'investitore con le esigenze di finanziamento delle piccole imprese, la normativa europea appare comunque improntata ad un principio di *self-responsibility* dell'investitore, il quale, ricevendo informazioni alla propria portata, sceglie liberamente se investire (titolari di progetto ad alto rischio), senza che siano previsti limiti massimi di investimento, blocco degli investimenti in caso di risultato negativo dei test, obblighi di *product governance* o, neppure, in caso di investitore al dettaglio ma “s sofisticato”, tutele aggiuntive che vadano al di là di obblighi informativi. Conseguentemente, i fornitori di *crowdfunding* sembrano apparire come “*gatekeepers*” ma “minori”, tenuti a verificare la presenza di alcune condizioni di legge e segnalare agli investitori

eventuali omissioni ed errori ma non ad “andare a caccia” delle stesse.²⁰³

Ad ogni modo, è prevedibile che le piattaforme italiane di *investing* abbiano meno difficoltà ad adeguarsi al nuovo regime (piuttosto vicino alla disciplina speciale italiana), il quale d'altra parte offre alle stesse nuove opportunità di espansione geografica, offerta e organizzative. Così invece potrebbe non essere per le piattaforme di *business lending*, che si troveranno sottoposte ad un regime molto diverso rispetto al passato, con requisiti peraltro aggiuntivi rispetto alle piattaforme di *investing* e specialmente in caso di certi modelli di offerta ma beneficiando, d'altra parte, della certezza giuridica sull'ammissibilità di questi ultimi e del mutuo riconoscimento.

Infine, nonostante la generale e massima armonizzazione operata dal regolamento, residui di frammentazione normativa e concorrenza tra ordinamenti potrebbero emergere per la presenza di rilevanti aree non armonizzate (quali, ad esempio, il *consumer lending*, l'impiego di strutture di investimento collettivo), e la discrezionalità riconosciuta in alcuni ambiti ai paesi membri (applicazione del principio di proporzionalità nella vigilanza da parte delle autorità nazionali, *supervisory fees*, individuazione nazionale degli strumenti ammessi a fini di *crowdfunding*, possibilità di fissare livelli inferiori di massima offerta per i primi due anni, *marketing rules* e regime di responsabilità nazionali, lingue del *KIIS* ammesse, ecc.).

²⁰³ Cfr. anche E. MACCHIAVELLO, *L'impianto della disciplina europea ed il ruolo di intermediario del fornitore di servizi di crowdfunding alle imprese: un nuovo gatekeeper?*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'economia (RTDE)* 2023, Suppl. n. 3, http://www.fondazioneapriglione.luiss.it/2023_03_RTDE_supplemento.pdf.

Euribor manipolato e contratti «a valle». Questioni (*)

SOMMARIO: 1. Lo stato attuale della giurisprudenza. – 2. Intesa anticoncorrenziale e struttura rimediabile: il punto della tutela reale. – 3. La questione del contratto stipulato da intermediari non partecipanti all'intesa. – 4. Le questioni della nullità parziale, della nullità sopravvenuta (o anche della validità sopravvenuta) e della nullità «periodale». – 5. La questione della sorte del contratto a tasso fisso basato sul parametro euribor. – 6. La questione della prescrizione.

1. Lo stato attuale della giurisprudenza

Da un po' di tempo il tema dell'euribor «manipolato» – frutto di un'intesa anticoncorrenziale e per questo vietata dalla Commissione Antitrust europea¹ – agita, in relazione al profilo delle ricadute

(*) L'art. 8, comma 4, del Codice deontologico dell'Organo decidente dell'ABF prescrive che, nell'ambito di contributi scientifici o accademici in materie attinenti all'ufficio ricoperto, i componenti dei collegi chiariscano che le opinioni espresse hanno carattere personale e non rappresentano la posizione del Collegio». Per quanto possa occorrere, l'autore provvede al riguardo.

¹ Con decisione 4 dicembre 2013 C(2013) 8512, in relazione alle banche «che hanno presentato proposte di transazione», e con decisione 7 dicembre 2016 C(2016) 8530, per le banche «che non hanno presentato proposte di transazione». Questa seconda decisione accerta, tra l'altro, che «anche» le banche del secondo gruppo «hanno adottato [...] pratiche collusive finalizzate a distorcere il normale corso dei componenti per gli EIRD».

La sentenza del Tribunale di Torino, 29 gennaio 2024 (data di decisione), in *dirittobancario.it* ha rilevato, tra l'altro, che «a fugare il facile pregiudizio che esista un uniforme interesse del ceto bancario a mantenere alto il tasso euribor, si legge al contrario nella Decisione che, secondo la varietà delle posizioni assunte [...] una banca può avere un interesse per un fixing elevato [...] basso o forfettario».

In replica a tale affermazione (M. MANDICO, *La danza dei tassi euribor secondo il Tribunale di Torino: note critiche alla recente sentenza*, in *dirittodelrisparmio.it*), si è segnalato come la Banca d'Italia abbia accertato nel corso del periodo 2007/2008 si sia verificata una contrazione dell'operatività in mutui a tasso variabile, «in corrispondenza di un sostenuto incremento del tasso euribor e del conseguente calo dello spread fra i tassi fissi e variabili sui mutui»: un conto è il dato potenziale, come dire, un altro è il dato reale (a parte l'ipotetica significatività di un interesse a un «fixing forfettario»).

Ciò riferito, sembra già qui opportuno precisare che la questione della nullità dei contratti conclusi dagli intermediari non partecipanti prescinde propriamente

negoziali, il diritto vivente². A dividere è, naturalmente, il punto dell'eventuale applicazione della struttura rimediabile della nullità con riferimento ai contratti «a valle», in ipotesi applicativi della detta e vietata intesa.

A dare al dibattito in corso una svolta importantissima – nella direzione dell'applicazione del rimedio della nullità e in controtendenza con l'opinione maggioritaria dei giudici del merito – è intervenuta, di recente, l'autorità della Corte di Cassazione, con la decisione 13 dicembre 2023, n. 34889 (sezione terza), a cui ha fatto poi seguito la pronuncia (in *obiter*) 13 febbraio 2024, n. 4001 (stesse sezione e relatrice).

Richiamando in via segnata i precedenti di Cass., n. 827/1999, di Cass., n. 2207/2005 e di Cass. n. 29810/2017, l'arresto di Cass. n. 34889/2023 ha in particolare rilevato che con la normativa antitrust il legislatore intende «proibire il fatto della distorsione della concorrenza, in quanto si renda conseguenza di un perseguito obiettivo di coordinare, verso un comune interesse, le attività economiche; il che può anche essere frutto di comportamenti non contrattuali o non negoziali». Di conseguenza – ha proseguito –, la norma dell' art. 2 legge n. 287/1990, là dove stabilisce la nullità delle intese anticoncorrenziali, intende focalizzare e ricomprendere non solo l'eventuale negozio giuridico originario che sta all'origine della successiva sequenza comportamentale (anche) di tipo negoziale, bensì «tutta la più complessiva situazione – anche successiva al negozio originario –, la quale – in quanto tale – realizzi un ostacolo al gioco della concorrenza». La decisione della Commissione Antitrust – ha ancora aggiunto - deve «considerarsi prova privilegiata³ [...] a supporto della domanda volta alla declaratoria di nullità dei tassi manipolati e alla rideterminazione degli interessi nel periodo coinvolto dalla manipolazione, a prescindere dal fatto che all'intesa illecita avesse o meno partecipato la banca» convenuta in giudizio: «raggiunto dal divieto di cui all'art. 2 legge n.

dall'eventuale «profitto» che essi abbiano ritratto dalla manipolazione del parametro euribor (cfr. nel n. 3).

² Ampi ragguagli della giurisprudenza del merito, anteriore alla decisione della Cassazione di fine 2023, cliccando nei siti dirittobancario.it e dirittodelrisparmio.it.

³ Il rango di prova privilegiata alle determinazioni dell'AGCM può ormai considerarsi *ius receptum* a livello della giurisprudenza della Cassazione. In proposito va richiamata in particolare la pronuncia di Cass., 31 agosto 2021, n. 23655.

287/1990 è qualunque contratto o negozio a valle che costituisca applicazione delle intese illecite concluse a monte».

A sua volta, la pronuncia di Cass., n. 4001/2024 è venuta a completare, pur a mezzo di un semplice *obiter*⁴, l'arco espositivo di questo orientamento, affermando in modo diretto che «il cosiddetto contratto a valle costituisce lo sbocco dell'intesa vietata, essenziale a realizzarne e ad attuarne gli effetti»⁵, come pure sottolineando che «il consumatore, acquirente finale del prodotto offerto dal mercato, vede eluso il proprio diritto a una scelta effettiva tra i prodotti in concorrenza».

Alla presa di posizione della Corte di Cassazione non hanno fatto seguito, nell'immediato, reazioni di tipo omogeneo. Nell'ambito della giurisprudenza del merito, in particolare, se sembra prendere consistenza la linea del tendenziale allineamento all'indicazione della nullità, che è stata data dal giudice di legittimità, non manca chi continua ad opporvisi.

Nei fatti, sul piano decisorio il rimedio della nullità è stato applicato dalla sentenza (non definitiva) della Corte di Appello di Catanzaro 18 gennaio 2024, n. 67 (che ha fatto propria la motivazione svolta dalla Cassazione) e dalla sentenza dell'Appello Cagliari, sez. dist. Sassari, 18 gennaio 2024, n. 41 (anche se, a ben vedere, questa pronuncia si rifà al proprio precedente orientamento, più che al Supremo Collegio, il richiamo a quest'ultimo risultando, in effetti, del tutto marginale). Sul piano istruttorio, le ordinanze dell'Appello Trieste, (24 gennaio 2024), del Tribunale Sulmona (31 gennaio 2024) e del Tribunale di Brindisi (12 marzo 2024) hanno disposto consulenze tecniche con quesiti che propriamente suppongono l'adozione della struttura della nullità. Non diversamente, poi, sembrerebbe essersi orientata, nella sostanza, l'ordinanza del Trib. Milano, 9 gennaio 2024 che, richiamata la pronuncia n. 34889/2023, ha «invitato le parti a individuare una conciliazione basata sull'eliminazione degli interessi relativa al periodo di violazione della normativa antitrust accertata dalla Commissione

⁴ In effetti, il rilievo, di cui al testo, viene svolto in appendice alla decisione di non accogliere il relativo motivo di ricorso per la ragione che mancata allegazione dei fatti da parte del ricorrente rende «non [...] possibile accertare d'ufficio la sussistenza delle dedotte nullità».

⁵ Il concetto così formulato si trova già espresso nella pronuncia di Cass., Sez. Un., 4 febbraio 2005, n. 2207.

Europea» (l'indicazione appare, per vero, particolarmente significativa pure perché la giurisprudenza milanese aveva in più occasioni negato l'applicazione della struttura della nullità)⁶.

Di avviso sostanzialmente opposto si è mostrato, invece, il Tribunale di Torino. Con sentenza 29 gennaio 2024 (data di decisione)⁷, questo – in dichiarato contrasto con il provvedimento del Supremo Collegio – ha ritenuto di dovere dare comunque continuità al proprio orientamento contrario a ritenere la sanzione della nullità per il caso dell'euribor manipolato, pure rilevando, inoltre, che il fatto della manipolazione avrebbe potuto casomai possedere delle conseguenze di ordine risarcitorio per il «danno subito ad opera degli aderenti a un'intesa» (a condizione, peraltro, che «l'intesa fosse tale da poter incidere sull'applicazione di un prezzo di protezione da terzi agenti autonomamente e che tali circostanze e peculiarità non potessero essere ignorate dai membri dell'intesa medesima»)⁸.

2. Intesa anticoncorrenziale e struttura rimediabile: il punto della tutela reale

Nell'ambito delle fattispecie riconducibili all'idea normativa di «intesa anticoncorrenziale», un tratto specifico di quella dell'euribor manipolato – non l'unico, invero, ma di sicuro quello più appariscente – è rappresentato, per l'aspetto delle ricadute negoziali, dai contratti «a valle» che sono stati stipulati tra gli intermediari non partecipanti

⁶ La sentenza non definitiva della Corte di Catanzaro è pubblicata sul sito *Centro Anomalie Bancarie*; la sentenza della Corte di Cagliari l'ordinanza della Corte di Appello di Trieste è pubblicata, tra l'altro, sul sito *dirittobancario.it*; l'ordinanza del Trib. Sulmona (:«con eliminazione nel periodo di riferimento del tassi con riferimento all'euribor») si trova pubblicata sul sito *centroanomaliebancarie.it*; l'ordinanza del Tribunale di Milano è su *linkedin*, 20 febbraio 2024, sub Giorgio Molteni; l'ordinanza del Tribunale di Brindisi è pubblicata su *dirittodelrisparmio.it*.

⁷ La sentenza si trova citata sopra, nell'ambito della nota 1.

Nell'articolo di M. MALAVASI, *Euribor manipolato: è davvero possibile una class action?*, in *ilSole24ore*, 14 marzo 2024, vengono citati (in termini esemplificativi) come orientati nella medesima direzione di detta sentenza anche «Tribunale di Milano del 21 febbraio 2014» e «Tribunale di Livorno del 29 gennaio 2024» (non vidi).

⁸ Anche gli operatori più vicini alle posizioni degli intermediari hanno severamente censurato la decisione di Cass. n. 34889/2023. Cfr. così, tra gli altri, E. GIRINO, *L'ordinanza della cassazione sull'euribor: un castigo senza delitto?*, sul sito *Studio Ghidini, Girino e Associati*, 19 febbraio 2024; M. MALAVASI, *op. cit.*

all'intesa e i loro clienti. In effetti, il punto è saliente sia sotto il profilo delle ricostruzioni teoretica e giudiziaria, sia sotto quello della misura d'incidenza sull'operatività⁹, data l'esiguità del numero degli intermediari che hanno dato vita all'intesa vietata. Com'è naturale, peraltro, la posizione del problema della sorte dei contratti a valle degli intermediari non partecipanti suppone già risolto e acquisito quello relativo alla sorte dei contratti stipulati dagli intermediari che alla detta intesa hanno per contro partecipato.

Ora, non v'è dubbio che questo aspetto di base debba prima di ogni altra cosa confrontarsi col tema (per così dire) «generale» della sorte dei contratti «a valle» di intese vietate perché anticoncorrenziali. Per questo proposito, peraltro, si potrebbe per la verità anche pensare che sia sufficiente rinviare alle condivisibili considerazioni che nel senso dell'applicazione della tutela reale data dalla nullità sono state sviluppate dalla sentenza di Cass., SS. UU., 30 dicembre 2021, n. 41994, con diretto riguardo al caso delle c.d. fideiussioni ABI.

Nella realtà delle cose, tuttavia, questa sentenza, se ha convinto molti, non ha di certo convinto tutti; né può dirsi che essa abbia, sulla linea dei fatti, quietato il relativo contenzioso sulle «fideiussioni antitrust»¹⁰. Sul punto della riferibilità della nullità ai contratti stipulati «a valle» dalle imprese che hanno manipolato l'euribor conviene, dunque, fermarsi un attimo a riflettere.

Come ha correttamente rilevato la sentenza delle Sezioni Unite, «l'interesse protetto dalla normativa antitrust è principalmente quello del mercato in senso oggettivo, e non soltanto l'interesse individuale del singolo contraente pregiudicato, con la conseguente inidoneità di un rimedio risarcitorio che protegga, nei singoli casi, solo quest'ultimo»; in questa prospettiva va dunque letta la norma per cui «le intese vietate sono nulle a ogni effetto» (art. 2, comma 3, legge n. 287/1990). La tesi – è bene precisare – è avvantaggiata anche dal vigente dato costituzionale (come, del resto, non hanno mancato di segnalare le

⁹ Nei fatti, il tema riguarda, per sé, non solo l'operatività delle banche, ma più in generale quella di tutte le imprese del credito, autorizzate o meno che siano. Di conseguenza, ne restano estranei solo i c.d. atti isolati e occasionali: tra soggetti che non esercitano attività di impresa o che, comunque, non esercitano l'attività d'impresa del credito (atti che, in quanto tali, restano fuori dal contesto proprio del mercato).

¹⁰ Come si può constatare scorrendo le decisioni pubblicate sui siti di *dirittodelrisparmio.it*, *dirittobancario.it*, *expartecreditoris.it*, *fideiussioninulle.it*.

stesse Sezioni Unite); in effetti, il principio di libertà della iniziativa economica di cui all'art. 41 Cost. si sostanzia, in ultima analisi, nel necessario rispetto dell'iniziativa altrui, inteso come rispetto reciproco e complessivo: moltiplicato, cioè, per tutti gli operatori presenti sul mercato.

D'altra parte, se l'interesse protetto è quello dell'effettiva correttezza dello svolgimento del mercato, a rimanere colpiti e vietati debbono per forza essere – per la regola della necessaria coerenza della struttura con la funzione – gli atti che tale correttezza vengono a pregiudicare e compromettere sul piano reale.

