

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

**Rivista**  
**di Diritto Bancario**

dottrina  
e giurisprudenza  
commentata

LUGLIO/SETTEMBRE

2021

[rivista.dirittobancario.it](http://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, GABRIELLA CAZZETTA, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI (SEGRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, EUGENIA MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, MASSIMO MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO, ELISABETTA PIRAS, 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

**SEDE DELLA REDAZIONE**

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



## SOMMARIO

MICHELE PERRINO, La cessione di crediti di imposta ad “altri soggetti” nel c.d. decreto rilancio .....	457
DANIELE MAFFEIS – UMBERTO CHERUBINI, Scommesse razionali, probabilità e informazione. Note di un matematico e di un giurista a un anno dalla Sentenza SS.UU. 8770 del 2020 .....	473
MANUEL FRANCHI, Il ruolo del merito creditizio nella rinnovata disciplina in tema di composizione della crisi da sovraindebitamento: la chiusura di un cerchio? .....	501
EDOARDO GROSSULE, Derivati over the counter: speculazione o copertura dai rischi? L’impatto della regolamentazione Ue sulla validità dei contratti .....	531
ALDO ANGELO DOLMETTA, Transazione di operazioni bancarie e normativa di trasparenza .....	559
ANGELO CHIANALE, Luci e ombre nel decreto istitutivo del Registro dei pegni non possessori .....	575
FERNANDO GRECO, Smart contracts in the financial sector .....	599
FILIPPO SARTORI, Il codice del capitale. Come il diritto crea ricchezza e disuguaglianza: a proposito di un recente libro di Katharina Pistor .....	623

## SOMMARIO

ANNA TONIOLO, Vincolatività delle politiche di *engagement* e responsabilità civile degli esponenti aziendali rispetto a profili ESG. Note a Cass. 3 gennaio 2019, n. 5 e 9 gennaio 2019, n. 301 ..... 347

MADDALENA SEMERARO, Moneta, cose fungibili e azione di rivendica fallimentare..... 367

GIANLUCA ROMAGNOLI, Natura “provvedimentale” delle comunicazioni atipiche “qualificatorie” di Consob e condizioni necessarie per il valido esercizio del relativo potere. Nota a Consiglio di Stato, sez. VI, 14 dicembre 2020, n. 7972. .... 389



## **La cessione di crediti di imposta ad “altri soggetti” nel c.d. decreto rilancio**

**SOMMARIO:** 1. Premessa e interrogativi. - 2. La nuova disciplina della cessione di crediti di imposta *ex* d.l. n. 34/2020 (c.d. “decreto rilancio”). - 3. La valenza finanziaria della cessione in esame. - 4. Gli “altri soggetti” fra esercizio professionale e occasionale della intermediazione. La riserva di attività *ex* art. 106 t.u.b. - 5. Conclusioni.

### *1. Premessa e interrogativi*

L’art. 121, d.l. 19 maggio 2020, n. 34, convertito in l. 17 luglio 2020, n. 77 (c.d. “decreto rilancio”), ha introdotto la possibilità, per i soggetti che sostengono spese per interventi di recupero edilizio, efficienza energetica, adozione di misure antisismiche, recupero o restauro di facciate di edifici esistenti, installazione di impianti fotovoltaici e di colonnine per la ricarica di veicoli elettrici, di fruire della *ivi* prevista detrazione di imposta, in luogo della modalità classica dell’imputazione diretta al proprio impegno fiscale, anche mediante ulteriore ed alternativa opzione (comma 1):

«a) per un contributo, sotto forma di sconto sul corrispettivo dovuto, fino a un importo massimo pari al corrispettivo stesso, anticipato dai fornitori che hanno effettuato gli interventi e da questi ultimi recuperato sotto forma di credito d’imposta, di importo pari alla detrazione spettante, con facoltà di successiva cessione del credito ad altri soggetti, compresi gli istituti di credito e gli altri intermediari finanziari;

b) per la cessione di un credito d’imposta di pari ammontare, con facoltà di successiva cessione ad altri soggetti, compresi gli istituti di credito e gli altri intermediari finanziari»<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Analoga possibilità di cessione è prevista dall’art. 122 dello stesso d.lgs. n. 34/2020, relativamente al credito di imposta – di cui alle speciali disposizioni *ivi* richiamate – per botteghe e negozi, per i canoni di locazione degli immobili a uso non abitativo e affitto d’azienda, per l’adeguamento degli ambienti di lavoro, per la sanificazione e l’acquisto di dispositivi di protezione, «ad altri soggetti *ivi* inclusi il

L'indicato credito di imposta, di importo pari alla detrazione spettante ai soggetti che abbiano sostenuto le spese fiscalmente agevolate in questione, è utilizzabile a loro volta da parte dei cessionari (sia che si tratti del fornitore resosi cessionario del credito a fronte dello sconto in fattura accordato al cliente; sia che si tratti di altro cessionario, inclusi gli istituti di credito o altri intermediari finanziari): o mediante fruizione in prima persona dello stesso credito, in compensazione sul modello F24 relativo ai propri obblighi tributari, ripartito in annualità con le stesse modalità previste per la detrazione spettante all'originario destinatario dell'agevolazione; o, in alternativa, mediante ulteriore cessione ad altri soggetti come sopra indicati dalla disciplina *de qua*.

In relazione a tale possibilità offerta dalla citata normativa e dalle relative disposizioni di attuazione<sup>2</sup>, si va facendo strada fra gli operatori, specie (ma non solo) quelli a vario titolo coinvolti nella catena di produzione e distribuzione dei beni e servizi utilizzati per l'effettuazione degli interventi oggetto di agevolazione, l'interrogativo circa eventuali limiti alla possibilità di rendersi cessionari "sistematici" dei crediti di imposta in discorso, onde procedere successivamente a nuova cessione dei crediti così acquisiti a banche o altri intermediari finanziari, e ciò anche a prescindere dalla appartenenza alla *supply chain* relativa alla singola operazione agevolata<sup>3</sup>.

---

locatore o il concedente, a fronte di uno sconto di pari ammontare sul canone da versare, gli istituti di credito e altri intermediari finanziari». Non è tuttavia espressamente contemplata qui la possibilità per il cessionario di ulteriore cessione del credito acquistato, limitandosi lo stesso articolo a stabilire, al comma 3, che «i cessionari utilizzano il credito ceduto anche in compensazione ai sensi dell'articolo 17 del decreto legislativo 9 luglio 1997, n. 241» e che «il credito d'imposta è usufruito dal cessionario con le stesse modalità con le quali sarebbe stato utilizzato dal soggetto cedente».

<sup>2</sup> Cfr. il Provvedimento 8 agosto 2020 del Direttore dell'Agenzia delle entrate, recante «Disposizioni di attuazione degli articoli 119 e 121 del decreto-legge 19 maggio 2020, n. 34, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 luglio 2020, n. 77, per l'esercizio delle opzioni relative alle detrazioni spettanti per gli interventi di ristrutturazione edilizia, recupero o restauro della facciata degli edifici, riqualificazione energetica, riduzione del rischio sismico, installazione di impianti solari fotovoltaici e infrastrutture per la ricarica di veicoli elettrici»; nonché i «primi chiarimenti» contenuti nella Circolare dell'Agenzia delle Entrate n. 24/E dell'8 agosto 2020.

<sup>3</sup> Ne è un esempio l'interpello oggetto della risposta n. 369/2021 dell'Agenzia delle entrate, con cui una società esercente attività di consulenza imprenditoriale e

Tale attività, oltre a consentire la fruizione di ampi margini di profitti, a fronte della differenza fra il corrispettivo (inferiore al valore nominale dei crediti) riconosciuto ai cedenti per l'acquisizione e quello ottenuto dalla successiva cessione ad intermediari finanziari, può dimostrarsi appetibile, per gli operatori dei settori interessati dagli interventi oggetto delle agevolazioni fiscali in questione, anche per la possibilità di intercettare e sviluppare per tale via relazioni commerciali con altri operatori della medesima catena produttiva e distributiva e di conseguire così nuove occasioni di crescita della loro stessa attività caratteristica.

Per rispondere al predetto interrogativo, che in ultima analisi concerne la delimitazione del riferimento legislativo ad "altri soggetti" quali possibili cessionari dei crediti di imposta ai sensi della richiamata normativa, occorre anzitutto procedere ad un inquadramento della portata della disciplina di riferimento, per poi provare a meglio chiarire il significato giuridico ed economico della cessione di crediti in esame.

## *2. La nuova disciplina della cessione di crediti di imposta ex d.l. n. 34/2020 (c.d. "decreto rilancio")*

La sopra riassunta disciplina, introdotta dagli artt. 119 e 121 d.l. n. 34/2020 al dichiarato fine<sup>4</sup> di sostenere la ripresa economica e di supportare le esigenze di liquidità innescate dalla crisi pandemica da Covid-19, consente in sostanza, nei casi ivi tassativamente indicati, la fruizione anticipata – e con ciò, in definitiva, l'anticipata *monetizzazione* – della prevista agevolazione fiscale:

- da parte dell'originario titolare del diritto alla detrazione per le spese dallo stesso sostenute, mediante ottenimento di uno sconto in fattura concessogli da parte del fornitore di prestazioni per la

---

amministrativo-gestionale agli operatori del settore dei serramenti esterni, manifesta l'intento di procedere all'acquisto e successiva cessione a soggetti terzi di crediti d'imposta derivanti dall'applicazione dell'articolo 121 d.l. n. 34/2020, chiedendo all'Agenzia «se può svolgere l'attività sopradescritta con il presente codice attività e senza specifiche autorizzazioni», dal canto suo ritenendo «di poter svolgere l'attività descritta senza la necessità di possedere requisiti e/o autorizzazioni specifiche e senza doversi iscrivere, come per gli intermediari finanziari, in elenchi o fare comunicazioni di alcun genere».

<sup>4</sup> Cfr. Relazione illustrativa al d.l. n. 34/2020, *sub* art. 121, 90.

realizzazione degli interventi agevolati, di importo massimo pari alla totalità del corrispettivo dovuto<sup>5</sup>, senza dover attendere di goderne per via di graduale e differita compensazione, in cinque rate annuali, con il proprio debito tributario; sconto che il fornitore “recupera” sotto forma di credito di imposta pari all’intera detrazione (perciò, nel caso di detrazione nella misura del 110% della spesa, ottenendo un credito di imposta in ogni caso superiore allo stesso sconto concesso), e che a sua scelta può utilizzare in compensazione con il proprio carico fiscale, con le stesse modalità (in termini, fra l’altro, di ripartizione annuale) con le quali avrebbe potuto fruirne il titolare della detrazione, o in alternativa a sua volta *monetizzare* mediante ulteriore cessione a terzi, comprese banche ed altri intermediari finanziari (art. 121, comma 1, lett. a, d.lgs. n. 34/2020);

- (oltre che da parte del fornitore, appunto, nei termini testé ricordati, anche) da parte di altri eventuali soggetti cessionari, cui l’avente diritto alla detrazione abbia direttamente ceduto «un credito d’imposta di pari ammontare» rispetto alla detrazione spettante (attuandosi per tale via una «trasformazione del corrispondente importo della detrazione in credito d’imposta»<sup>6</sup>), mediante «facoltà di successiva cessione ad altri soggetti, compresi gli istituti di credito e gli altri intermediari finanziari» (art. 121, comma 1, lett. b, d.lgs. n. 34/2020).