Sotto il profilo strutturale, è dunque decisivo il riscontro che è stato ben evidenziato dall'orientamento appena formato dalla Cassazione per il tema dell'euribor: il mero fatto della sussistenza di un'intesa a monte (tra gli aderenti al cartello) non realizza, di per sé, alcuna violazione della concorrenza, solo la promette ovvero la programma (: ne fissa i termini contenutistici); a questo livello, quindi, la violazione è solo potenziale. L'effetto reale della restrizione e falsificazione della concorrenza è realizzato solo dai contratti a valle: sino a quando non vengono posti in essere dei contratti che portino effettivamente dentro il mercato di riferimento i contenuti vietati, nulla pare succedere.

In definitiva, i contratti «a valle» si pongono come i veicoli di trasmissione dei contenuti vietati dalla fase di programmazione, che è propria dell'intesa «a monte», alla fase della loro realizzazione nell'ambito del mercato di riferimento. E, in quanto tali, essi – lungi dal manifestarsi neutri sotto il profilo valoriale – vengono propriamente a partecipare del medesimo disvalore che l'ordinamento riserva all'intesa «a monte».

Al fine di escludere la nullità dei contratti «a valle» delle intese anticoncorrenziali relative all'euribor – con riferimento all'intero spazio coperto da questi (compresi, dunque, quelli conclusi dagli intermediari aderenti) – sono stati svolti anche argomenti specifici per questa peculiare fattispecie.

In particolare, si è rilevato che il «giudizio di attendibilità di euribor come parametro di mercato deve farsi *a priori* e in ragione delle cautele adottate, per evitare segnalazioni erratiche, eventualmente interessate, e non *a posteriori*, in ragione dell'effettiva [...] manipolazione del tasso. Altri ha sostenuto che «è inesatto affermare che l'euribor sia frutto di un accordo di cartello per fissare direttamente o indirettamente

i prezzi»: il tasso fissato nel contratto «a valle» non risulta determinato dal solo euribor, ma dall'indice più lo spread. Pure si è osservato che nel concreto l'intesa vietata non concerne direttamente l'euribor, toccandolo (nel caso) solo di riflesso¹¹. Non sembra, tuttavia, che questi rilievi vengano a cogliere nel segno.

In effetti, nella prospettiva della tutela della concorrenza a contare è l'incidenza dell'intesa vietata sui termini di svolgimento del relativo mercato di riferimento (incidenza che, nel caso in questione, è stata senz'altro pesante). La presenza di una serie di «cautele preventive» potrà certamente ridurre il rischio delle manipolazioni, ma di sicuro non lo esclude. La tesi, che qui si discute, finisce insomma per predicare un esonero del tema dell'euribor dalla disciplina antitrust, che non risulta abbia addentellati nel diritto positivo.

Non può negarsi, per altro verso, che la misura dell'euribor fissata tempo per tempo sia parte costitutiva – e rilevante del tasso d'interessi pattuito nel contratto «a valle» (la relativa clausola risultando, appunto, così eterointegrata) e applicato nel rapporto relativo. Né che si tratti di una componente determinante pure sotto il profilo quantitativo: nella pratica, il parametro euribor funge da componente base (della misura) del tasso.

Non sembra, poi, che l'effetto distorsivo della concorrenza vada identificato alla stregua dei criteri delineati dall'art. 1223 c.c. per il nesso di causalità. Né può essere in discussione che la detta intesa abbia prodotto un'alterazione falsificante del parametro euribor rispetto alla diffusa applicazione del medesimo, come corrente nel contesto del segmento di mercato rappresentato dai finanziamenti bancari.

¹¹ Per il primo argomento v. Trib. Torino, 29 gennaio 2024, cit.; per il secondo, Trib. Roma, 13 ottobre 2020, n. 13966, in *centroanomaliiebancarie.it*; ivi pure il terzo ordine di rilievi.

In proposito si è anche rilevato che, secondo quanto manifestato nelle decisioni della Commissione Europea, «oggetto dell'infrazione» è stata «la restrizione e/o la distorsione della concorrenza nel settore dei derivati sui tassi di interesse». Ciò non toglie, tuttavia, che il campo di applicazione dell'euribor, quale parametro formativo del tasso d'interesse nei contratti con la clientela, si spalmi (in modo assai diffuso) sull'arco intero dei contratti di credito posti in essere dagli intermediari.

3. La questione del contratto stipulato da intermediari non partecipanti all'intesa

Come si è accennato già sopra, la tematica relativa all'euribor manipolato tende a focalizzarsi sul punto delle (eventuali) ricadute negoziali sul profilo dei contratti di credito stipulati «a valle» dagli intermediari non partecipanti coi loro clienti. È qui, nella sostanza, che sta il cuore – anche quello «pratico» – del problema, come pure sta il suo fattore di «diversità» (a livello di descrizione della fattispecie) rispetto al tema per così dire «generale» della sorte dei contratti «a valle» di intese vietate.

Per alcuni giudici del merito la questione non ha, in realtà, alcuno spazio per porsi: «l'accertamento dell'adesione dell'impresa bancaria all'intesa per la manipolazione» è fatto in sé stesso «decisivo»; «la decisione della Commissione UE non ha coinvolto la Banca» concretamente convenuta in giudizio; «la banca convenuta non appartiene al gruppo di banche che sono state sanzionate per aver concorso a manipolare tale indice interbancario»¹²; e così via, con formule analoghe.

Di conto, le recenti pronunce della Cassazione – pure si è già detto sopra (n. 1) – non hanno mostrato esitazioni di sorta: la nullità vale per tutti i contratti «a valle», che facciano riferimento al dato segmento di mercato. Tra i giudici del merito, che condividono questa prospettiva, si è in particolare sottolineato, tra l'altro, che «la manipolazione del tasso influenza in ogni caso il tasso convenzionale applicato nel corso del rapporto [...] a prescindere dal fatto che la specifica controparte contrattuale abbia o meno preso parte all'accordo distorsivo»¹³.

A mio avviso, è su quest'ultima tesi, adottata (anche) dalla Cassazione, che si deve convergere. La nullità dei contratti a valle si verifica in ragione del fatto oggettivo che – nel testo dei contratti predisposti dalla banca – è stata prevista la clausola «parametro euribor» e che, nel relativo periodo di riferimento, questa clausola, come «eterointegrata in modo illecito», ha poi trovato effettiva e reale

¹² La prima espressione è del Trib. Torino, 29 gennaio 2024, cit.; la seconda del Trib. Milano, 29 settembre 2023, n. 7411; la terza del Trib. Padova, 3 dicembre 2019, n. 2089, in *dirittodelrisparmio.it*.

¹³ Così la sentenza parziale del Trib. Ancona, 18 agosto 2020, n. 1056 in *dirittobancario.it*.

applicazione (anche) nell'operatività della detta banca.

È questa, in effetti, la circostanza che viene a realizzare l'effetto distorsivo della concorrenza e del mercato. Che la condotta di cui al cartello vietato sia stata realizzata da un dato, esclusivo gruppo di banche è circostanza che non ha nulla a che vedere col fatto che le altre – che non sono state coinvolte in questi comportamenti – abbiano poi utilizzato il tasso manipolato nello specifico del loro approccio al mercato. A contare, in questa prospettiva (che è quella della salvaguardia della concorrenzialità del mercato), sono il fatto oggettivo della decisione di manipolare e falsificare l'euribor – come assunta nell'ambito dell'«intesa» – e il fatto, del primo non meno oggettivo, della traduzione di tale decisione in operatività del mercato, come realizzatasi per il mezzo della stipulazione dei contratti «a valle» coi clienti. La partecipazione di un medesimo intermediario al compimento sia del primo fatto, che del secondo, non risponde per nulla a una necessità (di tipo logico o di altro), né appare prevista dalla legge.

Il problema dell'invalidità dei contratti «a valle» – quale necessario «braccio esecutivo» dell'effetto distorsivo della concorrenza – non attiene a una dinamica valoriale di comportamenti soggettivi (come dati dalla partecipazione all'intesa vietata e/o dal compimento degli atti manipolativi), quanto piuttosto all'impatto distorsivo, e oggettivo, che la praticata applicazione di questi contratti viene, nel suo complesso, a determinare sul mercato. Alla prospettiva antitrust resta del tutto estraneo, cioè, il punto di un'eventuale «mala fede» dell'impresa che, nel periodo in questione, ha utilizzato l'euribor «eterointegrato in modo illecito».

Da più lati si è lamentato che l'applicazione della nullità anche con riferimento ai contratti a valle stipulati dagli intermediari non partecipanti è soluzione esagerata, irrazionale prima ancora che irragionevole: «ci troviamo di fronte» – così si è scritto – a un castigo senza delitto»; «a venire puntiti sarebbero, più o meno direttamente, non solo i prestatori, ma anche i prenditori, colpendo così l'intero mercato»¹⁴.

Questo punto merita, a mio avviso, una riflessione apposita, che vada anche oltre la constatazione che la prospettiva della normativa antitrust procede per meccaniche oggettive, in via indipendente dagli stati

¹⁴ Le frasi riportate nel testo sono tratte da E. GIRINO, *op. cit.*

soggettivi (di conoscenza o di volizione) degli operatori.

Per avviare l'esposizione del relativo pensiero, sembra utile riferire che talune decisioni dei giudici del merito hanno rilevato – in passaggi incidentali nel contesto delle motivazioni da loro svolte – che le banche partecipanti all'intesa vietata sono da ritenere «responsabili» dell'accaduto e (potenzialmente) tenute a risarcire il danno provocato¹⁵. Quest'assunto, a mio avviso, è di ritenere – in linea astratta (a monte, cioè, del tema della nullità dei contratti «a vale») – senz'altro corretto.

Non può non lasciare perplessi, però, che il rilievo delle decisioni in discorso si esaurisca – nella dimensione di *obiter*, che pure lo connota – nello scrutinare la posizione degli intermediari partecipanti negli esclusivi confronti dei clienti degli altri intermediari. Non par dubbio, infatti, che le banche partecipanti dell'intesa vietata siano da ritenere pure responsabili – ancora ragionando sul filo dell'astrazione (in specie, a non chiudere aprioristicamente la via della nullità negoziale) – nei confronti degli intermediari che (incolpevoli) a quell'intesa non hanno partecipato¹⁶.

La logica adottata dalle richiamate decisioni si manifesta, dunque, insufficiente e inadeguata. Corretta è la prospettiva che mette a confronto sia la posizione dei clienti (estranei, per definizione, all'intesa), che la posizione degli intermediari non partecipanti (e incolpevoli) rispetto alle banche che all'intesa vietata hanno, per contro, dato vita. In definitiva, si tratta di prospettiva triangolare.

Ne segue, allora, che sui tavoli – della ragionevolezza, dell'efficienza e pure dei valori – sono da mettere a confronto i seguenti due itinerari di struttura rimediale dell'offesa subita dalla concorrenza:

¹⁵ Cfr. così, tra gli altri, Trib. Torino, 29 gennaio 2024, cit.; Trib. Sassari, 21 aprile 2022, n. 415, in *dirittodelrisparmio.it*; Trib. Perugia, 2 ottobre 2020, in *dirittobancario.it*.

Anche tra gli operatori l'affermazione della responsabilità risarcitoria degli intermediari partecipanti nei confronti dei clienti può dirsi corrente: v. V. PISAPIA, *Note in tema di contratti di mutuo e parametro euribor*, in *dirittobancario.it*, 13 novembre 2020.

¹⁶ In termini, se non altro, di responsabilità extracontrattuale. Ma non sembrerebbe da escludere *a priori* l'eventualità di predicare, al riguardo, la sussistenza di un contatto sociale sufficiente (perché dato dalla comune partecipazione al lato dell'offerta del dato mercato di riferimento) a chiamare l'applicazione della disciplina della responsabilità contrattuale (cosa senz'altro da escludere, invece, per il caso dell'azione risarcitoria dei clienti verso gli intermediari partecipanti).

l'una, che fa circuito sulla clientela, che paga, da un lato, e dall'altro si rivolge all'intermediario colpevole; la seconda, che fa invece perno sugli intermediari non partecipanti (e non colpevoli) e che appunto si organizza sulla linea della nullità dei negozi «a valle» e del conseguente ribaltamento in via risarcitoria dei correlati effetti negativi sulle banche che hanno, nella realtà dei fatti, dato corso all'intesa vietata.

Posto che questi sono i termini dell'alternativa, a me sembra difficile, per vero, ritenere che l'adozione della seconda opzione sia da valutare come irrazionale o scriteriata. Mi pare, piuttosto, che questa opzione (del perno sull'intermediario, appunto) sia quella, a ben vedere, più equilibrata. Più ragioni, d'altronde, indirizzano – anche al di là di quanto già esplicitato sopra (nel precedente n. 3) – verso questa soluzione.

Attenendo alla concorrenza del mercato, in effetti, la questione non può essere considerata e trattata come fosse un'ordinaria vicenda di diritto comune, inteso quest'ultimo come insieme espressivo delle regole concepite e tradizionalmente dettate per i c.d. atti isolati (estranei, cioè, all'esercizio di un'attività d'impresa e alle sue dinamiche connotative; e qui, perciò, estranei all'esercizio dell'impresa del credito). Nella traiettoria assorbente della concorrenza del mercato, non può essere in alcun modo dimenticato o sottovalutato, cioè, che anche le imprese non partecipanti fanno parte della stringa formativa dell'offerta del servizio del credito al mercato. Assunta questa prospettiva, appare sicuramente corretto che la struttura rimediale venga ad articolarsi in modo da consegnare agli utenti dell'offerta (alla domanda del servizio del credito) lo strumento più snello e immediato (qual è quello della nullità), lasciando poi al lato dell'offerta il «compito» di ripartirsi – nell'interno del suo «corpo» – le relative responsabilità (a mezzo risarcimenti).

Pure è da considerare, poi, che, comunque, l'introduzione del parametro euribor nel contesto dei contratti «a valle» è frutto di una decisione di impresa e di un'attività di predisposizione, che è caratteristica ed esclusiva dell'impresa intermediaria (quale condizione, per il cliente, di fruibilità del servizio del credito). Non certo può essere trascurato, altresì, che un'impostazione di tratto risarcitorio tra intermediari non colpevoli e intermediari colpevoli si giova, tra l'altro, di un profilo liquidatorio del danno assai semplificato (e assai complicato, per contro, nell'ipotesi che vede il cliente lato attivo

dell'obbligazione risarcitoria)¹⁷.

4. *La questione della nullità parziale, della nullità sopravvenuta (o anche della validità sopravvenuta) e della nullità «periodale»*

Secondo la pronuncia di Cass., n. 34889/2023 la presenza nel contratto «a valle» dell'illecita integrazione dell'euribor profila un caso di nullità parziale: il contratto resta in piedi, alla clausola illecita venendosi a sostituire il regime della legge comune (come fissato dalla norma dell'art. 1284 c.c.). La nullità, inoltre, comunque si «estende» (se così si può dire) unicamente per il periodo in cui l'euribor risulta essere stato manipolato; non vale, dunque, per tutta la durata del rapporto: prima del 29 settembre 2005 e dopo il 30 maggio 2008 (*alpha* e *omega* del tempo dell'accertata manipolazione) la clausola dell'euribor mantiene intatta la sua efficacia (salvo, naturalmente, l'operare del ricalcolo).

Su questi punti la pronuncia appare non particolarmente innovativa, oltre a manifestarsi non particolarmente motivata. Compatto in questa direzione appare, in effetti, tutto l'orientamento che – per la fattispecie

¹⁷ In realtà, il punto che – sul piano dell'opportunità legislativa – appare fondamentale si fissa nel quesito se far assistere, oppure no, la normativa di protezione della concorrenza anche da una struttura rimediabile incidente sui singoli rapporti negoziali. La constatazione che la vicenda violativa della concorrenza si compie realmente nell'effettivo incrocio della domanda con l'offerta del servizio dato viene, per così dire naturalmente, a incoraggiare la risposta positiva.

Una volta risposto positivamente al quesito (come non è dubbio sia, del resto, la risposta data dal diritto vigente), poi, i passaggi successivi non possono che risultare orientati dal riscontro dell'efficienza operativa della struttura rimediabile che venga specificamente presa in considerazione. E chiara appare allora la deficienza di una struttura rimediabile solo risarcitoria nel contesto dei rapporti negoziali che vengono appunto a correre tra l'offerta e la domanda del servizio: posto che qui non si tratta (né solo, né tanto) di mera riparazione del danno che, per avventura, venga a subire un singolo cliente, ma (in termini di funzione primaria) di tutelare la regolarità del mercato. Che l'offesa alla concorrenza comporti un danno, nel senso specifico e tecnico della norma dell'art. 1223 c.c., è sicuramente possibile, quanto per nulla necessario. Discorso diverso potrebbe peraltro essere – come, tuttavia, da verificare situazione tipo per situazione tipo – se, in luogo dell'ordinaria struttura risarcitoria (sul modello dell'art. 1223 c.c., cioè), si ponesse mente alla struttura rimediabile formata dalla idea base della penale *ex lege*.

dell'euribor viziato – predica la nullità del contratto «a valle»¹⁸. Si tratta, in realtà, di due aspetti che, allo stato attuale del dibattito, potrebbero anche sembrare che vengano dati un po' per scontati¹⁹. Il che, tuttavia, non significa che manchino degli interrogativi in proposito.