Benché non si tratti di una tecnica nel suo nucleo nuova, trovando i suoi più immediati precedenti nella normativa in tema di “sismabonus” e di “ecobonus”, di cui agli artt. 14 e 16, d.l. 4 giugno 2013, n. 63 (conv. in l. 3 agosto 2013, n. 90), essa si presenta in effetti assai più ampia rispetto a quegli stessi modelli anteriori.

Ed infatti, il suddetto art. 14 prevedeva già, con disposizioni differenziate a seconda del tipo di interventi (sulla cui distinzione non mette conto ai presenti fini soffermarsi): al comma 3.1, che «il soggetto avente diritto alle detrazioni può optare, in luogo dell’utilizzo diretto delle stesse, per un contributo di pari ammontare, sotto forma di sconto sul corrispettivo dovuto, anticipato dal fornitore che ha effettuato gli interventi e a quest’ultimo rimborsato sotto forma di credito d’imposta da utilizzare esclusivamente in compensazione, in cinque quote annuali

---

<sup>5</sup> Cfr. il citato Provvedimento 8 agosto 2020 dell’Agenzia delle entrate, art. 3.1, secondo cui il contributo sotto forma di sconto «non può in ogni caso essere superiore al corrispettivo dovuto».

<sup>6</sup> Cfr. la Relazione illustrativa al d.l. n. 34/2020, *loc.cit.*

di pari importo», o in alternativa mediante facoltà dello stesso fornitore «di cedere il credito d'imposta ai propri fornitori di beni e servizi, con esclusione della possibilità di ulteriori cessioni da parte di questi ultimi»; ai commi *2-ter* e *2-sexies*, che i soggetti beneficiari della detrazione «possono optare per la cessione del corrispondente credito ai fornitori che hanno effettuato gli interventi ovvero ad altri soggetti privati, con la facoltà di successiva cessione del credito. Rimane esclusa la cessione ad istituti di credito e intermediari finanziari»; con previsioni identiche a queste ultime contenute anche nel succitato art. 16, commi *1-quinquies* e *1-septies*.

Sia il dato testuale che l'interpretazione fornita dall'Agenzia delle entrate, tuttavia, in sede di chiarimenti resi con le circolari n. 11/E del 18 maggio 2018 e n. 17/E del 23 luglio 2018, delimitava la portata di tali previsioni<sup>7</sup> nel senso che:

- la cessione del credito di imposta, anche allorquando prevista come realizzabile (così ai commi *2-ter* e *2-sexies* dell'art. 14 e ai commi *1-quinquies* e *1-septies* dell'art. 16), oltre che a favore dei fornitori che avessero effettuato gli interventi, anche in favore di altri "soggetti", diversi dai fornitori, non potesse che attuarsi rispetto a soggetti "privati" (così del resto il testo legislativo); e, per di più, «sempreché collegati al rapporto che ha dato origine alla detrazione»<sup>8</sup>, in virtù di un legame ritenuto in via esemplificativa sussistente dall'Agenzia delle Entrate «nel caso di interventi condominiali, nei confronti degli altri soggetti titolari delle detrazioni spettanti per i medesimi interventi condominiali ovvero, più in generale, nel caso in cui i lavori vengano effettuati da soggetti societari appartenenti ad un gruppo, nei confronti delle altre società del gruppo»<sup>9</sup>, e da vedersi altresì configurabile, sembra, anche in caso di collegamento fra il cessionario in questione ed il fornitore, ad

---

<sup>7</sup> Ritenendo, sulla scorta di un parere richiesto dalla stessa Agenzia delle entrate al Dipartimento della Ragioneria Generale dello Stato del Ministero dell'Economia e delle Finanze «per tenere conto degli impatti di finanza pubblica delle disposizioni in esame, al fine di identificare correttamente la ratio sottesa alle misure in oggetto», che «la cedibilità illimitata dei crediti d'imposta corrispondenti alle detrazioni potrebbe determinare di fatto l'assimilazione di tali bonus a strumenti finanziari negoziabili, con il rischio di una riclassificazione degli stessi e conseguenti impatti negativi sui saldi di finanza pubblica»: cfr. Circolare n. 11/E del 18 maggio 2018, rispettivamente 7 e 8.

<sup>8</sup> Cfr. Circolari n. 11/E del 18 maggio 2018, 8, e n. 17/E del 23 luglio 2018, 2.

<sup>9</sup> Cfr. Circolare n. 11/E del 18 maggio 2018, 9.

esempio allorché il primo sia subfornitore del secondo (così del resto, espressamente, il richiamato comma 3.1 dell'art. 14, d.l. n. 63/2013) o soggetto allo stesso collegato da vincoli di gruppo;

- la cessione del credito – segnatamente quella prevista dai commi 2-ter e 2-sexies dell'art. 14, d.l. n. 63/2013 – dovesse «intendersi limitata ad una sola eventuale cessione successiva a quella originaria», con esclusione dunque di cessioni ulteriori e ripetute (nel caso del comma 3.1. dell'art. 14, peraltro, con espressa previsione di un'unica ammissibile cessione dal fornitore ai «propri fornitori di beni e servizi, con esclusione della possibilità di ulteriori cessioni da parte di questi ultimi»); ferma restando la suddetta delimitazione soggettiva dei cessionari a “privati”, comunque “collegati” al rapporto che ha dato origine alla detrazione<sup>10</sup>;

- fosse «esclusa la cessione ad istituti di credito e ad intermediari finanziari» (così d'altronde, in modo espresso, i commi 2-sexies e 3.1. dell'art. 14 e i commi 1-quinquies e 1-septies dell'art. 16, d.l. n. 63/2013), salvo nell'ipotesi di cui al comma 2-ter dell'art. 14, quanto ai contribuenti che ricadono nella c.d. *no tax area*<sup>11</sup>.

Ben più ampiamente, rispetto alle suddette disposizioni anteriori ed alla loro riferita interpretazione, le nuove previsioni dell'art. 122 d.l. n. 34/2020 – per quanto rileva in ordine alla presente analisi – consentono che l'ivi prevista cessione del credito di imposta abbia luogo:

- oltre che ai fornitori che hanno effettuato gli interventi agevolati, anche “ad altri soggetti”, senza specificazione della loro natura “privata” né delimitazione – non espressa neppure nelle disposizioni attuative di cui al Provvedimento del Direttore dell'Agenzia delle entrate dell'8 agosto 2020 – ai soli soggetti in qualche modo “collegati” al rapporto da cui scaturisce l'originaria detrazione<sup>12</sup>;

- non solo limitatamente ad una sola cessione rispetto a quella

---

<sup>10</sup> Cfr. Circolare n. 17/E del 23 luglio 2018, 6: «il collegamento con il rapporto che ha dato origine alla detrazione deve essere valutato sia con riferimento alla cessione originaria che a quella successiva».

<sup>11</sup> Di cui all'articolo 11, comma 2, e all'articolo 13, commi 1, lettera a), e 5, lettera a), del testo unico delle imposte sui redditi: cfr. sul punto Circolare n. 11/E del 18 maggio 2018, par. 2, con richiamo al Provvedimento del Direttore dell'Agenzia delle entrate 28 agosto 2017, prot. n. 165110.

<sup>12</sup> La Circolare n. 24/E dell'8 agosto 2020, par. 7, 38, menziona esemplificativamente, quali possibili soggetti cessionari, «persone fisiche, anche esercenti attività di lavoro autonomo o d'impresa, società ed enti».

originaria, bensì con possibilità di ulteriori e ripetute cessioni<sup>13</sup>; non è stata infatti riprodotta nelle succitate disposizioni attuative la limitazione ad una sola ulteriore cessione, come sopra indicata invece dall’Agenzia delle Entrate per le previsioni *ex d.l. n. 63/2013*, ed anzi significativamente la stessa Agenzia discorre ora al plurale di “facoltà di successive cessioni”<sup>14</sup>, in coerenza del resto con l’intento legislativo di una ampia fruizione della agevolazione fiscale concessa a supporto della ripresa economica<sup>15</sup>;

- anche in favore degli “istituti di credito”<sup>16</sup> e degli altri intermediari finanziari, senza altre restrizioni.

Di fronte ad un tale indubbio allargamento dell’ambito soggettivo e oggettivo della possibile circolazione, anche ripetuta, del credito corrispondente al beneficio fiscale, tale da far registrare la «nascita di un vero e proprio “mercato” della cessione dei crediti d’imposta»<sup>17</sup>, e pur alla stregua delle disposizioni attuative e dei chiarimenti resi dall’Agenzia delle Entrate, resta peraltro da chiarire – tornando al quesito da cui si sono prese le mosse – se gli “altri soggetti” indicati dalla disciplina in esame quali possibili cessionari, e a loro volta ulteriori eventuali cedenti dei crediti di imposta, diversi dai fornitori che hanno effettuato gli interventi nonché da banche e intermediari finanziari (gli uni e gli altri quali figure di possibili cessionari specificati dalla stessa normativa *de qua*), possano assumere senza limiti tale ruolo di interposizione nella circolazione degli stessi crediti, o se siano ravvisabili in via interpretativa condizioni, restrizioni o perfino preclusioni in materia: e ciò, in particolare, allorché si intenda assumere un tale ruolo di interposizione in forma professionale e

---

<sup>13</sup> Cfr. F. CIVALE-R. DONZELLI-P. MOTAVALLI, *Superbonus: la cessione dei crediti d’imposta a banche ed intermediari finanziari*, in *Dirittobancario.it*, dicembre 2020, 4, nel senso della possibilità «di effettuare più di una cessione ampliando la circolazione del credito».

<sup>14</sup> Cfr. Circolare n. 24/E dell’8 agosto 2020, par. 7, p36, 37 e 39.

<sup>15</sup> Cfr. per questo rilievo S. BRUNELLO-M. FASOLA, *La cessione delle detrazioni fiscali e dei crediti d’imposta nel c.d. “Decreto Rilancio”*, in *Dirittobancario.it*, ottobre 2020, 11.

<sup>16</sup> L’utilizzo da parte della disciplina in esame dell’espressione «istituti di credito» – retaggio della obsoleta distinzione fra «istituti» e «aziende» di credito – sembra da intendere quale sinonimo di «banche».