Nella specie, la clausola affetta da nullità, focalizzandosi sugli interessi c.d. compensativi, partecipa dell'oggetto del negozio, sì che l'eventualità della propagazione della nullità (dalla parte all'intero) *ex art. 1419, comma 1, c.c.* non sembrerebbe, di per sé, particolarmente lontana. Se si guarda la fattispecie *ex ante*, come pure si deve, non appare per nulla sicuro, in particolare, che gli intermediari avrebbero stipulato i loro negozi di credito, scontando un tasso di molto più basso di quello nel concreto pattuito coi loro clienti.

Per altro verso, la dinamica fattuale della manipolazione dell'euribor (come accertata per il periodo corrente da fine settembre 2005 a fine maggio 2008) implica pure la possibilità di dovere predicare – in relazione alle fattispecie concrete volta a volta in esame – la presenza di casi di nullità sopravvenuta (contratto stipulato prima dell'inizio della manipolazione), che è figura non ancora del tutto sdoganata a livello del diritto vivente²⁰, e anche la presenza di casi di validità sopravvenuta (contratto stipulato dopo l'inizio della manipolazione e

¹⁸ Fa eccezione, però, la sentenza non definitiva della Corte di Appello di Catanzaro, 18 gennaio 2024, la quale, «dichiarata la nullità della clausola del mutuo [...] relativa alla determinazione del tasso di interessi in misura variabile», «dichiara la nullità del contratto».

¹⁹ V. tuttavia, la sentenza della Corte di Appello di Cagliari, sez. dist. Sassari, 8 settembre 2022, n. 260, in *dirittobancario.it*. Ivi, in particolare, l'accostamento della fattispecie dell'euribor manipolato a quella della nullità sopravvenuta in punto di conformazione della struttura rimediale della nullità, nonché il rilievo per cui a negare la propagazione della nullità dalla parte all'intero sta il «*principio utile per inutile non vitiatur*», di cui appena *infra* nel testo.

²⁰ Per lo stato dell'arte si può qui rinviare ad A. ALAMANNI, *Nullità sopravvenuta (una breve riflessione propositiva)*, in *Actualidad Jurídica Iberoamericana*, 16, 2022, 552 ss.

A mio avviso, il tema della nullità sopravvenuta, e più in generale della nullità periodale, trova la sua giustificazione in una corretta lettura tra la fattispecie dell'autonomia e gli effetti propri della stessa, nel senso che conformazione e validità della fattispecie vanno a misurarsi nella proiezione degli effetti che – via via nel procedere del tempo – essa è per sé destinata a produrre (: sovrapposibilità temporale tra fattispecie ed effetti).

ancora operativo al termine della stessa), che è figura non propriamente nota (per quanto mi consta). Implica, altresì, la possibilità di situazioni di validità e nullità intermittenti (contratto concluso prima della manipolazione e operativo ancora dopo la fine di questa).

Si tratta, come si vede, di aspetti che vengono a diversificare alquanto le fattispecie concrete riconducibili al tema dei contratti a valle delle intese per euribor manipolato, dovendosi pure tener conto delle varie combinazioni possibili tra i detti due fattori di base (per dire: un conto è il rapporto lambito per pochi giorni dalla manipolazione, un altro quello del rapporto che ne risulta colpito in modo frontale). Ora, di fronte a una simile situazione, l'alternativa, per la verità, sembra netta: o si procede fattispecie singola per fattispecie singola o si adotta una soluzione standard, comune a tutte le varianti. Che è, nella sostanza ultima delle cose, quanto ricavabile (così a me pare, almeno) dall'orientamento attuale della Corte di Cassazione: nullità solo parziale e solo periodale, appunto.

Una simile soluzione, oltre a presentare il vantaggio di essere uniforme, può trovare conforto nel suo risultare propriamente calibrata rispetto al fatto (e al tempo) dell'offesa che la manipolazione ha portato alla concorrenzialità del mercato: non pare dubbio, in effetti, che questa si focalizza solo sulla clausola di interessi e per il tempo esatto in cui la stessa si è nel concreto verificata²¹. Altrimenti detto: a reggere una simile soluzione si pone «il principio *utile per inutile non vitiatur*».

Nei fatti, peraltro, la soluzione in questione sembrerebbe proprio scavalcare, quantomeno per il caso in questione, la disciplina (di possibile propagazione) che è dettata nell'art. 1419, comma 1, c.c.²². Anche se, a ben vedere, un simile allontanamento o deviazione dalla regola di diritto comune potrebbe ricevere supporto dal testo dell'art. 3, comma 2, della legge antitrust (a leggere la parola «intesa» come

²¹ «Se la presenza di un rimedio di tratto reale trova la sua ragion d'essere in una pretesa di effettiva concorrenzialità del mercato [...], pure lo svolgimento del giudizio di eventuale propagazione – di effettiva misura, perciò del detto rimedio reale – dovrebbe seguire una logica conforme (cfr. il mio *Fideiussioni bancarie e normativa antitrust: l'«urgenza» della tutela reale; la «qualità» della tutela reale*, in *questa Rivista*, 2, 2022, 15.

²² Laddove, per il contiguo tema della usura sopravvenuta, l'applicazione comunque della nullità parziale segue a un'espressa previsione di legge, come data dall'art. 1815 comma 2 c.c.

espressiva non già del negozio vietato, quanto invece del contenuto vietato dell'accordo) o, volendo, pure dalla tesi che riconduce quella antitrust al novero delle nullità di protezione²³.

Resta da aggiungere che comunque, se si tiene ferma l'idea della nullità solo periodale, la strada della nullità non parziale, ma totale sembrerebbe, in certe situazioni, non più praticabile (così nel caso di nullità «intermittente»).

5. La questione della sorte del contratto a tasso fisso basato sul parametro euribor

Nell'ambito del diritto vivente, la tematica dell'euribor manipolato è nata e si è propriamente sviluppata con riferimento al tipo di fattispecie costituito dai finanziamenti a tasso variabile. Non è detto, tuttavia, che la stessa non possa venire a coinvolgere, nella dinamica della sua concreta evoluzione, anche i finanziamenti a tasso fisso.

In sé, per la verità, il punto appare molto delicato. Se si guardano le motivazioni svolte dalla Cassazione, e pure quelle rese dai giudici del merito, non si può non constatare che i ragionamenti condotti in proposito si concentrano sul fatto dell'utilizzo dell'euribor come (distorto) parametro del tasso contrattuale. Nel contesto, la circostanza che tale parametro venga nel corso del tempo a mutare di misura – e che, per conseguenza, venga a variare anche il tasso praticato in ragione della convenzione stipulata – pare attenerne a una sorta di accidente storico, non pertenerne (in via diretta e immediata) alla sostanza del fenomeno: sì da manifestarsi, in definitiva, quale profilo ulteriore e secondario di quest'ultimo.

Soprattutto, l'effetto distorsivo della concorrenza rimonta, in radice, alla decisione dell'impresa di concedere credito facendo riferimento, per la misura del corrispettivo preteso, al parametro dato dall'euribor. In quanto tale, l'effetto appare indipendente da una previsione contrattuale che espliciti una dipendenza – diretta e immediata – della misura del compenso dal dato rappresentato dall'euribor.

Certo, se la remunerazione è a tasso fisso, la stessa non segue le successive evoluzioni, ed eventuali manipolazioni, del relativo

²³ Per i riferimenti su questa tesi v. M. RENNA, *La fideiussione omnibus oltre l'intesa antitrust*, in *Riv. dir. civ.*, 2021, 576, nota 13.

parametro: un simile rilievo vale, peraltro, solo a ridurre la dimensione temporale del fenomeno, non già a escluderlo. D'altra parte, il punto (dell'effettività del blocco del tasso alla sua previsione iniziale) va, in realtà, ben controllato a livello di fattispecie concreta: per verificare, in particolare, se l'intermediario non abbia comunque provveduto ad adeguare il rapporto alle variazioni in crescita del tasso (e quindi *in peius* per il cliente) che via via abbiano toccato l'euribor²⁴: a mezzo, in specie, di un correlato ricorso allo strumento del *ius variandi*, come predisposto nella norma dell'art. 118 TUB, da ritenere allora semplice meccanismo alternativo a quello dato dall'applicazione contrattuale del tasso variabile.

Comunque sia, la rilevanza di tale circostanza – per cui la misura del tasso contrattuale è stata nel concreto costruita sulla base dell'euribor corrente all'epoca – passa attraverso una prova che è a carico dell'attore e che sembrerebbe di notevole difficoltà, per il suo essere tipicamente affidata a meccanismi di tipo presuntivo.

Diversamente potrebbe essere, peraltro, nell'ipotesi in cui la presenza dell'euribor tra le componenti costitutive del tasso adottato – pur destinato, per sé, a rimanere fisso – sia stata comunque esplicitata nell'ambito del testo contrattuale. E così pure quella in cui, nel corso dello svolgimento del rapporto, le variazioni praticate dall'intermediario *ex art. 118 TUB* non risultino sostanzialmente coeve a quelle che via via vengono a toccare l'euribor.

6. La questione della prescrizione

Sui social di prima informazione della questione dell'euribor manipolato è molto frequente il richiamo al tema della prescrizione. Tema che, per la verità, viene spesso trattato in modo non poco confuso e dunque idoneo a ingenerare confusione negli operatori. Nel chiudere il presente lavoro, conviene quindi fermarsi un attimo pure su questo specifico aspetto.

Ora, com'è naturale, l'azione di accertamento della nullità non è soggetta a prescrizione. Ugualmente non soggetta a prescrizione è

²⁴ Una volta che questa verifica abbia esito positivo, il significato della stessa non viene inficiato dalla (eventuale) constatazione che, nei fatti, le variazioni in basso del parametro euribor non abbiano avuto incidenza sulla dinamica di svolgimento del rapporto.

l'eccezione di non debenza (o di minor debenza) che il cliente sollevi di fronte alla richiesta di pagamento che venga avanzata dall'impresa creditrice. Soggetta a prescrizione è, dunque, solo l'azione restitutoria che il cliente formuli nei confronti dell'intermediario.

Se trattasi di finanziamento regolato in conto corrente, il termine di prescrizione viene a correre – è da opinare – dal giorno di chiusura del conto per i conti deposito e per i conti affidati²⁵; dal giorno del pagamento indebito, per i conti invece scoperti. Non si vede ragione, infatti, per disciplinare la fattispecie in questione secondo modalità diverse da quelle correntemente ritenute dalla Cassazione in punto di versamenti in conto corrente del correntista²⁶. Nel caso di mutui a restituzione rateale, i cui pagamenti non affluiscono in conto, la prescrizione dell'azione di restituzione dovrebbe decorrere dal *dies* di pagamento delle singole rate, non apparendo estensibile a questa fattispecie (restitutoria, appunto) la tesi elaborata dalla Cassazione in relazione al (diverso) punto del carattere unitario dell'obbligazione di restituzione nel mutuo, pur a fronte della previsione convenzionale di adempimento a mezzo di più soluzioni parziali del debito²⁷.

Corretto è poi ritenere che la durata del termine prescrizione sia decennale: l'azione di cui si discute, in effetti, si intitola nella ripetizione di indebito. Come tale, la stessa non appare equiparabile all'azione intesa alla riscossione della prestazione d'interessi a cui fa

²⁵ Secondo l'attuale orientamento della Cassazione, l'onere della prova dell'effettiva sussistenza di un affidamento sta a carico del correntista. Peraltro, l'«esistenza di un contratto di apertura di credito, che consenta di attribuire semplice natura ripristinatoria della provvista alle rimesse oggetto di ripetizione [...] costituisce una eccezione in senso lato, come tale rilevabile d'ufficio dal giudice anche in grado di appello, purché l'affidamento risulti dai documenti legittimamente acquisiti al processo o dalle deduzioni contenute negli atti difensivi delle parti» (cfr. Cass., 17 luglio 2023, n. 20455).

²⁶ A far tempo dalla decisione – cardinale per il diritto vivente – di Cass. Sez. Un., 2 dicembre 2010, n. 24418.

²⁷ Per questo orientamento cfr., da ultimo, Cass. 10 febbraio 2023, n. 4232, la quale pure rileva che, nel caso di previsione di restituzione rateale del debito del mutuatario, pure l'obbligazione di pagamento degli interessi ha prescrizione decennale, e non già quinquennale, «giacché identica è la *causa debendi* sia della prestazione principale che di quella degli interessi».

Nel caso della ripetizione, invece, il titolo dell'azione sta nel carattere indebito dell'attribuzione patrimoniale che è stata effettuata.

riferimento (per prescrivere un termine di prescrizione di durata solo quinquennale) la disposizione dell'art. 2948 c.c.²⁸.

²⁸ La tesi della prescrizione quinquennale per la ripetizione di indebiti pagamenti d'interessi è stata svolta, in particolare, con riferimento al fenomeno dell'anatocismo vietato. Ma la stessa urta frontalmente contro la constatazione che nell'indebito «il credito sorge a causa e nel momento in cui è effettuata l'indebita erogazione, diversamente che per i crediti retributivi, in cui la necessità di pagamenti a cadenze temporali prefissate è stabilita *ex ante* e trova la sua causa nelle stesse attribuzioni patrimoniali» (così correttamente Cass., 5 novembre 2019, n. 28436).

Sulla tutela del cliente nel ‘contratto a valle’ (il caso Euribor)

SOMMARIO: 1. I contratti che prevedono interessi determinati per riferimento all'Euribor manipolato da un gruppo di banche nel periodo 2005-2008 come contratti a valle di una intesa. – 2. Il dibattito sul contratto a valle. – 3. La tutela del cliente: a) l'azione per la dichiarazione della nullità. – 4. (segue); b) le azioni restitutorie. – 5. (segue); c) l'azione risarcitoria. – 6. Conclusioni.

1. I contratti che prevedono interessi determinati per riferimento all'Euribor manipolato da un gruppo di banche nel periodo 2005-2008 come contratti a valle di una intesa.

Anche questa volta in principio era il Verbo. Lo aveva pronunciato, in due occasioni, la Commissione Europea stabilendo che l'intesa sul metodo di determinazione del tasso Euribor nei contratti con saggio di interessi, concordata tra certe banche europee (nessuna italiana) ed applicata nel periodo settembre 2005-maggio 2008, è in violazione dell'art. 101 del Trattato FUE e quindi nulla.

Dato il Verbo, se ne era scatenata l'interpretazione. Subito discorde. Ad un giudice¹ pareva ovvio che la banca che alteri l'andamento del tasso del mutuo (o altro contratto affine) in base ad accordi di cartello vietati incorra solo nella violazione di obblighi di buona fede e non nella nullità del contratto per indeterminatezza degli interessi. Ad un altro² era parso che il richiamo all'Euribor nella determinazione degli interessi del mutuo non violasse la disposizione nazionale sulle intese anticoncorrenziali, perché suoi destinatari sono solo gli imprenditori commerciali e non anche gli utenti³, e perché la nullità è comminata per le intese e non per i contratti conclusi con terzi sulla loro base⁴. Ma per un terzo⁵ era invece ovvio che il tasso manipolato nei contratti fosse

¹ Trib. Catania, 11 luglio 2018, n. 493, in www.dirittobancario.it.

² Trib. Cassino, 22 ottobre 2020, n. 762, in www.dirittobancario.it.

³ Questo era già stato smentito da Cass., 4 febbraio 2005, n. 2207.

⁴ In questo senso v. anche Trib. Roma, 7 maggio 2020, e Trib. Perugia, 2 ottobre 2020, entrambe in www.dirittobancario.it. Queste stesse conclusioni erano state accolte dalla C. App. Milano, 8 marzo 2022, n. 775, poi cassata dall'ordinanza della Cassazione del 2023 di cui si parla subito appresso nel testo.

⁵ C. App. Cagliari, 9 settembre 2022, n. 260, in www.dirittobancario.it.

nullo per violazione delle disposizioni imperative antitrust europee e nazionali, anche quando convenuto da una banca non partecipante al cartello, con conseguente inefficacia in senso stretto della clausola nel periodo 2005-2008, e sua sostituzione con il tasso legale.

La questione non poteva non giungere in Cassazione. Con l'ordinanza 13 dicembre 2023, n. 34889⁶, la Corte Suprema ribadisce l'idea, già altra volta espressa⁷, che destinatari della normativa sulla concorrenza siano tutti coloro che vi abbiano interesse (e quindi anche gli utenti che ne ridondino vantaggio), afferma che la nullità delle intese non colpisce solo i contratti ma ogni distorsione della concorrenza, anche di fonte non negoziale, e che l'accertamento dell'Autorità antitrust ne costituisce prova privilegiata. Ne trae che i relativi divieti investono tutta la complessiva situazione, anche successiva, che realizzi un ostacolo alla concorrenza. Perciò dal divieto dell'art. 2 della L. n. 287/1990 è represso anche qualunque contratto o negozio a valle attuativo dell'intesa, quand'anche stipulato da chi a questa non ha partecipato.

Fine della diatriba? No. Con sentenza dissonante, discutibile ma solida, un giudice di merito⁸ esclude che quello che applica un tasso manipolato ma è concluso da un cliente con una banca estranea all'intesa possa qualificarsi 'contratto a valle'; e ne conclude che il cliente ha a disposizione solo un'azione risarcitoria extracontrattuale in base alla Direttiva 2014/104/UE recepita dal d. lgs. 19 gennaio 2017, n. 3 nei confronti dei cartellisti, prescrivibile in cinque anni dal momento in cui la restrizione della concorrenza è cessata⁹.

È prevedibile che il dibattito continui.

2. Il dibattito sul contratto a valle.

Se valesse la nomofilachia, il contrasto giurisprudenziale non sarebbe stato inventato. Se valesse la nomofilachia, infatti, la questione dei contratti a valle dovrebbe considerarsi risolta. Le Sezioni Unite nel

⁶ In www.dirittobancario.it.

⁷ V. ancora Cass., 4 febbraio 2005, n. 2207, cit.

⁸ Trib. Torino, 29 gennaio 2024, in www.dirittobancario.it.

⁹ Il Trib. Torino, richiama la giurisprudenza della C. Giust. UE, 5 giugno 2014, C-557/2012, *Kone*.

2021¹⁰ avevano detto che in questi casi la tutela risarcitoria è ammissibile ma non esclusiva, essendo i contratti ‘a valle’ inficiati anche dalla medesima forma di invalidità che colpisce le intese, perché sono con esse in un ‘collegamento (non negoziale, ma) funzionale’.

A dispetto delle buone intenzioni, di fatto la nomofilachia non vale. E forse non senza ragioni. Bisogna riconoscere, infatti, che la tesi adottata dai giudici di legittimità include una petizione di principio: è condivisibile che il suo collegamento funzionale ad un accordo che ha uno scopo illecito (la restrizione della concorrenza) renda antigiuridico il contratto con il terzo attuativo del cartello; ma fino a questo punto la conclusione logicamente fondata è solo che il contratto a valle è illecito¹¹. Ciò certamente fonda il risarcimento del danno¹². Ma in base a cosa concluderemo che questa antigiuridicità determina anche invalidità? Non basta dire (con le S.U.) che il mero risarcimento non è abbastanza dissuasivo (cosa poi non vera, perché l’effetto economico afflittivo per le imprese colpevoli è pressappoco equivalente). Questo, infatti, dimostra se mai che la nullità ci vorrebbe, ma non che ci sia: dov’è la comminatoria che la dispone? Gli artt. 101 TFUE e 2 L. n. 287/1990 comminano la nullità dell’‘intesa’¹³ (oltre che delle prassi

¹⁰ Cass., Sez. Un., 30 dicembre 2021, n. 41994, in www.dirittobancario.it.

¹¹ Sul punto, per tutti, D. CARUSI, *Contratto illecito e ‘soluti retentio’*. L’art. 2035 del codice civile tra vecchie e nuove ‘immoralità’, Napoli, 1995.

¹² Su cui E. SALOMONE, *Il risarcimento del danno da illeciti antitrust: profili di tutela interna e comunitaria*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2007, 875 ss.; L. DELLI PRISCOLI, *Consumatori e danno derivante da condotte anticoncorrenziali*, in *Danno e resp.*, 2005, 49 ss.; M. LIBERTINI, *Ancora sui rimedi civili conseguenti ad illeciti antitrust (II)*, *ivi*, 2005, 237 ss.; ID., *Ancora sui rimedi civili conseguenti ad illeciti antitrust*, *ivi*, 2004, 933 ss.; A. TOFFOLETTO, *Il risarcimento del danno nel sistema delle sanzioni per la violazione della normativa antitrust*, Milano, 1996.

¹³ Sulle intese v. G. TADDEI ELMI, *Tutele civili e antitrust. La tutela di fronte all’Agem*, in *Concorrenza e mercato. Le tutele civili delle imprese e dei consumatori*, a cura di G. Vettori, Padova, 2005, 44 ss., 67; R. PARDOLESI, *Art. 2. Intese restrittive della libertà di concorrenza*, in *Diritto antitrust italiano*, a cura di A. Frignani, R. Pardolesi, A. Patroni Griffi, L.C. Ubertazzi, I, Bologna, 1993, 145 ss.; G. GUGLIELMETTI, *Le nozioni di impresa e di intesa*, in *Concorrenza e mercato. Rassegna degli orientamenti dell’Autorità Garante*, a cura di G. Ghidini, B. Libonati, P. Marchetti, Milano, 1995, 19; G. TESAURO, *Diritto comunitario*, Padova, 1995, 397 ss. e sulla nullità 423 ss.; A. SANTA MARIA, *Diritto commerciale comunitario*, Milano, 1995, 311 ss.; V. FRANCESCHELLI, *La nullità delle intese*, in *Rivista di diritto industriale*, 1993, I, 425 ss., 429.

concordate), ma del contratto a valle tacciono. E allora delle due l'una: o si assume che il contratto a valle è un elemento dell'*intesa* (ma questo non lo afferma nessuno) o si riconosce che quelle comminatorie forse postulano logicamente ma non contengono tecnicamente la nullità del contratto a valle¹⁴.

Chi scrive pensa che il problema sia più semplice di quanto appare¹⁵. Quella di stipulare, in base all'*intesa*, una serie di contratti (c.d. 'a valle') attuativi non è forse una prassi? E non è trasparentemente anticompetitiva? E non è evidente che poggiando sull'*intesa* è concordata? Dunque è in quella parte degli artt. 101 TFUE e 2 L. n. 287/1990 che reca la comminatoria di nullità delle prassi anticompetitive concordate la disposizione che tecnicamente statuisce la nullità dei contratti a valle, qui appropriata perché la prassi è appunto di concludere contratti e dunque è negoziale.

Ma quale che sia la giustificazione della nullità dei contratti a valle è un fatto che ad oggi la nostra Corte Suprema la afferma ma le corti di merito non sempre la seguono.

Restano perciò aperti sia il problema della fattispecie (nullità o mero risarcimento?), sia il problema della disciplina (quali azioni, nei confronti di chi, con quali termini temporali, e quali effetti, ha a disposizione il cliente pregiudicato dal contratto a valle?).

¹⁴ Sulla questione R. FEDERICO, *Operazione economica e nullità dei contratti derivati da intesa anticoncorrenziale*, in *Corr. Giur.*, 2018, 1066 ss.; B. BORRILLO, *La nullità della fideiussione omnibus per violazione della normativa antitrust*, in questa *Rivista*, 2018, 21; R. PARDOLESI, *In tema di nullità del contratto di fideiussione bancaria 'omnibus'*, in *Foro It.*, 2018, 158 ss.; M. ONORATO, *Nullità dei contratti nell'intesa anticompetitiva*, Milano, 2012; F. LONGOBUCCO, *Violazione di norme antitrust e disciplina dei rimedi nella contrattazione «a valle»*, Napoli, 2009; E. CAMILLERI, *Contratti a valle rimedi civilistici e disciplina della concorrenza*, Napoli, 2008; E. BATTELLI, *Illeciti antitrust e rimedi civili del consumatore*, in *Contratti*, 2006, 141 ss.; V. SCALISI, *Nullità ed inefficacia nel sistema europeo dei contratti*, in *Europa e diritto privato*, 2001, 492; M. LIBERTINI, *Autonomia privata e concorrenza nel diritto italiano*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, 433 ss., 450, ID., *Ancora sui rimedi civili conseguenti ad illeciti antitrust*, in *Danno e resp.*, 2004, 933 ss.; C. CASTRONOVO, *Antitrust e abuso di responsabilità civile*, in *Danno e resp.*, 2004, 469 ss., 473; ID., *Responsabilità civile antitrust: balocchi e profumi*, *ivi*, 2004, 1165 ss.; A. BERTOLOTTI, *Ancora su norme antitrust e contratti a valle*, in *Giur. it.*, 2000, 1876;

¹⁵ Per chi fosse interessato ad un maggiore chiarimento rinvio a A. GENTILI, *La nullità dei 'contratti a valle' come pratica anticoncorrenziale concordata (il caso delle fidejussioni ABI)*, in *Giust. civ.*, 2019, 675 ss.

Della fattispecie basti qui quel che se ne è detto. Andiamo dunque ad occuparci della disciplina.

3. La tutela del cliente: a) l'azione per la dichiarazione della nullità.

Il cliente *pregiudicato* dal contratto a valle (requisito necessario: la nullità può essere fatta valere solo da chi vi ha interesse giuridicamente rilevante) può eccepirne la nullità.

L'azione è imprescrittibile, ovviamente. Ma la connessa domanda restitutoria no. Questa si prescrive nel termine di dieci anni previsto per la ripetizione di indebito (qualcuno però, quando si tratti di interessi o altre prestazioni periodiche, potrebbe ritenere che valga il termine quinquennale dell'art. 2948, n. 4, c.c.).

Legittimata passiva dell'azione è l'impresa che ne è altro contraente. Ma qui si pone la domanda: solo se essa è stata parte dell'intesa (come assumono per esempio la Corte d'Appello di Milano, 8 marzo 2022, n. 775, e implicitamente il Tribunale di Torino, 29 gennaio 2024), o anche se non ne è stata parte, purché di fatto faccia incidere l'intesa sul contratto (come assume la Cassazione, 13 dicembre 2023, n. 34889)? A me pare che la Cassazione non abbia torto. Quando il contratto a valle attua l'intesa e restringe la concorrenza che l'impresa colpevole sia formalmente parte del cartello o solo vi aderisca con la sua prassi sono cose che si equivalgono. Quel che conta è che attraverso il comportamento dell'impresa l'intesa produca anche in quel caso effetti anticompetitivi. Del resto le intese non sono, o non necessariamente contratti formali, e l'impresa che pur non avendovi partecipato vi si conforma compie una sostanziale adesione all'accordo anticompetitivo.

La prova del fatto (effetto anticoncorrenziale) può essere data in molti modi ma la decisione dell'Autorità antitrust che accerta il cartello e la restrizione è prova privilegiata di chi ne è autore, e di quale ne è la portata. Vale infatti qui la disposizione dell'art. 7, comma 2°, del d. lgs. 19 gennaio 2017, n. 3, per cui «La decisione definitiva con cui una autorità nazionale garante della concorrenza o il giudice del ricorso di altro stato membro accerta una violazione del diritto della concorrenza costituisce prova, nei confronti dell'autore, della natura della violazione e della sua portata materiale, personale, temporale e territoriale, valutabile insieme ad altre prove».

La nullità che si accerta sarà normalmente parziale, cioè limitata alla clausola o parte del contratto che è stata inquinata dall'intesa. A meno che senza quella parte il contratto non possa sussistere. E la nullità sarà allora totale. Ma ciò sempre che tale parte essenziale non sia sostituita per legge da disposizioni suppletive (come appunto accade per gli interessi nel caso dei contratti che fanno riferimento all'Euribor manipolato). E sempre che tale integrazione con norma suppletiva non confligga con la volontà del cliente di veder dichiarata la integrale nullità¹⁶.

Per quei contratti che siano stati stipulati prima dell'avvento dell'intesa, ma che in quanto di durata abbiano operato anche dopo che questa ha dispiegato i suoi effetti, si pone il problema – teoricamente assai dibattuto – della nullità sopravvenuta. Qui non è il caso di affrontarlo nei suoi termini concettuali. Basti dire che nonostante le resistenze di molta dottrina tradizionale all'idea di una nullità sopravvenuta, nessuno pensa che un contratto che ad un certo punto della sua durata si scontra con una norma imperativa le resti insensibile.

Si ripiega perciò da questi autori (e da parte dei giudici¹⁷) avversi alla nullità sopravvenuta sull'inefficacia in senso stretto. Ma questo è un mero travestimento verbale, una soluzione 'pudica' per non dire che il contratto diventa *pro tempore* nullo ma dire con altre parole la stessa cosa. Resta quindi fermo che per il tempo in cui il contratto a valle nel corso della sua vita sente l'effetto anticoncorrenziale e lo riproduce, esso non è vincolante.

4. (segue): b) le azioni restitutorie.

Il cliente che voglia porre riparo al pregiudizio inflittogli dal contratto a valle e per questo faccia valere la sua nullità, quando il pregiudizio consista in prestazioni a suo carico di dare che altrimenti non sarebbero sussistite, o sarebbero state meno onerose, deve proporre contemporaneamente una domanda restitutoria nei confronti della controparte contrattuale. Deve, e certamente può: oggi la

¹⁶ La questione è chiarita da C.A. VALENZA, *Mutui in valuta estera: sulla volontà del consumatore quale limite all'integrazione del contratto mediante norma suppletiva*, in *Nuova giur. comm.*, 2023, 1018 ss.

¹⁷ Nel caso all'origine di queste pagine v. C. App. Cagliari, 9 settembre 2022, n. 260, cit.

giurisprudenza europea sancisce l'intangibilità, quale che sia il diritto nazionale, del diritto del consumatore o cliente al rimborso di quanto pagato in dipendenza di una violazione del diritto europeo¹⁸.

Non sempre, però, alla domanda di nullità si accompagnerà una domanda restitutoria. In casi (per stare alla casistica concretamente presentatasi) come quello di pochi anni fa, concernente le fidejussioni secondo il modello ABI¹⁹, e in generale quando siano in questione clausole di contenuto normativo e non economico, non è luogo ad azioni restitutorie, ma se mai risarcitorie.

Tale domanda restitutoria si atteggerà diversamente secondo i casi: potrà concernere l'intero, o – come nel caso del tasso determinato per riferimento all'Euribor manipolato, cui si applica l'art. 1284 c.c. – la differenza tra il tasso Euribor e il tasso legale nel periodo in cui il primo risulti frutto di manipolazione²⁰. Va da sé che in casi come quello da cui il discorso muove, in cui la restrizione della concorrenza investe solo un periodo della durata del contratto, le prestazioni oggetto di domanda restitutoria saranno quelle di quel periodo.

Valgono qui le norme sulla ripetizione di indebito quanto a frutti e interessi. Con la notazione che l'impresa che si è avvalsa dell'intesa e condotta in conseguenza, quand'anche non ne fosse parte, è comunque sempre in mala fede, con gli effetti conseguenti.

¹⁸ C. Giust. UE, cause riunite C-154/15, C-307/15, C-308/15, *Gutierrez Naranjo*.

¹⁹ Su cui v. Cass., Sez. Un., 30 dicembre 2021, n. 41994, cit.

È utile ricordare che in quel caso erano in questione due tipi di clausole: da un lato una clausola che prevedeva l'obbligo del fideiussore di pagare ogni onere a semplice richiesta scritta. Eventuali eccezioni potevano essere sollevate solo dopo (*solve et repete*). Dall'altro predispose clausole che imponevano: a) la rinuncia del fideiussore alla preventiva escussione del debitore nei termini di legge (in deroga all'art. 1957 c.c.); b) l'obbligo del fideiussore di rimborsare alla banca somme pagate dal debitore ma a lui per qualsiasi motivo da restituire; c) l'obbligo del fideiussore di restituire alla banca eventuali somme da essa erogate al debitore in base ad un titolo che poi risulti comunque viziato e quindi legittimi la restituzione.

È evidente che la clausola del primo tipo non poteva dar luogo a domanda restitutoria (se l'onere era legittimamente dovuto) essendo in questione solo la modalità della pretesa. Ed è evidente che almeno la prima delle tre clausole del secondo tipo aveva meri effetti normativi (l'ampliamento dei termini) e non dirette conseguenze economiche.

²⁰ Cfr. sul punto C. App. Cagliari, 8 settembre 2022, cit.

Questa domanda come detto è prescrittibile²¹. Non è inutile qui ricordare che relativamente a domande restitutorie del consumatore per prestazioni illegittimamente imposte da clausole abusive la Corte di Giustizia dell'Unione Europea ha sancito che il termine di prescrizione deve essere però compatibile con il principio di effettività della tutela²², e che anche una prescrizione decennale è in contrasto con il diritto europeo se il consumatore non era in grado di valutare la violazione del diritto europeo²³.

5. (segue): c) l'azione risarcitoria.

In alternativa, o in aggiunta all'azione per la dichiarazione della nullità e connessa azione restitutoria, il cliente pregiudicato dall'intesa può proporre azione risarcitoria.