<sup>17</sup> Cfr. S. BRUNELLO-M. FASOLA, *op.cit.*, 14, e già L. DE STEFANI, *Cessione crediti, nuovo mercato da definire*, in *Il Sole 24 Ore*, 19 agosto 2020.

sistematica.

### 3. *La valenza finanziaria della cessione in esame*

Per rispondere ad un simile interrogativo, occorre anzitutto soffermarsi sul significato economico e giuridico della cessione di crediti di imposta in questione, a prescindere dal fatto che la stessa venga attuata in maniera *occasionale*, o che invece si realizzi in forma seriale, nell'ambito di una vera e propria attività *professionale* di acquisto degli stessi crediti in vista di una loro ulteriore successiva cessione.

Al riguardo, nei primi commenti non si è mancato di notare, dal lato del cedente, che la cessione del credito pari alla detrazione consente di «*monetizzarne* fin da subito il valore», mentre dall'altro lato che «prevedibilmente, il cessionario acquisterà il credito a sconto, dunque a un prezzo inferiore al valore nominale»<sup>18</sup>, acquisendo però un credito di imposta di importo pari all'intera detrazione. Con specifico riguardo alla cessione ora consentita in favore di banche e intermediari finanziari, inoltre, si è osservato che essa «ha natura di finanziamento, laddove consenta al cedente di incassare il controvalore del credito d'imposta in un momento '*anticipato*' grazie alla cessione del credito stesso, in luogo dell'utilizzo diretto della detrazione secondo le tempistiche previste per legge», «stante la particolare modalità di ripartizione in quote annuali di tali crediti»<sup>19</sup>.

In effetti, se il legislatore ha introdotto la modalità di fruizione dell'agevolazione fiscale, consistente nella possibilità di cessione a terzi – fornitori, banche ed intermediari finanziari, *altri soggetti* che si tratta ora di meglio definire – di un credito di importo pari alla detrazione spettante, dietro immediata percezione di uno sconto sul costo fatturato degli interventi agevolati o di un corrispettivo in termini di prezzo della stessa cessione, ciò è indubitabilmente allo scopo di consentire allo stesso originario titolare dell'agevolazione di *monetizzare* l'agevolazione fiscale in via temporalmente anticipata, ancorché ridotta nell'ammontare per via di decurtazione di una quota corrispondente al costo dell'anticipazione, in virtù della ovvia

---

<sup>18</sup> Cfr. S. BRUNELLO-M. FASOLA, *op.cit.*, rispettivamente 3 e 8.

<sup>19</sup> Cfr. F. CIVALE-R. DONZELLI-P. MOTAVALLI, *op.cit.*, 5 e 6.



contrattazione sull'entità dello sconto<sup>20</sup> (con il limite massimo di legge già richiamato, pari all'importo della detrazione) o del corrispettivo, rispettivamente con il fornitore e con altro cessionario; dai quali ultimi, d'altra parte, viene così effettuata, sotto forma di riduzione del costo dell'intervento eseguito o di versamento del prezzo di cessione, una *anticipazione finanziaria* a beneficio del cedente, rispetto ad un valore acquisito che potrà essere solo successivamente "recuperato" dal fornitore o dal cessionario (così si esprime l'art. 121, comma 1, d.l. n. 34/2020, con riferimento specifico al fornitore), sotto forma di compensazione pluriennale con i propri debiti fiscali oppure – più rapidamente e in forma anche qui anticipata – attraverso ulteriore negoziazione del credito e incasso del relativo prezzo di nuova cessione.

Ancora, venendo a quest'ultimo profilo, se la normativa in commento pare aver ammesso la possibilità che il credito ceduto possa formare ripetutamente oggetto di altre, successive cessioni da parte dei cessionari, ciò sembra appunto corrispondere all'esigenza di consentire che il cessionario possa riacquisire, tendenzialmente con un margine di guadagno, la liquidità impegnata nell'anticipazione al cedente, smobilizzando il credito acquistato attraverso l'incasso del prezzo di ulteriore cessione.

Inquadrata in questi termini, l'operazione sembra rivelare una sostanza schiettamente finanziaria<sup>21</sup> ed assolvere ad una funzione di liquidità (regolarmente per il cedente, fruitore dell'anticipazione, ed

---

<sup>20</sup> Oltre che sulla stessa disponibilità del fornitore a concederlo, sul che cfr. Agenzia delle Entrate, risposta n. 325 del 9 settembre 2020 a istanza di interpello: «In ordine, infine, alla possibilità che il fornitore - nel caso di specie l'impresa venditrice - possa negare il riconoscimento dello sconto in fattura, si fa presente che, come stabilito al punto 1 del predetto provvedimento del direttore dell'Agenzia delle entrate, l'opzione in questione è esercitata dal contribuente che sostiene le spese "*di intesa con il fornitore*", rientrando tale intesa nelle ordinarie dinamiche dei rapporti contrattuali e delle pratiche commerciali».

<sup>21</sup> In senso analogo, nella già citata risposta ad interpello n. 369/2021 anche l'Agenzia delle entrate osserva che «si è del parere che la cessione dei crediti d'imposta di cui all'art. 14 del DL63/2013 (c.d. "Ecobonus"), all'art. 16 del DL 63/2013 (c.d. "Sismabonus"), se effettuata tra le parti dietro corrispettivo abbia finalità e natura finanziaria», pur pronunciandosi sul solo regime I.V.A. dell'operazione ed escludendo invece dalla risposta la questione relativa alla necessità di specifiche autorizzazioni, sul presupposto che «l'istruttoria richiederebbe specifiche competenze tecniche non di carattere fiscale che rientrano nell'ambito operativo di altre amministrazioni».

eventualmente anche per il cessionario, il quale opti per la successiva cessione anziché per l'utilizzo in compensazione con i propri gravami fiscali), con forti assonanze con altri schemi contrattuali tipici quali lo sconto bancario (nella variante *a forfait*, dato che appare improbabile che la cessione del credito di imposta in esame abbia luogo “salvo buon fine”), la cessione dei crediti di impresa o la cartolarizzazione dei crediti.

4. *Gli “altri soggetti” fra esercizio professionale e occasionale della intermediazione. La riserva di attività ex art. 106 t.u.b.*

Ora, la qui indagata disciplina prevede espressamente che una siffatta anticipazione finanziaria venga erogata nei confronti dei propri clienti dai «fornitori che hanno effettuato gli interventi» agevolati, e per ciò stesso ammette, innestandosi la concessione dello sconto nella loro tipica attività, che l'operazione venga dagli stessi realizzata in modo sistematico, seriale e professionale, in favore della propria clientela e con riferimento alla pluralità di abituali forniture – come ad esempio nel caso dei serramentisti, o dei fornitori di impianti fotovoltaici – di cui è intessuta la loro attività di impresa. La stessa normativa ammette altresì (con il visto abbandono delle diffidenze mostrate negli analoghi modelli precedenti di disciplina dell'agevolazione fiscale) che la stessa operazione venga compiuta da banche ed altri intermediari finanziari, quali soggetti tipicamente abilitati allo svolgimento professionale di attività creditizie e più ampiamente finanziarie, ai sensi dell'art. 10, comma 3, d.lgs. 1 settembre 1993, n. 385 (t.u.b.)<sup>22</sup>.

Ciò posto, l'interrogativo è se la previsione della possibilità di cessione “ad altri soggetti”, diversi dai fornitori e dagli intermediari bancari e finanziari, valga di per sé ad autorizzare gli stessi “altri soggetti”, non rientranti nelle anzidette due categorie, a rendersi cessionari dei crediti di imposta in questione in modo sistematico, svolgendo cioè attività *professionale* di interposizione nella circolazione – così come abilitata dalla normativa in oggetto – degli stessi crediti.

---

<sup>22</sup> A norma del quale «Le banche esercitano, oltre all'attività bancaria, ogni altra attività finanziaria, secondo la disciplina propria di ciascuna, nonché attività connesse o strumentali. Sono salve le riserve di attività previste dalla legge».

La risposta che sembra doversi dare a tale interrogativo è negativa.

Sulla base delle considerazioni che precedono circa la valenza intrinsecamente finanziaria dell'operazione, il compimento in forma non occasionale di operazioni di cessione di crediti come quella in esame – da parte di soggetti diversi da quelli espressamente menzionati dalla disciplina di riferimento (fornitori che abbiano effettuato gli interventi, oggetto per ciò stesso di speciale abilitazione legislativa, all'ivi indicata condizione di avere appunto “effettuato gli interventi”, all'esercizio dell'anticipazione finanziaria *de qua*; nonché banche ed altri intermediari finanziari, a ciò di per sé autorizzati, rispettivamente ai sensi dell'art. 10, comma 3, e dell'art. 106 t.u.b.) – appare riconducibile all'area della attività di «concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma», il cui «esercizio nei confronti del pubblico» (cioè, come subito si dirà, in via *professionale*) è, dall'art. 106, comma 1, t.u.b., «riservato agli intermediari finanziari autorizzati, iscritti in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia».

Al riguardo, serve anzitutto richiamare il disposto dell'art. 106, comma 3, t.u.b., secondo cui «Il Ministro dell'economia e delle finanze, sentita la Banca d'Italia, specifica il contenuto delle attività indicate nel comma 1, nonché in quali circostanze ricorra l'esercizio nei confronti del pubblico». Tale specificazione, com'è noto, è oggi contenuta nel D.M. 2 aprile 2015, n. 53, Regolamento recante norme in materia di intermediari finanziari in attuazione degli articoli 106, comma 3, 112, comma 3, e 114 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, nonché dell'articolo 7-ter, comma 1-bis, della legge 30 aprile 1999, n. 130.

In particolare, in forza dell'art. 2, comma 1, lett. b), del predetto D.M. n. 53/2015, «Per attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma si intende la concessione di crediti, ivi compreso il rilascio di garanzie sostitutive del credito e di impegni di firma. Tale attività comprende, tra l'altro, ogni tipo di finanziamento erogato nella forma di: [...] b) acquisto di crediti a titolo oneroso»<sup>23</sup>.

---

<sup>23</sup> E giova evidenziare che il comma 2 dello stesso art. 2, d.m. n. 53/2015, ha cura di precisare in quali ipotesi l'acquisto sistematico di crediti a titolo oneroso «non costituisce attività di concessione di finanziamenti», con puntuale riferimento, «oltre ai casi di esclusione previsti dalla legge», a: «a) l'acquisto dei crediti di imposta sul valore aggiunto relativi a cessioni di beni e servizi nei casi previsti dalla normativa vigente; b) l'acquisto, a titolo definitivo, di crediti da parte di società titolari della

Precisa inoltre l'art. 3, comma 1, del medesimo D.M. n. 53/2015, che «L'attività di concessione di finanziamenti si considera esercitata nei confronti del pubblico qualora sia svolta nei confronti di terzi con carattere di professionalità»<sup>24</sup>. Ciò in coerenza con la scelta del legislatore di «considerare irrilevante l'attività di finanziamento se non esercitata nei confronti del pubblico»<sup>25</sup>, nel senso di escludere che la riserva di attività ai soli intermediari autorizzati «riguardi il compimento di atti di natura occasionale»<sup>26</sup>.