Legittimato attivo è oltre l'acquirente diretto dei beni o servizi il cui prezzo è inciso dalla violazione del diritto della concorrenza anche qualsiasi acquirente indiretto (per tale intendendo ai sensi dell'art. 2, lett. v) del citato d. lgs. n. 3/2017 la persona, fisica o giuridica, che ha acquistato da un acquirente diretto o successivo dell'autore della violazione beni o servizi oggetto di una violazione del diritto della concorrenza).

Legittimato passivo è, per illecito contrattuale, l'altro contraente del contratto a valle, 'autore della violazione' (per tale intendendo ai sensi dell'art. 2, lett. a) del citato d. lgs. n. 3/2017 l'impresa o associazione di

²¹ La giurisprudenza europea considera termini di prescrizione ragionevoli non in contrasto con il principio di effettività e giustificati dal principio di certezza del diritto: C. Giust. UE, C-40/08, *Asturcom Telecomunicaciones*; ID., cause riunite C-154/15, C-307/15, C-308/15, *Gutierrez Naranjo*.

²² Cfr. ad es. C. Giust. UE, 22 aprile 2021, LH/Profi Credit Slovakia, causa C-485/19.

²³ C. Giust. UE, 8 settembre 2022, cause riunite C-80/21, C-81/21, C-82/21, in *Nuova giur. comm.*, 2023, 1013 ss., con nota di C.A. VALENZA, *Mutui in valuta estera: sulla volontà del consumatore quale limite all'integrazione del contratto mediante norma suppletiva*, cit.

La questione del *dies a quo* è esaminata da S. PAGLIANTINI, *Exordium praescriptionis e rapporti di consumo: variazioni sulla prescrizione*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2021, 762 ss.

imprese che ha commesso la violazione del diritto della concorrenza²⁴. Ma se si segue l'impostazione del Tribunale di Torino, citato sopra, legittimati passivi sono anche i (o gli altri) cartellisti, per illecito extracontrattuale. Nel qual caso, direi, dovranno valere le regole del concorso e cumulo²⁵.

Contenuto dell'azione è, come ora precisa l'art. 2, lett. r), del citato d. lgs. n. 3/2017 il 'sovrapprezzo'. Cioè la differenza tra il prezzo effettivamente pagato e il prezzo che sarebbe altrimenti prevalso in assenza di una violazione del diritto della concorrenza. L'art. 10 del decreto cui qui si fa plurimo riferimento dispone che il danno emergente non possa superare il sovrapprezzo. L'art. 14 che per la determinazione del danno valgono le disposizioni del codice civile. Verosimilmente, nei giudizi tale determinazione richiederà l'opera di un consulente tecnico d'ufficio. Il giudice può chiedere l'assistenza all'autorità garante della concorrenza (art. 14, 3° comma).

L'azione è ovviamente prescrivibile. Ma ora l'art. 8 del d. lgs. n.3/2017 limita in tutti i casi a cinque anni il termine prescrizione. Il punto più controverso è il *dies a quo*. Sempre l'art. 8 citato stabilisce che «Il termine non inizia a decorrere prima che la violazione del diritto della concorrenza sia cessata e prima che l'attore sia a conoscenza o si possa ragionevolmente presumere che sia a conoscenza di tutti i seguenti elementi: a) della condotta e del fatto che tale condotta costituisce una violazione del diritto della concorrenza; b) del fatto che la violazione del diritto della concorrenza gli ha causato un danno; c) dell'identità dell'autore della violazione». Se vale come sempre il principio di effettività, l'attore potrà, e dovrà, nel caso di eccezione di prescrizione dimostrare che in concreto non ha potuto avere integrale conoscenza della fattispecie prima di cinque anni dalla data della domanda, e perciò nonostante la dilazione ha agito in termini.

²⁴ Da questa definizione legale non trarrei la conclusione che allora legittimati passivi dell'azione risarcitoria sono solo i cartellisti. Anche l'impresa non partecipante al cartello che però se ne avvale nel contratto a valle commette una violazione.

²⁵ Altro, annoso, problema classico che qui non può essere affrontato. Su esso da ultimo G. ANZANI, *Il concorso di responsabilità contrattuale ed extracontrattuale*, in *Resp. civ. prev.*, 2018, 278 ss. (e ivi richiami della letteratura in materia).

6. Conclusioni

Come si vede, se da un lato sopravvive il dibattito sulla fattispecie ‘contratto a valle’ e in particolare sulle sue conseguenze solo risarcitorie o anche invalidanti, dall’altro in termini pratici e di tutela il dibattito non ha conseguenze particolarmente importanti. È sufficiente notare che il ‘sovrapprezzo’ cui si ha diritto in sede risarcitoria, cioè la differenza tra il prezzo effettivamente pagato e il prezzo che sarebbe altrimenti prevalso in assenza di una violazione del diritto della concorrenza, finisce per combaciare con l’oggetto della restituzione costituendo anche l’indebito oggettivo pagato nonostante la nullità parziale del contratto, per svalutare l’importanza del conflitto concettuale fra le due diverse ricostruzioni. L’unica vera differenza si pone quanto ai termini di prescrizione, molto più brevi per il risarcimento. Ma anch’essa attenuata dalla mobilità del *dies a quo*. Con questo non intendo negare il rilievo teorico del problema concettuale che concerne la fattispecie. Occorrerà risolverlo in via definitiva. Ma è certo un vantaggio, per il singolo e per il mercato, che nel frattempo la tutela comunque funzioni.

Manipolazione dell'Euribor e nullità contratti di finanziamento a tasso variabile: “ci risiamo”!

SOMMARIO: 1. Ancora una sentenza della Cassazione sui rapporti tra *public* e *private enforcement* del diritto della concorrenza nel mercato bancario-finanziario – 2. Il caso “*Euro Interest Rate Derivatives*” e gli accertamenti condotti dalla Commissione – 3. Alcuni chiarimenti sul procedimento di *fixing* dell'Euribor e sui possibili rischi di manipolazione – 4. I finanziamenti a tasso variabile non sono “contratti a valle”, neppure se stipulati da banche aderenti al cartello: la manipolazione dell'Euribor non è l'oggetto dell'intesa, ma semplice mezzo per trarre un vantaggio sul mercato dei derivati – 5. L'impossibilità di predicare la nullità dei contratti di finanziamento a tasso variabile (così come dei contratti derivati) conclusi da banche non aderenti al cartello – 6. Le condotte manipolative come fatto illecito ai sensi dell'art. 2043 c.c.: il diritto al risarcimento dei danni verso le banche autrici della manipolazione come rimedio esperibile anche dai clienti di banche terze – 7. Perché nel caso della manipolazione dell'Euribor il rimedio risarcitorio è preferibile, a livello sistemico, rispetto alla declaratoria di nullità parziale dei tassi variabili influenzati dalla manipolazione.

1. Ancora una sentenza della Cassazione sui rapporti tra public e private enforcement del diritto della concorrenza nel mercato bancario-finanziario

In un saggio pubblicato nel 2006 Paolo Ferro-Luzzi rilevava come sia caratteristica, a suo giudizio «tutta italiana», che con una certa periodicità in ordine alla attività delle banche emergano «problemi, diciamo meglio contestazioni e rilievi critici, di rilevante portata pratica, ma spesso anche tecnico giuridica», per il cui esame l'impulso iniziale viene dalla magistratura, che, talora anche in funzione di supplenza del legislatore, si propone di «”fare giustizia” di reali o presunti torti e disfunzioni» subite dai clienti; problemi e rilievi critici che alimentano poi un enorme contenzioso, rispetto al quale manca tuttavia, alla fine, non solo un'analisi dei costi e benefici per il sistema delle soluzioni proposte ma anche un'analisi dell'utilità in concreto ritratta, alla conclusione del giudizio, da chi decida di affrontare tali iniziative giudiziarie. Una situazione, questa, pressoché ciclica e che in quell'occasione – si trattava, allora, del tema della rilevanza o meno della CMS ai fini del calcolo della soglia usura – lo indusse, con quel

misto di arguzia e disincanto che gli era consueto, a commentare: “ci risiamo”¹.

La riflessione e il caustico commento del Maestro mi sono entrambi subito tornati alla mente quando Filippo Sartori mi ha chiesto di intervenire a questo seminario. Mi è tornata in mente, innanzitutto, la riflessione generale: nella questione – ma in questo caso non solo italiana² – dell’incidenza che il provvedimento della Commissione UE che ha accertato il cartello tra alcune primarie banche europee finalizzato ad alterare la concorrenza sul mercato dei “*Derivati sui tassi di interessi in euro*”, e che si è manifestato principalmente (seppure non solo) attraverso comportamenti collusivi volti a manipolare il meccanismo di fissazione dell’*Euribor*, può dispiegare sui contratti di finanziamento a tasso variabile che stabiliscono il saggio di interesse rapportandosi a tale parametro si rintracciano, infatti, evidentemente alcune delle caratteristiche indicate, ossia di vicenda dalle rilevanti implicazioni pratiche non meno che di delicate questioni tecnico-giuridiche e generatrice di disfunzioni nello sviluppo dei rapporti bancari. Ma mi è venuto spontaneo anche pensare al caustico commento, giacché nella risposta che la Cassazione ha inteso dare con

¹ Così P. FERRO-LUZZI, *Ci risiamo. (A proposito dell’usura e della commissione di massimo scoperto)*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 671 ss.

² La questione si viene ponendo anche in altre giurisdizioni dell’Unione. Particolarmente sviluppato rispetto ai finanziamenti ipotecari è il contenzioso in Spagna, dove manca ancora, a quanto mi consta, una decisione del *Tribunal Supremo*. Le pronunce dei giudici di merito non sembrano esprimere, a tutt’oggi, un orientamento univoco in relazione ai presupposti in presenza dei quali può essere accolta la domanda dei prenditori: per una ricognizione degli orientamenti giurisprudenziali cfr. F. MARCOS FERNANDEZ, *Acciones indemnizatorias por la manipulación de los índices de tipos de interés en hipotecas referenciadas al EURIBOR*, in *Revista de derecho bancario y bursátil*, 2022, 125 ss.). Quel che, tuttavia, mi sembra costituire un dato costante nell’esperienza giurisprudenziale spagnola è la circostanza che l’unico rimedio considerato suscettibile di essere accolto è rappresentato dall’azione di risarcimento dei danni per aumento del costo del finanziamento sostenuto in ragione delle condotte di manipolazione, mentre si esclude – diversamente da quanto ha ritenuto la Cassazione nell’ordinanza del 13 dicembre 2023, e dalla cui analisi muove il presente contributo – la possibilità di considerare nulle le clausole determinative del tasso variabile rapportate ad un *Euribor* manipolato. Si tratta di un esito che è probabilmente conseguenza del fatto che nella riflessione giuridica spagnola la tesi della nullità del contratto a valle non sembra avere grande seguito: cfr. sul tema, per indicazioni riassuntive J. MARTÍ MIRAVALLS, *Nulidad y Derecho de la Competencia*, Pamplona, 2021.

l'ordinanza del 13 dicembre 2023 n. 34889 – con una accelerazione per certi versi imprevista, e che rasenta a ben vedere una forzatura rispetto alle stesse prassi di funzionamento interne della Corte³ – non solo si apre la strada a un contenzioso potenzialmente amplissimo, ma si ripropone anche meccanicamente, e addirittura spingendola a conseguenze estreme e dalle ricadute sistemiche non facilmente prevedibili, la tesi sostenuta dalle Sezioni Unite con la sentenza del 30 dicembre 2021 secondo cui l'esistenza di un'intesa restrittiva della concorrenza, là dove la sua attuazione abbia una qualche incidenza su rapporti contrattuali che si collocano a valle della stessa, ne determinerebbe una nullità parziale.

Sotto questo profilo la vicenda della manipolazione dei tassi *Euribor*, quali risultante all'esito del complesso procedimento svolto dalla Commissione⁴, e le cui conclusioni sono state, alla fine,

³ La questione del rapporto tra il cartello bancario – tradottosi anche in comportamenti collusivi implicanti la manipolazione dell'*Euribor* nel periodo 2007-2009 rilevati dalla Commissione nel caso AT. 39914 "*Euro Interest Rate Derivatives*" – e i finanziamenti a tasso variabile che assumono l'*Euribor* come parametro per la concretizzazione del tasso, e se si possa predicare la nullità dei secondi in conseguenza del cartello, era stata già sottoposta nel mese di giugno all'attenzione della Terza Sezione, ma in quell'occasione il Collegio – rilevando la «novità e importanza della questione» e la «indubbia valenza nomofilattica della decisione» – aveva ritenuto necessaria la fissazione della pubblica udienza (così Cass., 27 luglio 2023, n. 29946). Alla soluzione di rimettere la decisione in pubblica udienza si era orientata ancora la Terza sezione con l'ordinanza del 3 novembre 2023 n. 30601; ed in senso analogo, ossia per la opportunità della pubblica udienza, si era orientata, nel mese di maggio, anche la Procura Generale nell'ambito di un ricorso pendente in Prima sezione (lo si apprende dall'ordinanza 21 settembre 2023 n. 26991 che ha dichiarato l'estinzione del giudizio per la sopravvenuta rinuncia al ricorso). Sotto questo profilo, dunque, rispetto ad una giusta esigenza di vagliare in forma più meditata la questione attraverso il dispiegarsi ulteriore del contraddittorio assicurato dalla discussione in pubblica udienza, la frettolosa scelta dell'ordinanza n. 34889/2023 di pronunciare all'esito della camera di consiglio, poi ignorando l'orientamento assunto sul punto dalla sezione, appare davvero poco comprensibile.

⁴ Una delle peculiarità della vicenda è rappresentata dal fatto che la Commissione ha compiuto, in merito all'intesa, a cui aderivano sette banche, una valutazione scandita attraverso la consecuzione di due decisioni. A seguito dell'avvio dell'istruttoria – che è avvenuta su segnalazione di Barclays, che si è avvalsa delle disposizioni sui c.d. programmi di clemenza – Deutsche Bank, Société Générale e Royal Bank of Scotland hanno indirizzato alla Commissione proposte per definire per via transattiva, ai sensi dell'art. 10-bis del Regolamento 773/2004, le contestazioni rivolte nei loro confronti; ne è pertanto conseguita l'adozione, da parte della

definitivamente confermate anche dalla Corte di Giustizia⁵, si presenta particolarmente interessante. Come cercherò di illustrare, essa dimostra assai bene non solo la scarsa tenuta della tesi che pretende di individuare nell'intesa restrittiva della concorrenza una fattispecie invalidante, in tutto o in parte, i contratti che vi si collocano a valle, ma anche – e qui il discorso assume una piega più generale – quanto pericolosa sia la tendenza, sempre più diffusa, a volere estrarre dalle decisioni della Cassazione, specie quando si esprime a Sezioni Unite, delle regole di portata generale e astratta, senza tenere conto del fatto che ogni decisione, e dunque anche quella del giudice della nomofilachia, è sempre, e non può non essere, innanzitutto una regola del caso singolo, la cui appropriatezza (o se si preferisce la cui “giustizia”) non può prescindere da una puntuale analisi delle specificità del caso concreto che viene sottoposto al suo esame.

2. Il caso “Euro Interest Rate Derivatives” e gli accertamenti condotti dalla Commissione

Per inquadrare bene la questione e dimostrare – anticipo subito le mie conclusioni – come nella vicenda della manipolazione del tasso *Euribor* la soluzione della “nullità del tasso” dei contratti di finanziamento a tasso variabile che lo assumono come parametro non solo non regga, ma come il principio della nullità del contratto che si colloca a valle di un'intesa sia richiamato, a ben vedere, non del tutto a

Commissione, di una prima decisione in data 4 dicembre 2013, con cui è stata definita la posizione delle banche transigenti, e il successivo svolgimento del procedimento c.d. ordinario nei confronti delle tre banche restanti e non transigenti (Crédit Agricole; HSBC e JP Morgan), che è stato definito con la decisione del 7 dicembre 2016.

⁵ Cfr. C. Giust. UE sentenza 12 gennaio 2023 caso C-883/19 P, che pur parzialmente annullando la decisione del Tribunale di prima istanza (sentenza 24 settembre 2019- caso T-105/17), nel procedere all'esame nel merito delle censure sottese ai motivi di appello accolti (attinenti essenzialmente all'erroneo apprezzamento, da parte del Tribunale, dei profili di illegittimità sollevati con i motivi di ricorso, in particolare con riferimento al mancato esame del vizio di violazione della presunzione di non colpevolezza, conseguente allo svolgimento del c.d. «procedimento ibrido» e caratterizzato dal fatto che nella prima decisione – quella definita con la transazione nei confronti di alcuni dei partecipanti al cartello – sarebbero già stati esaminati fatti riguardanti le imprese che non avevano transatto optando per il procedimento ordinario) ha confermato le conclusioni raggiunte dalla Commissione.

proposito, ritengo necessario innanzitutto guardare più da vicino le peculiarità del cartello scrutinato dalla Commissione, e segnatamente ricostruire in maniera più puntuale, di quanto mi sembra usualmente avvenga⁶, non solo le caratteristiche dell'intesa sanzionata ma anche quello che è il meccanismo di formazione dell'*Euribor*.

Per quel che concerne il contenuto dell'accertamento condotto dalla Commissione quanto al modo d'essere e all'oggetto dell'intesa, due sono gli elementi che è essenziale, a mio avviso, tenere presenti.

Il primo aspetto attiene alle forme di manifestazione dell'intesa, che nel caso di specie si è connotata per essere priva di carattere negoziale, essendosi trattato di una concertazione realizzata per effetto di comportamenti che non conducono alla formalizzazione di alcun accordo tra i cartellisti. Quel che la Commissione ha accertato e sanzionato è stato, infatti, un reiterato scambio di informazioni tra banche, nell'ambito di rapporti in genere bilaterali ma assunti da ciascun cartellista nella consapevolezza dell'esistenza di una rete analoga di rapporti bilaterali tra altri cartellisti, e che riguardavano ora (i) le reciproche esigenze di fissazione di un certo livello dell'*Euribor* – al fine di ottimizzare, a determinate scadenze, il risultato delle posizioni detenute in relazione al portafoglio complessivo dei derivati – per poi di cercare di farle recepire in sede di meccanismo di definizione del medesimo (e su questo punto tornerò tra poco), ora (ii) più in generale di informazioni utili a rendere trasparenti e prevedibili i prezzi di negoziazione dei Derivati su tassi, i c.d. *EIRD*, rispetto ai quali le banche cartelliste operavano tutte anche come *market maker*⁷.

Il secondo aspetto, forse ancora più importante ai fini dell'analisi che occorre svolgere per la soluzione dei casi che si vengono portando all'attenzione della giurisprudenza, è l'individuazione dell'oggetto dell'intesa. Da questo punto di vista se si procede con la lettura integrale

⁶ Fa eccezione, tuttavia, la recentissima sentenza del Trib. Torino 29 gennaio 2024 (est. Astuni) il cui testo è disponibile su <https://dirittodelrisparmio.it>, che ricostruendo in maniera puntuale il contenuto essenziale delle decisioni della Commissione perviene a conclusioni difformi dall'ordinanza della Cassazione, e in linea con quelle sviluppate in questa sede.

⁷ Cfr. Commissione, decisione 7 dicembre 2016, Sezione 4, §§ 108-128.

del provvedimento⁸, senza dunque limitarsi alla sola sintesi di cinque pagine pubblicata in italiano sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea dell'8 aprile 2019, è agevole cogliere come l'oggetto della intesa non sia stato la manipolazione dell'*Euribor* in quanto tale: l'oggetto dell'intesa era ridurre, come detto, i fattori di incertezza nel posizionamento sul mercato degli *EIRD*, dove appunto tutte le banche cartelliste operavano quali *market maker*, e poi di ottimizzare i profitti a determinate scadenze tenuto conto della composizione del proprio portafoglio di derivati⁹.

Insomma, quel che è opportuno avere ben chiaro è che i comportamenti collusivi che la Commissione ha accertato, che si sono svolti a livello dei *trader* (ossia dei dipendenti che si occupavano della negoziazione dei derivati) e che si sono poi tradotti da parte delle banche cartelliste – che erano tutte anche componenti del più ampio *Panel* di istituti di credito che concorrono, con la trasmissione delle loro quotazioni dei tassi per i depositi a termine in euro sul mercato interbancario, a formare la base di calcolo su cui viene quotidianamente definito l'*Euribor* – nell'invio di valori per quanto possibile condivisi orientati ora verso il basso ora verso l'alto, in modo da provare a influire sul valore finale dell'*Euribor*, rilevava essenzialmente come *mezzo per poter ricavare un ritorno sulle posizioni in derivati complessivamente detenute*. Le banche cartelliste cercavano, in altri termini, di influenzare la formazione dell'*Euribor* non perché avessero come obiettivo di determinare il tasso di interessi sul mercato monetario in quanto tale, ma perché quella determinazione era strumentale ad un obiettivo più circoscritto che era di ottimizzare il profitto ritraibile dai derivati in portafoglio¹⁰. Il che spiega, allora, anche il motivo per cui alla base della manipolazione non vi era una strategia unica e sistematicamente preordinata in una specifica direzione – quale avrebbe potuto essere, invece, se l'obiettivo fosse stato, ad esempio, ottenere maggiori profitti nel mercato dei finanziamenti a tasso variabile, una strategia volta a

⁸ La decisione finale è disponibile, insieme con la *Settlement Decision*, nelle versioni in lingua inglese e francese sul sito <https://competition-cases.ec.europa.eu/cases>

⁹ Che nella prospettiva della decisione della Commissione il mercato del prodotto su cui l'intesa ha inciso sia quello dei derivati e dell'operatività in derivati emerge con chiarezza sin dalla sezione 2.2., §§ 4-48.

¹⁰ Decisione 7 dicembre 2016, cit., §§ 133-135.

spingere costantemente verso l'alto l'*Euribor* – ma vi erano strategie di volta in volta diverse, poi non necessariamente continuative ma concentrate in determinate giornate corrispondenti a particolari scadenze, caratterizzate dal tentativo talora di abbassare l'*Euribor*, talora di innalzarlo, giacché la soluzione di volta in volta elaborata dipendeva da come, all'interno del portafoglio complessivo dei derivati, si trovasse in prevalenza esposta la banca. Come nota bene la decisione della Commissione, attraverso un'analitica ricostruzione degli scambi di informazioni in diverse giornate del periodo oggetto di indagine¹¹, la strategia delle banche cartelliste era, infatti, nel senso di favorire l'invio di quotazioni che potessero spingere verso il basso il valore finale dell'*Euribor*, quando, nell'ambito dei derivati costituenti il portafoglio detenuto il quel momento, una o più di esse erano prevalentemente nella posizione di debitori di interessi determinati sull'*Euribor* e di creditori di interessi sul tasso fisso. La strategia risultava, invece, opposta, ossia cercare di influenzare verso l'alto la definizione dell'*Euribor*, qualora la posizione fosse stata inversa, vale a dire quando esse fossero state prevalentemente nella posizione di creditori di flussi finanziari determinati sul parametro variabile e di debitori di quelli determinati sul parametro fisso.

3. Alcuni chiarimenti sul procedimento di fixing dell'*Euribor* e sui possibili rischi di manipolazione

L'altro aspetto su cui è necessario richiamare l'attenzione riguarda il meccanismo che presiede alla determinazione dell'*Euribor*.

Come rammenta anche la decisione della Commissione, la misura dell'*Euribor* è la risultante di un articolato procedimento, che prende l'avvio con le quotazioni individuali dei tassi che ciascuna delle banche del *Panel* all'uopo istituito¹² ritiene che un'ipotetica banca primaria applicherebbe per i depositi a termine in euro a un'altra banca primaria.

¹¹ Si veda, in particolare, l'amplissima sezione 4.3. del provvedimento, descrittiva della "Cronologia degli eventi", §§139-341, dove vengono ricostruiti i colloqui e gli scambi di informazioni tra i dipendenti delle banche cartelliste, caratterizzati, nel periodo settembre 2006-maggio 2007, da una cadenza talvolta giornaliera e comunque mai eccedente i tre-quattro giorni.

¹² All'epoca dei fatti il *Panel* era composto da ben 44 banche. Oggi il numero delle banche aderenti è, invece, decisamente più ridotto, risultando pari soltanto a 19.

Più precisamente, secondo le previsioni del codice di condotta che ne disciplina il procedimento di formazione, ciascuna banca del *Panel* fornisce le quotazioni giornaliere per i 15 tassi di interesse dell'*Euribor* (uno per ciascuna delle scadenze – i c.d. *tenor* – che vanno da una settimana a dodici mesi); tali quotazioni vengono, quindi, comunicate, tra le 10.45 e le 11.00, ora di Bruxelles, ad una Agenzia indipendente¹³ incaricata, appunto sulla base delle comunicazioni ricevute dalle banche del *Panel*, di fissare definitivamente l'*Euribor*. L'operazione di determinazione da parte dell'Agenzia incaricata si sostanzia nella individuazione del valore medio rispetto ai tassi comunicati, ma previa, per così dire, normalizzazione del campione utilizzato, giacché la media viene determinata dopo aver escluso dal computo il 15% delle quotazioni ricevute rispettivamente più alte e più basse.

Il meccanismo è dunque strutturato in maniera tale da poter ridurre il rischio della tentazione delle banche aderenti al *Panel* di provare a orientare artificialmente la misura del tasso *Euribor*. La previsione della depurazione dal campione, da parte dell'Agenzia incaricata, di una certa percentuale delle quotazioni ricevute dovrebbe, infatti, indurre le banche ad astenersi dal comunicare delle quotazioni artefatte, e poi per l'esattezza eccessivamente ridotte o eccessivamente elevate, pena il rischio che le stesse non vengano prese in considerazione. E tuttavia queste previsioni se riducono il rischio di una manipolazione del tasso, non lo possono elidere del tutto.

Al di là del rilievo, emerso nella letteratura economica¹⁴, che a rigore già una singola banca presentando un tasso eccessivamente alto o eccessivamente basso finisce per incidere sul *fixing* finale – perché se anche la sua quotazione viene scartata, il suo comportamento comporta comunque uno spostamento della finestra di calcolo, cioè dell'insieme delle banche che contribuiscono alla media – gli è che la possibilità di contenere un simile rischio può essere ulteriormente vanificata al ricorrere di una serie di variabili, la più importante delle quali è rappresentata dal numero delle banche che poi in concreto comunicano le proprie quotazioni: dal momento che non sempre tutte le banche

¹³ All'epoca dei fatti Thomson Reuters; oggi invece Global Rate Set Systems Ltd.

¹⁴ Il rilievo si legge nello studio empirico di A. EISL-R. JANKOWITSCH- M. G. SUBRAHMANYAM, *The Manipulation Potential of Libor and Euribor*, 2015, 10, che è stato utilizzato anche della Commissione come base teorica di riferimento nella decisione finale (il paper è consultabile su <https://papers.ssrn.com>)

aderenti al *Panel* trasmettono le proprie proposte di tasso¹⁵ è evidente che il numero delle quotazioni scartate, proprio perché stabilito in misura percentuale rispetto a quelle ricevute, risulterà tanto meno significativo quanto minore è il numero delle quotazioni inviate. Sotto questo profilo è dunque evidente che la possibilità che una strategia volta alla manipolazione possa essere efficacemente realizzata è tanto maggiore non solo (i) quanto più elevato sia, in termini assoluti, il numero di banche aderenti al *Panel* che pongano in essere tra loro comportamenti coordinati al fine della comunicazione di tassi tra loro allineati¹⁶, ma anche (ii) quanto più elevato, in relazione alle singole determinazioni, sia il numero delle quotazioni inviate dalle banche che agiscono di concerto rispetto al numero delle quotazioni di volta in volta complessivamente trasmesse all’Agenzia incaricata.

In ogni caso – ed il punto mi sembra centrale – è evidente che in ragione delle regole che presiedono alla definizione dell’*Euribor*, la cui fissazione spetta all’Agente incaricato sulla base delle quotazioni ricevute un’eventuale intesa avente ad oggetto la manipolazione dell’*Euribor* se fosse configurabile, in tanto potrebbe essere considerata come volta alla fissazione, seppure, indiretta dei prezzi (nel caso del tasso di interessi sul mercato interbancario) solo ove ad essa aderisca un numero statisticamente significativo di banche.

4. I finanziamenti a tasso variabile non sono “contratti a valle”, neppure se stipulati da banche aderenti al cartello: la manipolazione dell’Euribor non è l’oggetto dell’intesa, ma semplice mezzo per trarre un vantaggio sul mercato dei derivati

Chiarito il contesto di riferimento, ed in particolare gli aspetti peculiari dell’intesa come accertata nelle due decisioni della Commissione, credo si possa impostare meglio l’analisi della questione su cui si è pronunciata l’ordinanza della Cassazione, e soprattutto ci si può rendere conto di come in questo caso – ancor più di quanto è

¹⁵ Come si sottolinea nell’analisi di A. EISL - R. JANKOWITSCH- M. G. SUBRAHMANYAM, *op.cit.*, 9, non tutte le banche trasmettono sempre le loro quotazioni, sebbene ai fini dell’attendibilità del *fixing* sia necessario che almeno il 50% delle banche aderenti presenti la propria quotazione.

¹⁶ In questo senso R. HERRERA - F. CLIMENT - A. MOMPALER - P. CARMONA, *Can Euribor be fixed?*, in *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 2021, 2833 ss.

accaduto nella fattispecie considerata dalla sentenza delle Sezioni Unite del 2021 – la conclusione della “nullità” delle clausole che determinano il tasso variabile di una qualsiasi operazione di finanziamento (che si tratti di mutui, di leasing o di forme di credito al consumo) assumendo come parametro di riferimento l’*Euribor* proprio non regga ad un’analisi tecnico-giuridica.

La conclusione non regge già se si analizza l’eventualità che il contratto di finanziamento, il cui tasso venga determinato ancorandolo all’andamento dell’*Euribor*, sia stato stipulato proprio da una delle sette banche che hanno posto in essere la concertazione e sanzionate dalla Commissione nella sua veste di Autorità di tutela della concorrenza.

Nei miei precedenti interventi sul tema dei rapporti tra un’intesa restrittiva della concorrenza e i contratti che si pongono a valle della stessa, e che si conformano al piano di azione concordato a monte¹⁷, ho avuto modo di esprimere le ragioni che in via generale debbono indurre ad escludere – quando il coordinamento riguarda la definizione del prezzo di un bene o di un servizio offerto alla propria clientela – che il fatto di avere in concreto applicato proprio quel determinato prezzo oggetto della concertazione a monte non possa dare luogo ad un

¹⁷ Per maggiori riferimenti sia permesso rinviare a *Mercato concorrenziale e teoria del contratto*, già in *Riv. dir. comm.*, 1999, I, 67 ss. (ora in *Il mercato concorrenziale. Problemi e conflitti*², Milano, 2018); *I contratti a valle delle intese restrittive della concorrenza: qualche riflessione vingt ans après, aspettando le Sezioni Unite*, in *Corr. Giur.*, 2021, 1177 ss.; *Illecito concorrenziale, contratto e rimedi: notazioni critiche a margine delle Sezioni Unite sulla nullità dei “contratti a valle”*, in corso di stampa. È difficile riassumere la bibliografia sul tema, che oggi è estremamente estesa: limitandosi ai contributi più recenti, intervenuti a valle della sentenza delle Sezioni Unite del 30 dicembre 2021, e che, diversamente dalla mia posizione, sostengono, seppure con argomenti diversi, la soluzione della nullità cfr. F. SARTORI, *Fideiussioni omnibus e nullità delle clausole in deroga: tra efficienza del mercato e stabilità del sistema*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2022, 309 ss. e da ultimo M. MARTINO, *Intese anticoncorrenziali e contratti a valle: ripresa di un tema*, in questa *Rivista*, Supplemento aprile-giugno 2023, 1 ss. Per una critica, invece, alla soluzione della Cassazione, cfr. M. LIBERTINI, *I contratti attuativi di intese restrittive della concorrenza: un commento a Cassazione civile, sezioni unite, 30 dicembre 2021, n. 41994*, in *Orizzonti*, 2022, 13 ss. nonché – riprendendo la posizione già sostenuta in *Standardizzazione dei contratti bancari e tutela della concorrenza*, Torino, 2003, 117 ss. – A. MIRONE, *I contratti d’impresa a ottant’anni dal codice civile: profili ricostruttivi a partire dall’esperienza giurisprudenziale in materia di contratti bancari e finanziari*, ivi, 2023, 85 ss. in specie 130 ss.

qualificazione in termini di nullità della clausola contrattuale che, nei singoli contratti conclusi a valle della stessa, quel prezzo recepisca. La clausola di un determinato contratto che stabilisca un certo prezzo per un determinato bene o servizio, anche ove la misura di quest'ultimo sia stata influenzata o direttamente orientata da un accordo di cartello, non si presta, infatti, ad essere qualificata come nulla – una clausola di determinazione di un prezzo non esprime, infatti, mai una regola di per sé illecita, salva ovviamente la sola ipotesi in cui essa applichi prezzi difformi da quelli normativamente imposti, nel qual caso opererà il meccanismo dell'integrazione *ex art.* 1339 c.c. Rispetto alla misura di un prezzo, quando la stessa sia stata fissata in base ad un cartello, si può solo dire, al massimo, che quel prezzo non è attendibile – o se si preferisce che è manipolato nella sua misura – perché è stato determinato in maniera non corretta, ossia disattivando qualsiasi possibilità di confronto concorrenziale sul punto tra gli operatori che offrono il bene o servizio cui esso si riferisce, sicché il problema della tutela dei contraenti che subiscono quel prezzo, quando esso risulti eccessivamente elevato, e dunque sotto questo profilo “iniquo” perché non correttamente formato, è da ricercare – se non si è disposti ad ammettere il rimedio della riduzione ad equità¹⁸ – tipicamente nella misura del risarcimento del danno. Lo dimostra, del resto, con chiarezza

¹⁸ Si tratta della soluzione che ho proposto, nel 1999, in *Mercato concorrenziale e teoria del contratto*, cit., 109 ss. La tesi è stata a suo tempo criticata da M. LIBERTINI, *Autonomia privata e concorrenza nel diritto italiano*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, I, 433 ss., in specie 450, nt. 26, il quale tuttavia in anni più recenti – *Gli effetti delle intese restrittive della concorrenza sui c.d. contratti 'a valle'. Un commento sullo stato della giurisprudenza in Italia*, in *Nuova giur. comm.*, 2020, 378 ss. – nel ricostruire con grande cura le diverse soluzioni emergenti in altri ordinamenti ha mostrato di manifestare un certo apprezzamento, considerandola interessante (p. 390), per la posizione espressa da alcuni esponenti della dottrina statunitense che con riferimento all'incidenza delle violazioni della normativa antitrust sui c.d. *fruits contracts* individuano il rimedio ottimale nella «*rebalancing rule*», cioè nella riconduzione ad equità del contenuto del contratto, ravvisando altresì nel problema del contratto a valle più che una questione di politica della concorrenza un problema di giustizia contrattuale. Fa certamente piacere – a chi scrive – leggere questa rinnovata posizione di un Maestro come Mario Libertini, ancorché lo stimolo alla rimediazione del tema sia venuto solo dalla lettura di un saggio americano (M. GAL, *Harmful Remedies: Optimal Reformation of Anti-Competitive Contracts*, in *Cardozo L. Rev.*, 2000, 91 ss.) pubblicato in epoca successiva al mio lavoro in cui tale ragionamento era già stato compiutamente svolto.

la stessa disciplina dettata dalla direttiva in materia di *private enforcement*, che non solo individua il rimedio risarcitorio come mezzo normale di tutela nelle ipotesi di condotte in violazione delle norme *antitrust*, e poi in particolare di cartelli che alterino il prezzo di un bene e di un servizio, ma lo estende anche al di là dell'ipotesi di un acquisto diretto dall'impresa cartellista, legittimando alla sua proposizione persino l'acquirente finale, lungo la catena distributiva del prodotto e del servizio, che pure non abbia intrattenuto rapporti diretti con le imprese che hanno alterato il funzionamento del mercato¹⁹.