In tal senso, anche l'operazione in esame, nella misura in cui integrante un'attività finanziaria realizzata mediante acquisto di crediti a titolo oneroso, con insita anticipazione del correlativo importo (decurtato nei modi pattuiti in sede di determinazione del prezzo di cessione) al cedente e successivo recupero nelle forme indicate, se esercitata con carattere di professionalità, cioè in via sistematica ed abituale anziché episodica o occasionale, appare ricadere nell'ambito delle attività oggetto di riserva agli intermediari finanziari iscritti nell'albo di cui all'art. 106 t.u.b., previa autorizzazione alle condizioni stabilite dall'art. 107 t.u.b., e sottoposti a vigilanza della Banca d'Italia a norma degli artt. 108-110 t.u.b.<sup>27</sup> nonché in forza delle disposizioni regolamentari contenute nella Circolare di Banca d'Italia n. 288 del 3

---

licenza per l'attività di recupero stragiudiziale di crediti ai sensi dell'articolo 115 del Testo unico delle leggi di pubblica sicurezza», quando ricorrono determinate condizioni fra le quali il fatto che «i crediti sono acquistati a fini di recupero». Su quest'ultima ipotesi di acquisto di crediti non integrante attività finanziaria riservata, cfr. G. RODDI, *Acquisto di crediti da parte di imprese di recupero: norme e dubbi pratici*, in *Dirittobancario.it*, aprile 2016, 2 ss.

<sup>24</sup> Su tali previsioni cfr. R. FEDERICO, sub *art. 106*, in *Commentario breve al Testo unico bancario*, R. COSTI-F. VELLA (diretto da), Milano, 2019, 59 6 s. In termini corrispondenti a quelli sopra riportati del D.M. n. 53/2015, disponeva anche il previgente D.M. 6 luglio 1994 (Determinazione, ai sensi dell'art. 106, comma 4, del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, del contenuto delle attività indicate nello stesso art. 106, comma 1, nonché in quali circostanze ricorre l'esercizio delle suddette attività nei confronti del pubblico), agli artt. 2, comma 1, lett. b), e 5, comma 1. Su tali previgenti disposizioni cfr. F. VOLPE, *L'esercizio nei confronti del pubblico dell'attività finanziaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2000, I, 643 ss.

<sup>25</sup> Cfr. M. RISPOLI, sub *art. 106*, in *Commento al t.u.b.*, C. COSTA (a cura di), II, Torino, 2013, 1102.

<sup>26</sup> Cfr. M. RISPOLI, *op.cit.*, 1131.

<sup>27</sup> Secondo il principio della c.d. “vigilanza equivalente”, su cui cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, 9ª ed., Torino, 2017, 295.

aprile 2015. Una riserva di attività ai soli soggetti come sopra autorizzati<sup>28</sup>, peraltro presidiata dalla sanzione penale sancita dall'art. 132 t.u.b. a carico di «Chiunque svolge, nei confronti del pubblico» – cioè, come già visto, nei confronti di terzi con carattere di professionalità – «una o più attività finanziarie previste dall'articolo 106, comma 1, in assenza dell'autorizzazione di cui all'articolo 107 o dell'iscrizione di cui all'articolo 111 ovvero dell'articolo 112».

Il compimento di simili operazioni *in via professionale anziché occasionale*, nella misura in cui integrante – per le ragioni dette – attività di finanziamento nei confronti del pubblico riservata ai soli intermediari finanziari autorizzati *ex art. 106 t.u.b.*, sarà altresì soggetta, fra l'altro, alla disciplina della trasparenza delle condizioni contrattuali e dei rapporti con i clienti, di cui al Titolo VI, Capo I del t.u.b., che ai sensi dell'art. 115, comma 1, t.u.b. si applica «alle attività svolte nel territorio della Repubblica dalle banche e dagli intermediari finanziari»; nonché alla disciplina della risoluzione delle controversie innanzi all'Arbitro bancario e finanziario, che, in base alle Disposizioni della Banca d'Italia «sui sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie in materia di operazioni e servizi bancari e finanziari», si applica a tutte le «controversie relative a operazioni e servizi bancari e finanziari»<sup>29</sup>; ed ancora all'applicazione della disciplina, anche di vigilanza, in materia antiusura, come conferma del resto l'espressa inclusione, nelle Istruzioni della Banca d'Italia dettate «per la rilevazione dei tassi effettivi globali medi ai sensi della legge sull'usura», fra le «operazioni di finanziamento oggetto della rilevazione» dei tassi effettivi globali medi praticati dal sistema bancario e finanziario, anche dei «Finanziamenti per anticipi su crediti e documenti e sconto di portafoglio commerciale; finanziamenti all'importazione e anticipo fornitori», con la precisazione che «rientrano in questa categoria di rilevazione [...] le operazioni di finanziamento poste in essere sulla base di un contratto di cessione del

<sup>28</sup> Sul significato della riserva *ex art. 106 t.u.b.* cfr. L. PERFETTI, sub *art. 107*, in *Comm. t.u.b. Capriglione*, 3<sup>a</sup> ed., III, Padova, 2012, 1414.

<sup>29</sup> Con il limite dell'importo richiesto non superiore a 200.000 euro per le sole controversie aventi ad oggetto la richiesta da parte del ricorrente di corresponsione di una somma di denaro a qualunque titolo, e indipendentemente invece dal valore del rapporto al quale si riferiscono per le controversie aventi ad oggetto l'accertamento di diritti, obblighi e facoltà: cfr. le Disposizioni citate nel testo, sez. I, § 4.

credito *ex art. 1260 c.c. diverse dal factoring e le operazioni di sconto di portafoglio commerciale*»<sup>30</sup>.

In definitiva, l'espressa inclusione quali possibili cessionari ed ulteriori successivi cedenti, ad opera della disciplina della cessione dei crediti di imposta in esame, di "altri soggetti" non meglio specificati, a fianco dei fornitori che abbiano effettuato gli interventi agevolati e di banche ed altri intermediari finanziari, non vale ad autorizzare in via generale ed indiscriminata qualsiasi altro soggetto ad interporsi in maniera *professionale* nella circolazione degli stessi crediti in discorso.

La sopra illustrata natura finanziaria dell'operazione di acquisto di tali crediti e successivo "recupero", per via di compensazione con i propri debiti fiscali o di successiva ulteriore cessione ad altri, sembra infatti comportare che soggetti diversi dai fornitori anzidetti, da un lato, e da banche e altri intermediari finanziari dall'altro, non possano compiere operazioni siffatte se non in via meramente occasionale, pena la violazione della riserva di attività di cui all'art. 106 t.u.b., soggetta alle sanzioni previste per le ipotesi di esercizio abusivo.

Si aggiunga che la medesima preclusione all'esercizio *professionale*, anziché episodico, dell'intermediazione in discorso da parte di soggetti diversi dai «fornitori che hanno effettuato gli interventi» e da banche e altri intermediari autorizzati *ex artt. 106 e 107 t.u.b.*, sembra doversi allo stesso modo affermare, pur allorché a rendersi cessionario del credito di imposta *de quo* sia un soggetto che abbia in qualche modo preso parte, ad esempio mediante subfornitura di determinati beni o servizi al fornitore finale, alla catena di produzione e distribuzione – la *c.d. supply chain* – al cui termine si colloca la fornitura direttamente oggetto dell'intervento agevolato: la espressa abilitazione legislativa di cui si è detto, contenuta all'art. 121, comma 1, lett. a), d.l. n. 34/2020, all'acquisto e al ritrasferimento in via sistematica dei crediti di imposta di cui si tratta contempla infatti – oltre che le banche e intermediari finanziari, menzionati anche alla lett. b) dello stesso comma – soltanto quei fornitori che, avendo effettuato gli interventi in *diretto* rapporto negoziale con il cliente avente diritto alla detrazione, sono anche titolari nei confronti di quest'ultimo del credito al corrispettivo, a valere sul quale sono autorizzati ad anticipare «un contributo, sotto forma di

---

<sup>30</sup> Lo segnalano opportunamente F. CIVALE-R. DONZELLI-P. MOTAVALLI, *op.cit.*, 7.

sconto sul corrispettivo dovuto medesimo», peraltro «fino a un importo massimo pari al corrispettivo stesso»; sconto che, evidentemente, non può che essere concesso dal fornitore *diretto contraente* del destinatario originario dell'agevolazione fiscale.

## 5. Conclusioni

Alla luce delle considerazioni che precedono, sembra di dover conclusivamente osservare, in risposta all'interrogativo di partenza, quanto segue.

A) L'attività di interposizione nell'acquisto e successiva nuova cessione dei crediti di imposta, di cui all'art. 121, comma 1, d.l. n. 34/2020, se esercitata in forma *professionale*, cioè abituale e sistematica, anziché meramente occasionale, può essere legittimamente esercitata: o dai soli fornitori *finali* che hanno effettuato l'intervento agevolato in rapporto contrattuale *immediato* con l'avente diritto alla detrazione (con esclusione dei soggetti che si siano limitati a prendere in qualche modo parte, ad esempio mediante subfornitura di determinati beni o servizi al fornitore finale, alla catena di produzione e distribuzione – la c.d. *supply chain* – al cui termine si colloca la fornitura direttamente oggetto dell'intervento agevolato, potendo gli stessi soggetti rendersi cessionari dei crediti in parola soltanto in via occasionale); o da banche e altri intermediari finanziari autorizzati, atteso che tale attività *professionale* integra una fattispecie di esercizio nei confronti del pubblico di attività finanziaria, soggetta alla riserva di legge in favore dei soli intermediari autorizzati ai sensi dell'art. 106 Testo unico bancario, pena l'applicazione delle disposizioni sanzionatorie in tema di esercizio abusivo di attività finanziarie oggetto di riserva a intermediari autorizzati.

B) Il legittimo svolgimento della predetta attività di intermediazione *in forma professionale* richiede (salvo il caso dei fornitori che abbiano effettuato l'intervento agevolato *in diretto rapporto negoziale* con l'avente diritto alla detrazione) l'iscrizione all'albo degli intermediari finanziari di cui al predetto art. 106 t.u.b., previa autorizzazione da parte della Banca d'Italia subordinata al ricorrere delle condizioni poste dall'art. 107 t.u.b. (fra le quali: che il capitale versato sia di ammontare non inferiore a quello determinato dalla Banca d'Italia anche in relazione al tipo di operatività; che l'oggetto sociale sia limitato alle

sole attività di cui ai commi 1 e 2 dell'articolo 106 t.u.b.), e comporta l'applicazione della disciplina di vigilanza di cui agli artt. 108-110 t.u.b., nonché della normativa ulteriore richiamata al precedente § 4, cui sono soggetti gli intermediari finanziari autorizzati.