Nel caso in esame, tuttavia, non è neppure necessario, a ben vedere, insistere su questo argomento. Se si tiene presente la natura dell'intesa accertata dalla Commissione – che riguarda, come detto, l'*acquisizione* da parte delle banche cartelliste di un *vantaggio competitivo illecito sul mercato dei derivati*, e poi più specificamente orientata ad *ottenere un vantaggio rispetto alle proprie controparti in tali contratti*, giacché influenzando, con un comportamento manipolativo, il processo di *fixing* dell'*Euribor*, le banche cartelliste hanno spostato a loro favore gli equilibri di contratti derivati già conclusi – mi sembra emerga con chiarezza come non ci sia un nesso di consequenzialità tra l'intesa e i contratti di finanziamento a tasso variabile che assumono l'*Euribor* come parametro di riferimento neppure rispetto alle imprese che hanno realizzato il cartello.

La vicenda in esame si colloca, dunque, assai oltre lo stesso perimetro delineato dalla Suprema Corte, là dove individua la nullità del contratto a valle come rimedio necessario per il completamento della tutela del mercato pregiudicato dall'intesa nel suo corretto funzionamento. Gli è, infatti, che se la nullità deve essere ammessa – come già sottolinearono con *obiter dictum* le Sezioni Unite nella sentenza del 4 febbraio 2005, n. 2207, e come poi hanno ribadito con

¹⁹ Per un'analisi delle disposizioni della direttiva 2019/104/UE, e delle norme di recepimento dettate dal d.lgs. 19 gennaio 2017 n. 3, si veda in generale soprattutto E. CAMILLERI, *Il risarcimento per violazioni del diritto della concorrenza: ambito di applicazione e valutazione del danno*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018, 143 ss., che esprime preoccupazione per l'eccessiva ampiezza attribuita al rimedio, e soprattutto per il rischio di distorsione dell'elemento fondamentale di struttura della responsabilità civile rappresentato dal nesso causale. Con riferimento, invece, al tema della traslazione del danno sugli acquirenti indiretti e ai limiti entro cui la legittimazione all'azione viene oggi riconosciuta anche a questi ultimi cfr. F. MEZZANOTTE, *Il trasferimento del sovrapprezzo anticoncorrenziale*, ivi, 215 ss.

pienezza di motivazione nella sentenza del 2021 – perché il contratto a valle «*costituisce lo sbocco dell'intesa vietata, essenziale a realizzarne gli effetti*», l'implicazione che se ne deve trarre è che essa può operare solo assumendo tale locuzione in senso stretto²⁰, escludendola rispetto a quei contratti che, per quanto possano essere indirettamente condizionati da alcuni dei comportamenti attraverso cui si realizza l'intesa, non sono però funzionali in alcun modo all'attuazione del disegno anticoncorrenziale proprio del cartello che è indirizzato ad altro obiettivo. Insomma, quel che intendo dire è che se l'intesa sanzionata dalla Commissione riguarda il funzionamento del mercato dei derivati su tassi, è *solo rispetto ai contratti derivati* conclusi dalle banche aderenti al cartello, poi nel periodo di attuazione dello stesso, che si può, forse²¹, applicare *la qualifica di contratti che costituiscono lo «sbocco dell'intesa vietata»*, ma non anche ai contratti di finanziamento a tasso variabile, ancorché assumano l'*Euribor* come parametro per la sua determinazione, appunto perché tali contratti sono conclusi su di un mercato rilevante – quello dell'erogazione del credito – diverso da quello a cui l'intesa si riferisce e su cui dispiega i propri effetti.

Le considerazioni che precedono mi sembra valgano a chiarire, dunque, che per poter considerare i contratti di erogazione di credito a tasso variabile che assumono l'*Euribor* come parametro per la sua determinazione alla stregua di «contratti a valle dell'intesa» si dovrebbe

²⁰ Il carattere insidioso della locuzione “contratto a valle” è ben sottolineato da E. CAMILLERI, *Validità della fideiussione omnibus conforme a schema tipo dell'ABI e invocabilità della sola tutela riparatoria in chiave correttiva*, in *Nuova giur. comm.* 2020, 397 ss.

²¹ In realtà anche rispetto ai derivati conclusi in pendenza della manipolazione la qualifica di contratti attuativi dell'intesa può presentarsi, per certi versi, discutibile. Come si è provato ad illustrare, nell'accertamento compiuto dalla Commissione le condotte manipolative dei cartellisti non erano orientate a incidere sul *fixing* dell'*Euribor* per influenzare il valore di riferimento dei contratti da stipulare in futuro; essere erano, piuttosto, volte a ottimizzare il profitto (o a ridurre le perdite, a secondo di come la banca fosse esposta in termini di portafoglio complessivo) *di contratti derivati già conclusi*, e dunque *influire sulla loro esecuzione*. Anche da questo punto di vista si coglie, dunque, bene, a mio avviso, l'inadeguatezza di una soluzione – come quella che propone la Cassazione – che postula la nullità parziale dei contratti a valle dell'intesa quale rimedio di ordine generale, dimostrandosi invece come il sistema dei rimedi debba essere costruito quanto meno in funzione delle caratteristiche concrete dell'intesa e dei suoi modi di essere in rapporto ai comportamenti che gli aderenti attuano in relazione ad essa.

ridefinire questa ultima, e cioè assumere che l'oggetto dell'intesa sia rappresentato esclusivamente dalla manipolazione del procedimento di *fixing* dell'*Euribor*. Solo in questa prospettiva si potrebbe, infatti, affermare che anche i contratti di finanziamento sono uno degli sbocchi dell'intesa vietata, ossia necessario strumento per l'attuazione del programma anticoncorrenziale da essa definito. E tuttavia questa conclusione non è in linea con quanto si legge nei due provvedimenti della Commissione che individuano negli scambi di informazioni tra i *trader* delle banche, e nei loro tentativi di manipolare, in determinate occasioni e soprattutto in maniera randomica, la fissazione del tasso non già l'oggetto e neppure l'essenza dell'intesa ma solo uno strumento per realizzare il risultato di ridurre le incertezze sugli esiti dei contratti derivati. Ne consegue, pertanto, che l'eventuale giudizio instaurato a valere sulle decisioni della Commissione, ma avente ad oggetto i contratti di finanziamento a tasso variabile rapportato all'*Euribor*, qualunque sia il rimedio che si intenda azionare, non potrebbe in ogni caso configurarsi come un giudizio *follow on*, giacché in esso si assumerebbe una qualificazione della fattispecie intesa dai caratteri e dai contenuti diversi rispetto a quella accertata, e che si basa solo su alcuni degli elementi fattuali tra i molti esaminati in sede di *public enforcement*.

5. *L'impossibilità di predicare la nullità dei contratti di finanziamento a tasso variabile (così come dei contratti derivati) conclusi da banche non aderenti al cartello*

La soluzione della nullità parziale dei contratti di finanziamento a tasso variabile, quando rapportati ad un *Euribor* il cui *fixing* ha formato oggetto di condotte di manipolazione da parte delle banche aderenti al cartello sugli *EIRD*, in quanto contratti asseritamente attuativi dell'intesa appare poi davvero aberrante se applicata – come postula la Cassazione – anche rispetto ai contratti conclusi da banche terze, sia che si tratti di banche partecipanti al *Panel* ma non coinvolte nel cartello, sia da banche estranee persino al primo.

A questo riguardo non è dato comprendere come la nullità del contratto a valle – che le Sezioni Unite del 2021 affermano sulla base dell'argomento che l'illiceità del risultato perseguito con l'intesa e il disvalore proprio di quest'ultima non può non comportare un giudizio

di disvalore pure per le clausole dei contratti che consentono di realizzare gli obiettivi anticoncorrenziali nella loro dimensione propriamente negoziale – possa colpire anche contratti conclusi da chi non solo non era partecipe dell'intesa illecita ma non era neppure lontanamente consapevole della sua esistenza. Nella decisione di una banca terza di prevedere contrattualmente un tasso variabile rapportato all'*Euribor* – ossia ad un parametro che in ragione del meccanismo che presiede al suo *fixing* rappresenta non solo un criterio generale di riferimento per tutte le imprese bancarie nella determinazione del saggio di interesse, ma anche un parametro sulla cui correttezza ogni soggetto può legittimamente confidare, attesa la sua assoluta inconsapevolezza della manipolazione del relativo procedimento – non si può dunque ravvisare alcun disvalore che possa giustificare la sterilizzazione della relativa pattuizione.

All'esito della nullità della clausola contrattuale con cui una banca terza applichi un tasso variabile parametrato all'*Euribor* nel periodo in cui esso è stato influenzato dalle iniziative volte alla sua manipolazione, e poste in atto dalle banche cartelliste, non si può, d'altra parte, neppure pervenire attraverso le regole generali vevoli per le clausole che stabiliscono la misura del tasso di interesse nei contratti bancari dettate dall'art. 117, comma 6, TUB, e dunque evocando un'asserita indeterminatezza del tasso là dove si faccia riferimento ad un *Euribor* che si è accertato abbia formato oggetto di manipolazione.

Ad una simile proposta interpretativa si può, infatti, replicare osservando che in una clausola che stabilisca il saggio degli interessi rapportandolo all'andamento di un determinato parametro, il requisito della determinatezza è pienamente soddisfatto nel momento in cui è oggettivamente determinato il parametro di riferimento, a prescindere allora da ogni considerazione di quale sia il suo concreto valore. Insomma, quel che intendo sottolineare è che l'esigenza della determinatezza del tasso è soddisfatta dalla univocità del riferimento all'*Euribor* quale indice per il calcolo degli interessi dovuti; determinatezza che non può essere, allora, messa in discussione da un eventuale successivo accertamento che il valore che quel parametro di volta in volta esprime non costituisce sempre il "vero" prezzo del denaro sul mercato interbancario secondo la legge della domanda e dell'offerta, a causa di una condotta di manipolazione del suo processo formativo.

6. Le condotte manipolative come fatto illecito ai sensi dell'art. 2043 c.c.: il diritto al risarcimento dei danni verso le banche autrici della manipolazione come rimedio esperibile anche dai clienti di banche terze

Escludere che la nullità delle clausole di determinazione del tasso che abbiano fatto riferimento all'*Euribor* possa essere il rimedio da utilizzare dinnanzi a condotte di manipolazione del procedimento di *fixing* del medesimo poste in essere nell'ambito di un'intesa anticoncorrenziale e che abbiano finito per influenzare anche il mercato del credito, che pure non era l'obiettivo cui si indirizzava il cartello, non significa, tuttavia, negare per ciò solo la possibilità di attivare una qualsiasi forma di tutela per i contraenti dei contratti di finanziamento che subiscano anch'essi gli effetti pregiudizievoli derivanti dalla manipolazione. Significa solo che il rimedio da azionare va cercato altrove, e non può che essere rappresentato – come è poi normale dinnanzi a condotte che alterano i meccanismi di formazione dei prezzi (basti pensare a quanto accade nei mercati finanziari per le condotte che manipolano i corsi di borsa) – dall'azione di risarcimento del danno nei confronti di chi della manipolazione si è reso responsabile. Un'azione che tuttavia – se si tiene presente quanto poc'anzi osservato a proposito della connotazione dell'intesa – non può essere considerata un'autentica azione di risarcimento del danno per violazione di norme *antitrust*, ma sarà un'ordinaria azione di risarcimento dei danni da atto illecito – perché illecite restano le condotte manipolative dei *fixing* al di là della possibilità di qualificarle anche come fatti costitutivi di una autonoma intesa – nella quale tuttavia il contraente danneggiato potrà utilizzare pur sempre quanto rilevato in fatto nelle due decisioni della Commissione, e che dimostrano l'esistenza delle condotte manipolative, come elementi di prova dell'illecito, dal momento che pur non potendosi riconoscere sul punto il carattere vincolante dei provvedimenti, in quanto non si tratta di una azione *follow on* per il risarcimento del danno da violazione di norme *antitrust* ai sensi del d.lgs. 3/2017, si possono comunque egualmente invocare, in ragione della autorevolezza e della speciale competenza tecnica della Commissione, gli accertamenti in fatto da essa compiuti alla stregua di una prova atipica.

La configurabilità del diritto ad agire per il risarcimento dei danni – naturalmente là dove danno vi sia (e su questo ultimo aspetto ritornerò tra breve) – appare fuori discussione per quanti abbiano concluso proprio con le banche aderenti al cartello contratti di finanziamento a un tasso variabile determinato in rapporto ad un indice *Euribor* manipolato. In questo caso è di intuitiva evidenza l'esistenza di una relazione diretta tra la condotta illecita di manipolazione ed il danno sofferto dal cliente, e che naturalmente si manifesta là dove si possa affermare che la condotta è servita a rendere il finanziamento più oneroso, determinando un incremento degli interessi pagati sul medesimo.

L'esistenza del diritto ad agire per il risarcimento nei confronti dei cartellisti che hanno posto in essere condotte di manipolazione si potrebbe presentare, almeno in prima battuta, meno facile da affermare rispetto a quanti abbiano, invece, concluso contratti con banche terze, dunque estranee al cartello, ma che, utilizzando anche esse l'*Euribor* come termine di determinazione del tasso, pur senza sapere che tale indice era stato in qualche modo manipolato, hanno potuto beneficiare, quando le condotte di manipolazione ne abbiano spinto il valore verso l'alto, di interessi più elevati a carico del cliente. Gli è che in tali evenienze non solo manca una relazione diretta dei soggetti danneggiati con le banche cui si ascrive la condotta illecita, ma non si può nemmeno, a ben vedere, applicare, la regola prevista dall'art. 10 del d.lgs. 3/2017, attuativo della direttiva sul *private enforcement* del diritto della concorrenza e che riconosce il diritto di agire per il risarcimento dei danni nei confronti degli aderenti al cartello anche agli acquirenti indiretti. Anche a prescindere dal rilievo che l'azione di danni da condotte manipolative non si potrebbe configurare, come detto, quale azione di *private enforcement* dipendente dall'accertamento dell'esistenza di un cartello, ma sarebbe una ordinaria azione di danni da condotte illecite (orientate alla manipolazione del mercato), nel caso in esame non si versa neppure nella fattispecie cui la norma fa riferimento, ossia quella dell'acquisto di un prodotto da un soggetto diverso rispetto all'aderente all'intesa, che si pone tuttavia lungo la catena distributiva e che rivende il prodotto acquistato dai cartellisti traslando sull'acquirente finale il sovrapprezzo imposto dal cartello. Nella vicenda in esame si tratta, invece, di un diverso tipo di danno per così dire indiretto, e che dipende dal fatto che, alla luce del ruolo che

l'*Euribor* assume nel mercato del credito, anche le banche non aderenti al cartello che ha condotto alla manipolazione, e che ne ignorano completamente l'esistenza, hanno finito per giovare dell'alterazione del parametro determinativo del tasso.