## **Scommesse razionali, probabilità e informazione. Note di un matematico e di un giurista a un anno dalla Sentenza SS.UU. 8770 del 2020**

**SOMMARIO:** 1. Alea razionale – 2. Alea razionale ed Europa – 3. Probabilità e conoscenza – 4. Investimenti e scommesse – 5. Scommesse e “valore equo” – 6. Scommesse e informazione – 7. Scommesse simmetriche – 8. Indebitamento a tasso fisso, variabile, e swap – 9. Esempi – 10. Conclusioni.

### 1. *Alea razionale*

Con la sentenza n. 8770 del 12 maggio 2020, in materia di *interest rate swap*, le Sezioni Unite della Corte di cassazione hanno affermato, tra l’altro, che *“la validità dell’accordo va verificat(a) in presenza di un negozio (tra intermediario ed ente pubblico o investitore) che indichi (o meno) la misura dell’alea, calcolata secondo criteri riconosciuti ed oggettivamente condivisi, perché il legislatore autorizza solo questo genere di scommesse sul presupposto dell’utilità sociale di quelle razionali, intese come specie evoluta delle scommesse di pura abilità”* e che *“l’accordo sulla misurabilità/determinazione dell’oggetto non deve limitarsi al criterio del mark to market, ma investire, altresì, gli scenari probabilistici, poiché il primo è semplicemente un numero che comunica poco in ordine alla consistenza dell’alea. Esso deve concernere la misura qualitativa e quantitativa dell’alea”*.

Finalmente, la sentenza della Cassazione, nella sua massima composizione nomofilattica - chiamata a qualificare i contratti di *swap*, tanto dell’ente pubblico quanto dell’investitore, impresa privata, come ovvia premessa per identificare la disciplina giuridica ad essi applicabile - afferma la rilevanza sociale del concetto di *“scommessa razionale”* a proposito delle posizioni in derivati. E la successiva giurisprudenza di merito si adegua via via alle Sezioni Unite<sup>1</sup>. La Corte

---

<sup>1</sup> Senza pretesa di completezza Trib. Firenze, 27 aprile 2021, n. 1145, inedita; App. Torino, 11 marzo 2021, n. 277, inedita; App. Milano, 26 febbraio 2021, n. 659, inedita; App. Ancona, 25 gennaio 2021, in [www.lesentenze.it](http://www.lesentenze.it); App. Milano, 3 febbraio 2021, in [www.plurisdata.it](http://www.plurisdata.it); Trib. Forlì, 27 gennaio 2021, in

di cassazione approfondisce così la natura delle cose ed evita l'errore di metodo più classico e grave, di identificare una disciplina giuridica applicabile accontentandosi delle apparenze e scartabellando fra (vecchi) concetti, invece che approfondendo la realtà.

Al di là dello specifico tema di applicazione della sentenza - i contratti derivati di *interest rate swap*, scomponibili in termini di acquisto e di vendita di altri derivati (opzioni) - il riconoscimento, operato dalle Sezioni Unite, che la “*scommessa finanziaria*” non è meritevole per il semplice fatto di essere predisposta da un intermediario abilitato, ma soltanto quando ha un ruolo sociale, colma il divario tra il mondo del diritto positivo e della giurisprudenza, da un lato, in cui il contratto di scommessa ha da sempre un ruolo marginale, e quello delle scienze, nel quale, invece, i concetti di scommessa e di rischio svolgono da sempre un ruolo centrale. Non solo. Quanto agli enti locali, l'esplicito riconoscimento che l'operatività in *swap* è una forma di gestione dell'indebitamento, come tale da autorizzarsi specificatamente dall'organo consiliare<sup>2</sup>, sancisce definitivamente che la materia è la contabilità pubblica, costituzionalmente rilevante, ed involge la liceità dei negozi, *sub specie* di clausola generale di ordine pubblico, norme di applicazione necessaria e connessi limiti alla disponibilità dei diritti.

Legittimando definitivamente l'uso della nozione di “*probabilità*” nel discorso giuridico, le Sezioni Unite vivificano, ora, il monito della dottrina civilistica: che «Il dialogo tra scienziati delle probabilità e giuristi deve continuare»<sup>3</sup>.

Fino ad oggi, la percezione del contratto di scommessa come un tipo marginale, per il diritto e la giurisprudenza, per quanto all'evidenza lontana dalla realtà – considerata la diffusione delle scommesse finanziarie e di quelle non finanziarie<sup>4</sup> -, dipende probabilmente, per un

---

[www.plurisdata.it](http://www.plurisdata.it); App. Torino, 22 settembre 2020, in [www.plurisdata.it](http://www.plurisdata.it); Trib. Firenze, 25 agosto 2020, n. 1865 in [www.plurisdata.it](http://www.plurisdata.it).

<sup>2</sup> Art. 42, comma 2, lett. i), l. 27 dicembre 2002, n. 289.

<sup>3</sup> G. DE NOVA, *Lo stato di informazione circa le future sentenze giudiziarie*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2016, 1227 ss., ora in ID., *Arbitrato, contratto, danno*, Torino, 2019, 217.

<sup>4</sup> Il Sole 24 ore del 1° aprile 2021 *Gioco legale in ginocchio per il Covid*, in *4 milioni finiscono nei canali illegali* di Filomena Greco dà conto che in Italia «Prima dell'emergenza economico-sanitaria l'industria del gioco legale, come emerge dalla

verso, dal fatto che, nella narrazione del giurista, spesso resta assente la conoscenza delle cose semplici, per altro verso, dal fatto che l’etichetta di scommessa appare inelegante nell’ottica di conservare e proteggere le cose come stanno.

Comunque, nella nostra vita sociale, l’idea di scommessa è ancora soggetta ad uno stigma, che deriva dall’associazione che siamo portati a fare con il concetto di “alea”, di derivazione latina, ma ancor più con l’equivalente concetto di “azzardo”, di derivazione araba. Siamo quindi portati ad attribuire all’idea di scommessa il senso di uno scontro tra un gruppo di individui in cui alcuni sono necessariamente destinati a soccombere<sup>5</sup>. Questa idea, effettivamente molto cruda a dirsi, ma vera – uno scontro legalizzato in cui uno soccombe – è percepita come “meritevole” se a vincere o perdere è *homo oeconomicus* – è la logica del *caveat emptor* -, mentre appare intollerabile se a vincere o perdere è *homo ludens*, il giocatore, lo scommettitore, lo speculatore.

Siamo quindi naturalmente tentati di associare all’idea di scommessa e di azzardo la connotazione negativa di uno scontro poco civile, comunque evitabile. Diverso sarebbe il nostro giudizio morale se l’avversario contro cui giochiamo d’azzardo fosse la figura idealizzata di una “Natura Matrigna” (la reminiscenza letteraria ha una curiosa epifania nello sviluppo del pensiero scientifico). Allora l’associazione con l’idea di scontro e di soccombenza immotivati cederebbe il passo all’idea di sviluppo e di progresso – di “meritevolezza” - cui attribuiamo, a ragione, una connotazione positiva. In questa accezione il concetto di scommessa verrebbe rivestito della rilevanza sociale che la scienza ad essa riconosce da lungo tempo, e che il diritto riconosce a far data dalla sentenza n. 8770 delle Sezioni Unite del 12 maggio 2020.

La matematica pura è stato probabilmente il primo settore di attività intellettuale che ha osato varcare il confine imposto dallo stigma sociale. Da questa incursione della scienza nel mondo delle scommesse è nata la teoria della probabilità.

---

ricerca della Luiss Business School, aveva un valore di spesa pari a 19,4 miliardi di euro (dati riferiti al 2019)».

<sup>5</sup> “Quando si parte il gioco della zara,/colui che perde si riman dolente, ripetendo le volte,/ e tristo impara;/con l’altro se ne va tutta la gente”, Dante Alighieri, Divina Commedia, Purgatorio, Canto VI. In questa similitudine Dante descrive il gioco della “zara”, termine di origine araba che indica il gioco dei dadi, e da cui deriva il nostro termine “azzardo”.

I primi sviluppi di questa disciplina risalgono al XVIII secolo, con i lavori di Bernoulli, Laplace e altri.

Senza questo concetto non avremmo oggi il concetto di “scienza sperimentale”: difatti, un esperimento scientifico è una ripetuta scommessa dalla quale possiamo falsificare o confermare un’ipotesi o una congettura. In diritto, la nozione di “probabilità” è fra le più diffuse, è adoperata sia dal legislatore (ad es., in prima udienza la corte d’appello rigetta l’impugnazione che non ha “una ragionevole probabilità” di essere accolta<sup>6</sup>) sia dalla giurisprudenza (il danno è risarcibile se “più probabile che non”<sup>7</sup>).

Le scienze sociali hanno varcato il Rubicone verso il mondo dell’incertezza solo nel 900, e in particolare nella seconda metà del secolo, con lo sviluppo della teoria degli investimenti e dei mercati finanziari. Il ruolo preminente giocato dalla probabilità nel campo degli investimenti finanziari, e la loro natura che li avvicina a scommesse, ha fatto sì che lo stigma delle scommesse si trasferisse al mondo della finanza. Ragione, questa, per la quale l’industria della finanza non simpatizza per il termine scommessa applicato agli investimenti finanziari.

Abbiamo così assistito a polemiche in ambito politico e mediatico sullo strapotere del mondo della finanza e sull’economia “di carta”, in contrapposizione con la produzione di beni e servizi. Questa posizione, chiaramente insostenibile, che è soltanto in parte giustificata da uno sviluppo eccessivo della cosiddetta “finanziarizzazione” dell’economia e da una crescente complessità dei prodotti finanziari, in realtà ignora che i mercati finanziari offrono una serie di servizi irrinunciabili per il funzionamento e lo sviluppo dell’economia. Compresi i derivati finanziari. Si tratta dei servizi che, in vario modo, consentono di trasferire risorse in eccesso dal consumo corrente al consumo futuro e dai settori dell’economia che risparmiano a quelli che investono. Inoltre, prodotti finanziari che consentono di accedere a livelli di consumo contingenti al verificarsi di specifici scenari consentono agli operatori di tutti i settori dell’economia di gestire il rischio, spostando la possibilità di consumare da uno scenario all’altro. Una *chance* formidabile, che è la finanza ad offrire.

---

<sup>6</sup> Art. 348 *bis* cod. proc. civ.

<sup>7</sup> Tra le molte, Cass., 19 marzo 2021, n. 7908.

I prodotti finanziari, noti come “contingent claim” o prodotti derivati, sono quelli su cui più si è concentrato il dibattito, e sono proprio i più vicini al concetto di scommessa.

## 2. Alea razionale ed Europa

Non lo è nella giurisprudenza inglese, ma l’esplicitazione del *mark to market* iniziale è richiesta, oltre che in Italia, anche in Germania (Bundesgerichtshof in data 22 marzo 2011, XI ZR 33/10; 22 marzo 2016 - XI ZR 425/14, 2 aprile 2019 - XI ZR 574/17) e Spagna (nei *contratos de permuta financiera de intereses*, l’esplicitazione del «*valor de mercado inicial del swap*» (Tribunal Supremo, 16 ottobre 2019, n. 542, Resoluciones del caso: SAP GC 1767/2016, STS 3242/2019 in <https://www.poderjudicial.es/>), e in Francia (Cour de cassation, Chambre commerciale, 20 marzo 2019, n. 17/15961, in [www.doctrine.fr](http://www.doctrine.fr)).

L’alea razionale è qualcosa in più. È più rigorosa e coerente con l’ordine pubblico europeo, incorporato in tutta la disciplina specialistica, a tutela dell’“integrità dei mercati” nella disciplina di un’attività, quella di intermediazione finanziaria, che è di interesse pubblico

Essa non è in contrasto con l’Europa: il divieto di *gold plating* è rivolto al formante legislativo, non alla giurisprudenza, che può adottare regole vincolanti supplementari, e lo fa ad ampio raggio, dato che i precetti di fonte comunitaria, notoriamente, concernono soltanto alcuni precetti di condotta, quasi zero sui requisiti essenziali del contratto. Peraltro, il divieto non opera, ai sensi dell’art. 6, comma 2 TUF, «nei casi eccezionali in cui tali obblighi sono obiettivamente giustificati e proporzionati, tenuto conto della necessità di fare fronte a rischi specifici per la protezione degli investitori o l’integrità del mercato che presentano particolare rilevanza nel contesto della struttura del mercato italiano»<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> Art. 6, comma 2 TUF. In dottrina D. SICLARI, *Gold plating e nuovi principi di vigilanza regolamentare sui mercati finanziari*, in [www.amministrazioneincammino.it](http://www.amministrazioneincammino.it), 12.

### *3. Probabilità e conoscenza*

Nel campo della finanza, i concetti di scommessa e di probabilità sono legati a quello di informazione, come fatto di conoscenza e prerequisito di un consenso consapevole. Di solito l'informazione è un dato esterno al contratto, che lo precede o accompagna, in maggiore o minore grado, giustificando un possibile rimedio invalidante per vizio del consenso o un rimedio risarcitorio. In finanza, l'informazione (da parte dell'intermediario) è consapevolezza (in capo all'investitore) della probabilità (qualità e quantità del rischio), dunque è il prerequisito essenziale, l'essenza del consenso del contraente. Legittimare contratti dell'investitore senza corretta informazione da parte dell'intermediario – quindi, senza trasparenza sulla qualità e quantità del rischio – equivale a legittimare contratti palesemente immeritevoli, innanzitutto dal punto di vista della logica finanziaria, oltre che potenzialmente dannosi. È nell'aver superato questo rischio – il rischio di aderire a categorie giuridiche non opportunamente rimesse in funzione della realtà delle cose – il tratto maggiormente qualificante della sentenza n. 8770 del 2020 delle Sezioni Unite.

Nel campo del diritto, nel sistema del codice, la scommessa – quella legalmente autorizzata, naturalmente - è un contratto tradizionalmente negletto e che non ha alcuna valenza sistemica, nel senso che nessuna disciplina di parte generale del contratto e dell'obbligazione è pensata sulla falsariga della scommessa.

La ragione per la quale, nel campo della finanza, i concetti di scommessa e di probabilità sono legati a quello di informazione, è che nei mercati finanziari non si scambiano solo prodotti di investimento, di finanziamento e di gestione del rischio, ma anche informazioni sugli sviluppi dell'economia e dei suoi settori. Per questo motivo il prezzo contiene, veicolata dall'intermediario, l'informazione sulle scommesse, come un totalizzatore che le raccoglie e che restituisce la valutazione del mercato sulla probabilità di un certo scenario o sul valore medio che un prodotto finanziario può assumere in tutti gli scenari.

In presenza di mercati organizzati, che si presentino contraddistinti da bassi costi di transazione, dalla partecipazione di molti operatori e da un'elevata liquidità (facilità di entrata e uscita sul mercato senza elevati costi), il ruolo del prezzo emerge in maniera naturale.

Invece, in mercati in cui la relazione è bilaterale, i cosiddetti mercati *over-the-counter* (OTC), siamo in presenza di relazioni economico-finanziarie bilaterali - quindi di contratti, né più né meno, quali sono a tutti gli effetti i derivati OTC – ed assicurare la trasparenza è un problema di gran lunga più complesso, perché la trasparenza o non c'è, o, perché ci sia, non può che emergere all'interno del rapporto – dunque, del confronto originario - tra le parti.

Qui emerge il problema dell'intervento del diritto, che è, se possibile, ancora più delicato e rilevante, quando tra le parti esiste asimmetria di informazione, come accade se la relazione contrattuale riguarda un intermediario ed un non-intermediario, cioè un investitore (indipendentemente che si tratti di un cliente al dettaglio o professionale). L'intero dibattito sugli effetti giuridici della c.d. dichiarazione di operatore qualificato non va confuso con la questione, che è serissima, dell'asimmetria informativa, perché, nella realtà delle cose, è perfettamente ovvio che l'investitore, che non sia un intermediario, non ha una conoscenza di prima mano dell'andamento del mercato e all'opposto si trova, dal punto di vista della conoscenza e quindi della consapevolezza del consenso, in uno stato di evidente dipendenza dall'intermediario che struttura l'operazione.

Il contenzioso sui contratti derivati stipulati tra banche e clientela – ravvivato dalla sentenza n. 8770 del 2020, che rimette potenzialmente in discussione le controversie che erano state oggetto di transazione - rientra esattamente in questo tipo di mercato.

#### 4. *Investimenti e scommesse*

La teoria degli investimenti può essere fatta risalire agli anni 50 e 60 del secolo scorso e si sviluppa in due filoni paralleli: uno sviluppato dalla teoria economica<sup>9</sup> - in particolare, dalla teoria delle decisioni - ed

---

<sup>9</sup> H. MARKOWITZ, *Portfolio Selection*, in *Journal of Finance*, 7, 1952, 77-91; P.A. SAMUELSON, *Lifetime Portfolio Selection by Dynamics Stochastic Programming*, in *Review of Economics and Statistics*, 51, 1969, 239-246; R.C. MERTON, *Lifetime Portfolio Selection under Uncertainty: The Continuous Time Case*, *Review of Economics and Statistics*, 51, 1969, 247-257.

uno che nasce dalla teoria dell'informazione<sup>10</sup> - una disciplina sviluppatasi all'incrocio tra la teoria della probabilità e la statistica -.

Le due linee di ricerca, che non si sono mai incontrate, sono entrambe basate sul concetto di “scommessa”, utilizzato proprio nella forma del gioco d'azzardo (“gambling”) nella teoria dell'informazione o con il termine equivalente di “lotteria” nel campo della teoria delle decisioni (un *wording*, la “lotteria”, esattamente corrispondente a quello, “lotterie autorizzate”, dell'art. 1935 del codice civile del 1942). La differenza tra i due approcci è tecnica, e non rileva qui se non per la differente filosofia nei confronti dell'incertezza.

La teoria economica rivendica la rilevanza, nelle scelte di investimento, dell'attitudine verso il rischio degli operatori economici. Le diverse attitudini al rischio funzionano da griglia. Qui, il modello di contraente non è quello, libero e auto-responsabile, del codice civile, ma è il modello, paternalista, del contraente che appartiene a predefinite categorie di rischio.

Al contrario, la teoria dell'informazione affronta il problema delle migliori strategie da seguire nel gioco d'azzardo senza fare alcuna assunzione sulla psicologia degli individui e sul loro comportamento rispetto al rischio. Non è raro trovare in questi lavori principi applicati allo stesso modo al gioco del *black-jack* e all'investimento in titoli azionari. Il modello è il contraente libero, consapevole auto-responsabile e potenzialmente razionale (indipendentemente dalla riconduzione a predefinite categorie di rischio).

I due approcci hanno in comune la definizione della legge di probabilità che guida il gioco o l'investimento, che è ovviamente fuori dalla portata del giocatore o dell'investitore. È un dato esterno, di cui il contraente è consapevole o non. Nel gioco, è stabilita la probabilità di ottenere testa o croce in un lancio di una moneta o di ottenere un numero in un lancio di dadi. Nell'investimento, è definita una legge che guida la dinamica di un prezzo e la probabilità che il prezzo possa indirizzarsi in diversi scenari.

---

<sup>10</sup> J.L. KELLY, *A New Interpretation of the Information Rate*, in *Bell System Technical Journal*, 35, 1956, 917-926; L. BREIMAN, *Optimal Gambling Systems for Favorable Games*, in *Proc. of the 4th Berkeley Symposium on Math. Statistics and Probability*, 1, 1969, 63-68; H.A. LATANÉ, *Criteria for Choices among Risky Ventures*, in *Journal of Political Economy*, 45(4), 144-155.



Se ipotizziamo che i prezzi si formino in un mercato liquido, nel quale operano un vasto numero di investitori e “scommettitori” pronti a sfruttare ogni nuova informazione (speculatori), il prezzo rifletterà la media dei valori attesi negli scenari futuri. Lo speculatore è quindi il protagonista ideale della finanza, quello che *pulisce*, che *fa parlare* i prezzi, ed è, per il diritto finanziario, il contraente-modello. Peraltro, per essere tale lo speculatore ha bisogno, per forza, che il diritto faccia il possibile per affiancargli un intermediario *fedele*. Altrimenti, l’ipotesi dell’efficienza informativa del mercato dei capitali è messa fuori gioco in partenza.

Ipotizziamo un prodotto che paghi 1000 euro a una data futura se un indice di borsa ha superato una certa soglia, e supponiamo di osservare che il prezzo di mercato di questo prodotto sia 600. È chiaro che il prezzo attribuisce una probabilità del 60 % al fatto che alla data convenuta l’indice di borsa sia superiore alla soglia prescelta e l’investitore riceva la somma di 1000 euro. Se così non fosse, un flusso infinito di acquisti o vendite si scaricherebbe sul titolo finché il prezzo non tornasse al livello di 600.

Si può discutere sulla natura di questa probabilità. Sarebbe utile lo si facesse superando il tetro ammonimento che anche ciò che è improbabile può verificarsi (una probabilità è una probabilità).