L'assenza di una relazione diretta con i cartellisti non è tuttavia elemento sufficiente per escludere il diritto al risarcimento del danno nei confronti di questi ultimi anche da parte dei clienti delle banche terze. Nel caso di specie si versa, infatti, in un'ipotesi che si può per molti versi assimilare a quella dei c.d. *umbrella effects*: come avviene in tali fattispecie in cui, in presenza di un cartello di prezzo, le imprese non aderenti a quest'ultimo finiscono per fruire della possibilità di praticare prezzi più alti, che sono appunto quelli che si sviluppano all'ombra del c.d. prezzo guida fissato nel medesimo, così anche nel nostro caso le banche terze, in virtù della manipolazione del processo di *fixing* dell'*Euribor*, di cui pure ignorano l'esistenza, si trovano nella possibilità – grazie al ruolo di *standard* che tale indice assume nel mercato del credito – di allinearsi al prezzo manipolato. Ebbene, come la giurisprudenza della Corte di Giustizia ha già avuto modo di precisare nella Sentenza del 5 giugno 2014²², rispondendo a una richiesta di rinvio pregiudiziale del *OGH* austriaco, deve considerarsi in contrasto con il diritto eurounitario, e poi con il principio di effettività della tutela, una norma di diritto nazionale in tema di responsabilità civile che escluda, «*in termini categorici, per motivi giuridici, che imprese partecipanti ad un'intesa rispondano civilmente dei danni risultanti dai prezzi che un'impresa terza abbia fissato, in considerazione dell'operato dell'intesa, ad un livello più elevato rispetto a quello che sarebbe stato applicato in assenza dell'intesa medesima*». Più precisamente, secondo la Corte la vittima del c.d. prezzo guida o di protezione (*umbrella pricing*) può ottenere il risarcimento del danno subito ad opera degli aderenti ad un'intesa, ancorché non abbia intrattenuto vincoli contrattuali con questi ultimi, qualora si possa accertare, alla luce delle circostanze di specie e segnatamente delle peculiarità del mercato interessato, che detta intesa fosse tale da poter incidere sull'applicazione di un prezzo di protezione

²² Causa C-557/12 *Kone AG e altri c. ÖBB Infrastruktur AG*. La sentenza di si può leggere in *Corr. Giur.*, 2014, 1331 ss. con nota di L. CASTELLI, *Risarcibilità delle conseguenze dannose subite in virtù di "umbrella effects"*: si pronuncia la Corte di giustizia.

da parte di imprese terze che agiscano autonomamente e, soprattutto, che tali circostanze e peculiarità non potessero essere ignorate dai membri dell'intesa medesima.

Com'è facile constatare, i presupposti di fatto indicati dalla Corte di Giustizia sono esattamente quelli che si riscontrano nel caso di specie. Anche nella vicenda della manipolazione del *fixing* dell'*Euribor* si può infatti affermare che le condotte attuative dell'intesa, alterando il processo di formazione dell'*Euribor*, erano in grado di incidere pure sul saggio di interesse dei finanziamenti a tasso variabile, atteso il ruolo di *standard* di mercato assunto oramai da tale indice anche in questa tipologia di operazioni creditizie. Ma soprattutto non si può seriamente dubitare del fatto che date le peculiarità che presiedono al funzionamento dei mercati del credito, e del ruolo giocatovi a vari fini dall'*Euribor*, le banche cartelliste non potevano ignorare le conseguenze a cascata delle loro condotte anche al di là dell'ambito delle operazioni in derivati, e che le stesse avrebbero influenzato le scelte di prezzo dei tassi dei finanziamenti anche da parte di banche terze.

Quanto precede mi sembra, dunque, sufficiente per fondare il diritto ad agire per il risarcimento dei danni nei confronti delle banche partecipanti all'intesa e che per attuarla hanno posto in essere condotte di manipolazione dell'*Euribor* anche da parte dei clienti di banche terze non aderenti al cartello: un esito, questo, che vale allora sia per i clienti di banche terze coinvolti in operazioni in derivati, il cui mercato è quello direttamente inciso dall'intesa, sia le controparti delle operazioni di finanziamento, che pur non essendo il mercato su cui l'intesa ha avuto luogo, è stato tuttavia pregiudicato nel suo corretto funzionamento dalle condotte manipolative tramite le quali l'intesa è stata attuata.

Se poi si vuole provare a fondare tale conclusione all'interno di una prospettiva di più ampio carattere sistematico²³, ed utilizzabile anche ove ci si muova secondo la linea di una ordinaria azione *ex art. 2043 c.c.*, credo che le ragioni che giustificano il riconoscimento della

²³ Così tentando di rispondere alle preoccupazioni paventate da Enrico Camilleri (*Il risarcimento per violazioni del diritto della concorrenza: ambito di applicazione e valutazione del danno*, cit., 153) che le esigenze di politica del diritto facciano premio «sul diritto positivo imponendone stravolgimenti ancor più che torsioni interpretative».

titolarità del diritto al risarcimento nei confronti delle banche autrici delle condotte di manipolazione anche ai clienti di altre banche non coinvolte nella stessa si debbano rintracciare in quegli stessi principii che sono sottesi alla dottrina – affermatasi oltreoceano con riferimento proprio alle condotte manipolative dei prezzi, seppure nell’ambito delle negoziazioni sul mercato secondario dei titoli azionari – della *fraud on the market*. Quel che connota in punto di vertice tale teoria²⁴ è, infatti, che in presenza di condotte illecite che incidono sull’integrità dei mercati e con cui si manipoli il normale, corretto processo di formazione del prezzo, il danno arrecato impersonalmente al mercato finisce per traslarsi, tramite quest’ultimo, su chiunque acquisti il bene o il servizio il cui prezzo è stato artificialmente alterato. In un simile contesto è allora coerente – nell’ambito di un giudizio introdotto ai fini del risarcimento dei danni, dove la caratterizzazione oggettiva e impersonale della fattispecie produttiva di danno derivante dalla lesione dell’integrità del mercato si deve necessariamente tradurre in una dimensione relazionale di tipo interindividuale – individuare i soggetti cui imputare la responsabilità in coloro che ledendo l’integrità del mercato hanno leso il legittimo affidamento di chiunque al mercato si rivolga sulla capacità del medesimo, là dove correttamente funzionante, di assicurare una corretta formazione del prezzo.

7. Perché nel caso della manipolazione dell’Euribor il rimedio risarcitorio è preferibile, a livello sistemico, rispetto alla declaratoria di nullità parziale dei tassi variabili influenzati dalla manipolazione.

Sono naturalmente consapevole che individuare nell’azione di risarcimento dei danni l’unico rimedio che è possibile attivare dinnanzi a condotte di manipolazione che hanno inciso sulla correttezza del procedimento di *fixing* dell’Euribor può risultare poco appagante, e soprattutto di difficile gestione non solo per l’attore ma anche e soprattutto per il giudice, perché richiede lo sforzo – evidentemente non

²⁴ Le notazioni che si svolgono nel testo traggono spunto dalla lettura della *fraud on the market theory* proposta da C. ANGELICI, *Su mercato finanziario, amministratori e responsabilità*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, 1 ss., provando ad applicarle al contesto delle condotte che alterano il corretto funzionamento dei mercati anche diversi da quello borsistico.

agevole²⁵ – di ricostruire su quali valori nel tempo del rapporto di finanziamento si sarebbe attestato tale indice in assenza della manipolazione. Individuare il rimedio nell’azione volta a far dichiarare la nullità della clausola di determinazione del tasso, facendola discendere dal disvalore delle condotte che ne hanno determinato la fissazione rende, invece, tutto più semplice²⁶, perché consente di

²⁵ E tuttavia non certo impossibile. Esistono oramai diversi studi in letteratura – su cui allora possono ragionevolmente basarsi le inevitabili consulenze tecniche – che attraverso modelli econometrici hanno provato a ricostruire l’influenza complessiva della manipolazione, sanzionata dalla Commissione per il periodo settembre 2005-maggio 2008, ma i cui effetti hanno finito poi per riflettersi sul valore dell’*Euribor* sino almeno al mese di aprile 2010, e le sue ricadute sul mercato dei finanziamenti a tasso variabile. In questo senso, ad esempio, A. RODRÍGUEZ LÓPEZ - H. FERNANDEZ ABASCAL - J.J. MATÉ GARCÍA - J.M. RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ - J.L. ROJO-GARCÍA - J.A. SANZ-GÓMEZ, *Evaluating Euribor Manipulation: Effects on Mortgage Borrowers*, in *Finance Research Letters*, 2021, che movendo dall’analisi del valore dell’*Euribor* a 12 mesi, stabilito in base ai fondamentali economici e finanziari e risultante pari al 2,149%, hanno rilevato che nel periodo oggetto di indagine da parte della Commissione – pur in assenza di sostanziali variazioni di detti parametri almeno sino a settembre 2008, anno di avvio della crisi che ha travolto i mercati europei a seguito del *crack* Lehman – il tasso *Euribor* a 12 mesi si è attestato al 2,22% con un incremento di 7,05 punti base, suscettibile dunque di essere ragionevolmente considerato come effetto della manipolazione. Secondo lo studio in questione, pertanto, rispetto a un mutuo stipulato nel settembre 2005, per un capitale di € 100.000,00 a dieci anni e con piano di ammortamento alla francese un mutuatario avrebbe pagato maggiori interessi, a causa della manipolazione, per complessivi € 2.778 euro, di cui € 775 corrispondenti al periodo dal 2005-2008 oggetto dell’indagine, e € 2.003 per il successivo giugno 2008-aprile 2010 su cui si sono ancora riflessi gli incrementi di valore dell’*Euribor* determinati dalla manipolazione.

²⁶ Sul piano operativo occorre segnalare come la maggior efficienza del rimedio della nullità parziale possa essere messa in dubbio – almeno in una vicenda come quella in esame – se si guarda alla disciplina della prescrizione dell’azione di ripetizione delle somme indebitamente pagate rispetto al regime della prescrizione del diritto al risarcimento, come tratteggiata in materia dal d.lgs. 3/2017, con riferimento all’azione di risarcimento dei danni per violazione delle norme di concorrenza. L’azione di ripetizione di quanto indebitamente pagato in base a un contratto nullo decorre, infatti, per giurisprudenza costante della Suprema Corte, dalla data del pagamento della somma non dovuta, senza che assuma rilevanza – almeno secondo quelli che sono stati fino ad oggi gli orientamenti della Cassazione – la riconoscibilità, per chi agisce in ripetizione, della causa di nullità. Per quanto riguarda l’azione danni, invece, la situazione è diversa, alla luce delle previsioni dell’art. 8 d.lgs. 3/2017 che sanciscono la sospensione del termine in pendenza dell’accertamento *antitrust* e fissano il *dies a quo* di decorrenza del termine quinquennale dall’anno successivo alla

accedere, rispetto ai contratti di finanziamento, alla sostituzione del tasso *Euribor*, invalidamente pattuito come termine di riferimento del saggio di interesse, con il tasso nominale minimo dei buoni ordinari del Tesoro emessi nei dodici mesi antecedenti alla conclusione del contratto, ai sensi di quanto indicato dall'art. 117, comma 7, TUB, che mi sembra debba considerarsi quale norma generale di riferimento per l'integrazione dei contratti di finanziamento in presenza di qualunque tipo di nullità affligga le clausole determinative del tasso.

Ma la maggiore praticità di una soluzione sul piano operativo non basta certo a rendere legittima la sua adozione quando manchino i presupposti minimi per applicarla. Una considerazione, questa, che mi sembra debba a maggior ragione valere in un caso come quello che ci occupa, in cui le condotte delle banche che hanno partecipato alla manipolazione del *fixing* dell'*Euribor* non sono state orientate, come si è detto, da una logica unitaria, ma sono state randomiche, con iniziative che ora hanno cercato di spingere l'indice verso il basso ora verso l'alto, a seconda della maggiore convenienza, in determinati momenti di tempo, di un *Euribor* più o meno elevato in funzione della

definitività della decisione dell'Autorità. Nel caso in esame, dunque, per chi agisca allegando la violazione delle norme *antitrust*, ne consegue che rispetto all'azione di ripetizione fondata sulla nullità parziale del tasso per essere il contratto a valle lo sbocco dell'intesa il termine di prescrizione, per quanto decennale, decorrerebbe pur sempre dai singoli pagamenti dei ratei di interessi (o dalle singole regolazioni periodiche sul derivato), e dunque sarebbe in larghissima misura prescritta in relazione ai contratti conclusi nella pendenza dell'intesa; per chi agisca invece con l'azione del risarcimento dei danni il differenziale negativo complessivamente sofferto in esecuzione del contratto sarebbe ancora integralmente recuperabile, almeno nei confronti delle banche cartelliste che hanno aderito al procedimento ordinario, giacché quella decisione della Commissione è divenuta definitiva con la sentenza della Corte di Giustizia del 12 gennaio 2023, sicché la prescrizione ha iniziato a decorrere solo dal gennaio di quest'anno. La soluzione si presenta, ovviamente in termini leggermente differenti, se si assume la prospettiva qui proposta, ossia che l'azione di risarcimento del danno è una ordinaria azione *ex art. 2043 c.c.*: in questo caso l'attore non potrebbe giovare della disciplina speciale della prescrizione dettata dal d.lgs. 3/2017, ma vero è anche che nell'interpretazione consolidata della giurisprudenza il *dies a quo* di decorrenza del termine di prescrizione del diritto al risarcimento dei danni da atto illecito si identifica con quello in cui il danneggiato ha potuto avere conoscenza dell'illiceità della condotta in tutti i suoi elementi, il che allora consente di datarlo almeno nel momento in cui la decisione della Commissione sia divenuta definitiva.

composizione complessiva dei portafogli di derivati detenuti dalle banche cartelliste.

Si tratta di un aspetto che in conclusione di questo mio intervento mi sembra necessario rammentare, anche per provare a raccogliere il monito lasciatoci de Ferro-Luzzi, nel saggio che ho ricordato in principio, a non perdere mai di vista, nelle analisi delle vicende che attengono a «*reali o presunti torti*» di cui sono vittime i clienti rispetto all'attività delle banche, quali siano le implicazioni concrete di determinate soluzioni operative.

Accordare il rimedio della nullità delle clausole di tutti i contratti di finanziamento che hanno determinato il tasso variabile rapportandolo ad un *Euribor* influenzato dalla manipolazione, non solo coinvolgendo persino le banche che non hanno preso parte alla condotta collusiva ma anche quando la manipolazione ha addirittura determinato la riduzione dell'indice, e dunque nella prospettiva del contratto di finanziamento una riduzione della base del calcolo del saggio di interessi dovuti dal cliente, significa dare ingresso a una soluzione che riscrive indiscriminatamente l'equilibrio del contratto, oltretutto modificandone, a ben vedere, persino la struttura²⁷, anche a vantaggio di chi da quella manipolazione non ha avuto alcun pregiudizio, ma semmai un beneficio, e a carico di chi a quella condotta illecita neppure ha preso parte.

Ebbene, si tratta di un esito che non mi sembra possa dirsi economicamente razionale a livello sistemico, dal momento che se è vero che la tutela del mercato contro condotte anticoncorrenziali che ne minano l'integrità richiede, per essere effettiva, anche l'eliminazione dei pregiudizi che tramite il mercato alterato nei suoi normali meccanismi di funzionamento si sono generati nella sfera individuale dei clienti/consumatori, vero è anche che la funzione di ogni rimedio

²⁷ Se si accede alla soluzione che il parametro *Euribor* oggetto della manipolazione deve considerarsi invalidamente determinato, e quindi sostituito come base per il calcolo del saggio di interesse dal tasso dei buoni ordinari del tesoro vigente al momento della conclusione del contratto, secondo l'indicazione contenuta dall'art. 117, comma 7, TUB, l'esito sarebbe, infatti, una trasformazione del finanziamento da variabile a fisso, in quanto il saggio di interesse finale – dato dalla somma degli addendi costituiti dal tasso dei BOT, da un lato, e dallo *spread* indicato in contratto, dall'altro – sarebbe sempre il medesimo durante tutto il rapporto, attesa l'invarianza del tasso dei BOT, che costituisce l'indice base (che è appunto sempre quello vigente al momento della conclusione del contratto).

diretto a garantire il *private enforcement* del diritto della concorrenza dovrebbe limitarsi all'allocazione delle perdite dei clienti/consumatori che le hanno sofferte a carico delle imprese che con la loro condotta di alterazione del funzionamento del mercato le hanno provocate, senza trasformarsi in uno strumento di rinegoziazione forzata e generalizzata del contratto anche là dove non sia identificabile nessuno specifico pregiudizio contenutistico, quanto all'equilibrio complessivo e alla giustizia dello scambio, dipendente dalla non integrità del mercato.