Il dibattito che rileva è quello tra probabilità oggettiva (intesa come frequentista, cioè basata sulla ripetizione di un esperimento) e soggettiva (intesa come un valore attribuito a un evento), ma si tratta di un dibattito fuorviante in questo tipo di applicazione. È chiaro che non esiste qui un esperimento che possa essere ripetuto, e quindi l’accezione di probabilità è quella soggettiva.

Il soggetto che attribuisce la probabilità è il mercato, che raccoglie e uniforma le probabilità attribuite dagli individui. L’oggettività della probabilità che si forma sul mercato risiede proprio nel fatto che qualunque altra proposta di prezzo, basato su una probabilità diversa, sarebbe immediatamente assorbita.

La probabilità che il mercato attribuisce ad un evento o ad uno scenario e l’avversione al rischio del mercato. In altri termini, potremmo dire che si tratta di una probabilità distorta in maniera cautelativa incrementando il peso attribuito agli eventi negativi. Esiste una letteratura, tecnicamente abbastanza complessa, sulla separazione di questi due elementi, che serve essenzialmente a chi svolge il mestiere

di economista dei mercati finanziari, ma il tema non rileva qui, perché la probabilità che a noi interessa è quella riflessa nei prezzi, inclusiva di entrambi i suoi elementi. Se infatti il prezzo del nostro prodotto finanziario domani scende a 550, non è rilevante sapere se la perdita di 50 deriva da un elemento o dall'altro.

Una condizione necessaria perché il prezzo trasmetta questa informazione è che esso sia attivo e coinvolga un numero di operatori rilevante. Nei modelli teorici dei mercati finanziari si assume che ogni operatore possa operare direttamente su un mercato trasparente per ogni possibile prodotto finanziario, compreso il nostro esempio di prodotto che paga 1000 euro se un indice di borsa a una certa data futura si trova al di sopra di una certa soglia.

Nella realtà, qualsiasi investitore, che non sia un intermediario, non ha la possibilità di accedere a prodotti di questo tipo, che sono venduti dagli intermediari finanziari alla clientela finale in una relazione bilaterale (OTC), mentre solo gli intermediari possono accedere al mercato dove questi prodotti finanziari sono scambiati.

Nel nostro esempio, il cliente potrebbe negoziare con la banca un prodotto che gli paghi 1000 euro se un indice di borsa è al sopra di una certa soglia e la banca potrebbe proporgli il prodotto per 700 euro. In questo modo la banca comunicherebbe al cliente una probabilità di successo superiore rispetto a quella scambiata sul mercato. In questi tipi di scambio la banca si comporta da intermediario e, sovente, copre il contratto venduto con un'operazione cosiddetta *back-to-back*: compra sul mercato il prodotto che sta vendendo al cliente, in questo caso a un prezzo di 600, ottenendo i 100 euro di differenza. Non è così nel caso dei contratti derivati più esotici, che sono prodotti all'interno con politiche di copertura (*in house*).

Lo scarto tra la probabilità scambiata sul mercato e quella incorporata nel prodotto è lo squilibrio di valore, ignoto all'investitore, di cui l'intermediario si avvantaggia. Tutti vedono che non è un prezzo pagato al momento della conclusione del contratto, e difatti l'espressione "costo implicito" è infelice al pari dell'espressione "commissione occulta". Tutti vedono peraltro che il contratto, finanziariamente, non ha alcun senso, perché presuppone indefettibilmente l'ignoranza di un contraente e l'approfittamento dell'altro, quindi due assunti fattuali sulla base dei quali nessuna teoria economica può essere avallata dal diritto: il dibattito su informazione,

causa, meritevolezza, liceità etc. sono dettagli, oggetto di travagliate discussioni, sovente superficiali, ora sopite dalla sentenza n. 8770 del 2020 delle Sezioni Unite, che esprime un ovvio smarcamento del diritto da una simile deriva.

Nel caso in esame, se il giorno successivo il prezzo di 600 è confermato e il cliente vuole uscire dalla transazione e rivendere il contratto, lo potrà rivendere a 600 registrando una perdita di 100<sup>11</sup>. Lo scenario è quello, di rara gravità per il diritto (sotto più profili), per il quale l'investitore è indotto ad entrare in un gioco, in cui egli viene a conoscenza del costo di uscita, del quale era ignaro al momento di entrare.

La perdita sarà giustificata con il riferimento a “costi di chiusura”, mentre essa è in realtà dovuta al fatto che al cliente non era stata comunicata la probabilità di mercato e il prezzo del prodotto: il suo valore equo (*fair value*).

Dal lato dell'intermediario, questi incassa 100 se ha effettivamente concluso una scommessa equa di segno opposto con il mercato. Se per ipotesi non lo ha fatto, la conseguenza per il nostro investitore non cambia: a suo carico c'è uno squilibrio finanziario di 100.

Una parentesi terminologica ma non solo.

A proposito dell'esatta ricostruzione in termini di “scommessa”, operata dalle Sezioni Unite sul piano del diritto, va detto che, sul piano finanziario, dire che in questo caso il cliente ha perso una scommessa è estremamente benevolo. Una “scommessa” è degna di chiamarsi tale se è trasparente e razionale, altrimenti non è una scommessa, è altro. Se è altro, la conseguenza, per quel che riguarda il versante del diritto civile, è che gli effetti della “scommessa”, che tale non è, restano a carico dell'intermediario.

La ricostruzione in termini di “scommessa” corrisponde perfettamente all'operatività delle banche, per le quali la conclusione dei contratti di *swap* ha una squisita natura aleatoria. Difatti, ad un elementare approccio civilistico, la qualificazione di un contratto riguarda il rapporto, eventualmente complesso, fra i contraenti, non altri rapporti, che uno solo di essi, ed egli soltanto, concluda con terzi, e che

---

<sup>11</sup> Si noti che la raccomandazione CONSOB del 2009 sui titoli illiquidi prevedeva la specificazione del prezzo di immediata rivendita del prodotto per ovviare a fenomeni di questo tipo.

riguardino la filiera interna di lui solo. Se A scommette con B, che si copre scommettendo in termini speculari ed opposti con C, nessuno direbbe mai che quella tra A e B non è una scommessa, sol perché B ne ha di fatto neutralizzato gli effetti, scommettendo in termini speculari ed opposti con C. Dunque, se conclude uno *swap* con B, e si copre con uno *swap* eguale ed opposto con C, la banca assume due alee opposte destinate a neutralizzarsi: e i due *swap* conservano la natura di scommessa.

### 5. Scommesse e “valore equo”

Nell'esempio precedente, l'intermediario avrebbe venduto ad un cliente una scommessa non equa, ad un prezzo di 700 euro per ottenerne 1000 in caso di successo. Avrebbe incassato 100 prendendo una scommessa equa di segno opposto con il mercato. Questo ci conduce al concetto di valore equo, che corrisponde al valore di mercato di una scommessa, e quindi al valore di mercato di un prodotto finanziario.

Abbiamo detto che la formazione di un valore equo dipende dalla presenza di un mercato in grado di formare un prezzo che incorpori tutta l'informazione disponibile. La quale, nel mondo reale, deve essere veicolata da un intermediario trasparente e fedele, perché l'investitore è completamente estraneo all'ambito dei rapporti in cui si formano i prezzi dei derivati. Questo concetto è noto nell'economia dei mercati finanziari come proprietà di *efficienza* dei mercati<sup>12</sup>. In un mercato efficiente, ogni nuova informazione induce una variazione imprevista nei prezzi. Questa proprietà di movimento dei prezzi è nota come passeggiata casuale (*random walk*). Nel nostro esempio, il valore atteso domani del prezzo del prodotto finanziario rimarrà 600 euro, lo stesso di oggi. La probabilità di guadagnare o perdere sarà 50 %, ma il cliente che avrà pagato il prodotto 700 avrà una probabilità di perdere più elevata.

Abbiamo visto che la proposta di una scommessa non equa ha trasmesso al cliente un valore di probabilità distorto, come se una moneta o un dado fossero stati truccati, facendo credere una probabilità di successo più alta o più bassa (in funzione della natura della

---

<sup>12</sup> E. FAMA, *Efficient Capital Markets. A Review of Theory and Empirical Work*, in *Journal of Finance*, 25(2), 1970, 383-417.

scommessa). Poiché il valore del prezzo corrisponde alla probabilità, abbiamo anche visto che questo aumenta la probabilità di perdita di valore del prodotto finanziario a danno del cliente. Tutto questo avviene perché al cliente non viene comunicato il valore equo del prodotto, che corrisponde al suo valore di mercato e quindi al valore di una scommessa equa. Come si vede, il problema, finanziario ma poi anche giuridico, non sta nell'equità del prezzo in sé, ma nella trasparenza. È, poi, la trasparenza a condurre alla formazione di un prezzo equo; ciò che conta è che il diritto assicuri la necessaria premessa di efficienza del meccanismo. Detto in altre parole, il problema non è che in quel singolo contratto la bicicletta è pagata consapevolmente 100 quanto si sa che vale 80 – che male ci sarebbe? – ma che la bicicletta viene pagata 100 perché si crede che vale 100, mentre vale 80, un meccanismo molto stupido – dal versante, innanzitutto, finanziario e in senso lato economico - che il diritto non può mai avallare, soprattutto considerato che sono in gioco non una, o poche, ma una serie infinita di operazioni.

Ovviamente, gli intermediari riportano in bilancio i prodotti del *trading book* al loro *fair value*. I prodotti sono distinti in prodotti di livello 1, per cui esiste un prezzo osservato su un mercato trasparente, di livello 2, per cui il prezzo può essere ottenuto osservando parametri su un mercato trasparente, e prodotti di livello 3, per cui non esistono informazioni di modello (cfr. art. 2427 *bis* cod. civ.). I prodotti derivati OTC sono tipicamente classificati tra i prodotti di livello 2. Quelli più complessi sono di livello 3.

Dopo la crisi del 2008, la nuova regolamentazione europea EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*) richiede che i contratti più intensamente standardizzati, come i contratti *swap*, siano scambiati tra intermediari su mercati organizzati autogestiti dalle banche noti come *Central Clearing Counter Party* (CCP). Nel caso dei contratti *swap* e degli altri prodotti standard siamo quindi esattamente nel caso descritto nel nostro esempio: il contratto stilato con il cliente finale viene chiuso con il mercato.

Nella rappresentazione contabile, le banche aggiustano il valore equo per tenere conto dei rischi aggiuntivi che derivano dal rapporto con il cliente: il rischio che il cliente sia insolvente, o che voglia interrompere il contratto prima della scadenza, inducendo la banca a chiudere anzitempo il contratto di copertura. Gli aggiustamenti (*fair value adjustment*, FVA), insieme all'ulteriore squilibrio che la banca

pone a carico del cliente quale compenso per il suo intervento di intermediazione, sono spiegazioni, del tutto razionali, del fatto che il prezzo predisposto dalla banca con il cliente sia superiore a quello prevalente sul mercato. Non sono peraltro ragioni sufficienti, perché nel nostro sistema, consensualista e causalista, un pagamento è sorretto da un titolo idoneo se alla sua base c'è un consenso consapevole, e se questo consenso si appoggia su una causa meritevole. Quindi, osservare che lo squilibrio, a carico del cliente e a beneficio della banca, ha splendide giustificazioni economiche (per la banca), non significa ancora nulla dal lato del diritto dei contratti, se lo squilibrio non è noto e consapevolmente accettato dal cliente.

Il fatto che lo squilibrio dei flussi attesi non sia esplicitato nasconde al cliente la probabilità che il mercato attribuisce alla scommessa e l'informazione distorta rende la scelta del cliente finanziariamente insensata e frutto di un consenso non consapevole. Questa distorsione cognitiva non è frutto né di *bias* né di euristiche, ma di semplice e autentica ignoranza, un'ignoranza indotta dall'intermediario. Una componente irrazionale della scelta è invece presente allorché, com'è accaduto spesso, l'intermediario si presta a ristrutturare la scommessa in corso, ovviamente a condizioni più penalizzanti per il cliente, finanziando la perdita con l'erogazione di *up front*, che le Sezioni Unite con la sentenza n. 8770 qualificano definitivamente come finanziamenti. Anche qui, naturalmente, l'ammontare dell'*up front* è una variabile dipendente dal valore del derivato al momento della ristrutturazione (e quindi dal valore del nuovo derivato ristrutturato).

La trasparenza sulla probabilità equa - e, a parte, la trasparenza sul valore dell'aggiustamento e del compenso caricato, sotto forma di ulteriore squilibrio di valore - consentirebbe al cliente di prendere una decisione razionale sulla scommessa. L'esplicita e meditata condivisione da parte delle Sezioni Unite del modello di trasparenza ha esattamente questo significato: si legge nella sentenza n. 8770 che «la validità dell'accordo va verificat(a) in presenza di un negozio (tra intermediario ed ente pubblico o investitore) che indichi (o meno) la misura dell'alea, calcolata secondo criteri riconosciuti ed oggettivamente condivisi, perché il legislatore autorizza solo questo genere di scommesse sul presupposto dell'utilità sociale di quelle razionali, intese come specie evoluta delle scommesse di pura abilità».

## 6. Scommesse e informazione

100 anni fa, nel 1921 Frank Knight, dell'Università di Chicago, pubblicò un libro, dal titolo “Rischio, Incertezza e Profitto”, in cui proponeva una differenza tra i concetti di rischio e di incertezza. Una situazione di rischio si verifica quando si deve prendere una decisione conoscendo le probabilità dei diversi scenari. Quando sappiamo che una moneta è perfettamente bilanciata, sappiamo che abbiamo una probabilità del 50% di ottenere testa. Se sappiamo che la moneta non è perfettamente bilanciata, siamo invece in una situazione di incertezza, perché non siamo in grado di assegnare una probabilità precisa all'evento di ottenere testa. Da allora questo tipo di incertezza è definita come “incertezza nel senso di Knight” (*Knighthian uncertainty*); essa indica scelte, per le quali non si conosce la probabilità di successo.

Quarant'anni dopo, e sessant'anni fa, nel 1961, Ellsberg propose degli “esperimenti mentali” per mettere in luce la differenza tra rischio e incertezza<sup>13</sup>. In particolare, Ellsberg mise in luce che la teoria delle decisioni su cui si basava la teoria economica, la teoria dell'utilità attesa, non era in grado di spiegare il comportamento dei decisori di fronte all'incertezza (in senso di Knight). Uno di questi esperimenti, ad esempio, consisteva nella scelta di scommettere sull'estrazione di una pallina di un colore da due urne: per una delle due si conosceva la composizione delle palline di diverso colore, informazione che non era fornita per l'altra. Il paradosso di Ellsberg dimostrò che un decisore che utilizzi l'utilità attesa per orientare la propria scelta non avrebbe mostrato una preferenza per una delle due urne. Nella realtà, argomentava Ellsberg, è naturale ritenere che la conoscenza o meno della composizione dell'urna non lascerebbe indifferente il decisore.

Il paradosso di Ellsberg fu ripreso venti anni dopo da un nuovo ramo della teoria delle decisioni, che estese la scelta al grado di informazione disponibile dagli investitori per lotterie diverse. In particolare, scommesse per le quali non si conosce con precisione la probabilità sono definite “lotterie ambigue”. Esse si possono definire anche “scommesse cieche”, contrapposte alle “scommesse razionali”.

---

<sup>13</sup> D. ELLSBERG, *Risk, Ambiguity and the Savage Axioms*, in *Quarterly Journal of Economics*, 75(4), 1961, 643-669.

Operatori che preferiscono investire su lotterie “non ambigue”, che nella nostra analisi corrispondono alle scommesse “razionali”, sono “avversi all’incertezza”. Una corposa sequenza di lavori nel campo della teoria sperimentale ha condotto alla scoperta dell’avversione all’incertezza nella maggior parte dei decisori (tipicamente l’80 % dei partecipanti agli esperimenti)<sup>14</sup>. Pertanto il contraente medio, lo scommettitore medio, il cliente medio che entra in un derivato con l’intermediario, è un soggetto che desidera conoscere le probabilità (detto altrimenti, è un contraente per il quale la conoscenza della qualità dell’investimento, consistente nelle probabilità, è un presupposto del consenso).

Anche il campo della neuro-economia ha affrontato il tema della scelta tra scommessa razionale e ambigua, studiando le sedi fisiche della scelta<sup>15</sup>.

Infine - ed è la cosa che più interessa qui - modelli economici spiegano che l’incertezza sulla probabilità porta gli operatori a scegliere di non partecipare, o di partecipare in misura minore, al mercato<sup>16</sup>. In questa prospettiva, per il giurista, premiare i derivati non trasparenti significa avviare il mercato dei derivati tra intermediario e cliente all’assottigliamento e, in definitiva, all’estinzione.

### 7. Scommesse simmetriche

Fino a questo punto abbiamo svolto la nostra argomentazione attorno a un tipo di scommessa che ha una particolarità. L’investitore, che scommette, paga una somma per ricevere 1000 euro se si verifica un evento, ad es. che un certo prezzo o indice di mercato è al di sopra di una certa soglia a una data stabilita.

In finanza, un prodotto di questo tipo rientra nella categoria dei “derivati non lineari” in cui a fronte del pagamento di una somma a pronti, un “premio”, si ha diritto ad ottenere un pagamento a una data futura, in funzione del valore del sottostante a una o più date future. Nel

---

<sup>14</sup> C.F. CAMERER-M. WEBER, *Recent Developments of in Modelling Preferences: Uncertainty and Ambiguity*, in *Journal of Risk and Uncertainty*, 5, 1992, 325-370.

<sup>15</sup> C.F. CAMERER, *Neuroeconomics: Using Neuroscience to Make Economic Predictions*, in *Economic Journal*, 117, 2007, 26-42.

<sup>16</sup> J. DOW-S. RIBEIRA DA COSTA WERLANG, *Uncertainty Aversion, Risk Aversion and the Optimal Choice of Portfolio*, in *Econometrica*, 60, 1991, 197-204.



nostro caso aggiungiamo anche che il tipo di non linearità è particolare, in quanto si tratta di un payoff cosiddetto “digitale”. Il “payoff”, cioè il pagamento ricevuto a fronte della scommessa, è 0 o 1000 euro se il sottostante è sotto o sopra la soglia stabilita<sup>17</sup>.

Le nostre argomentazioni possono essere estese senza complicazioni di sorta ai prodotti non lineari più standard, come le cosiddette opzioni “plain vanilla”. Perché ciò che rileva è che una delle due parti vende (“scrive”, si dice in gergo) la promessa di un pagamento, condizionata al verificarsi di uno scenario, a fronte del pagamento di una somma monetaria “a pronti” (cioè alla stipula del contratto) da parte dell’altra. In questo caso, la mancanza di trasparenza rispetto al valore di mercato della “scommessa” implica due effetti: i) la distorsione della scelta di chi acquista la scommessa, eventualmente per scopo di copertura; ii) il fatto che, se la scommessa è sciolta prima della scadenza, l’acquirente ha più probabilità di riportare una perdita, che non un guadagno. Il tema che si configura pare quindi simile a quello della trasparenza rispetto alla *best execution*.

Aggiungiamo ora un elemento in più al nostro esempio. Introduciamo una leggerissima formalizzazione dicendo che il cliente chiede alla banca un pagamento di 1000 euro se a una certa data futura un prezzo o un indice di mercato è superiore a una soglia  $H$ . Abbiamo visto che il prezzo che il mercato attribuisce a questa scommessa è 600 mentre quello che la banca proporrebbe al cliente è 700. La banca potrebbe proporre al cliente di pagare questa scommessa vendendo alla banca una scommessa di segno opposto: il cliente dovrebbe accettare di pagare alla banca 1000 euro se il prezzo o l’indice di mercato è al di sotto di una soglia  $L'$ . Anche in questo caso sul mercato la banca può leggere una scommessa del valore di 600 euro che paga 1000 euro se il prezzo o l’indice è inferiore a una soglia  $L$ . Nella pratica, la banca in questo caso offrirebbe al cliente, che non vede i prezzi di mercato, una scommessa “rialzista” sull’evento che l’indice di mercato sia superiore a  $H$ , contro una scommessa “ribassista” sull’evento che l’indice di mercato sia inferiore alla soglia  $L'$ . E sceglierebbe  $L'$  maggiore di  $L$ , in modo che ad esempio il valore della scommessa ribassista sia 700 invece di 600.

---

<sup>17</sup> In matematica una funzione di payoff di questo tipo è nota come “funzione a salto” o “funzione di Heavyside”.

In questo modo, la banca presenterà al cliente un “term sheet” che reciterà: banca paga 1000 euro se il valore dell’indice di mercato è superiore a  $H$ ; cliente paga 1000 euro se il valore dell’indice è inferiore a  $L'$ . Nessun pagamento *upfront* è riconosciuto in questo contratto, e mentre il cliente ritiene di non essere assoggettato ad alcun sacrificio, in realtà il sacrificio, sotto forma di perdita stimata, è nascosto nella struttura del contratto, in cui le probabilità sono state distorte a favore della banca. Parliamo, com’è ovvio, di un sacrificio non attuale. Ma probabile.

Il caso in cui il cliente vende un derivato come parte dell’operazione finanziaria non solo non è raro, ma è il più comune ed è presente nei casi più semplici. Infatti, questo scambio di derivati è presente in tutti i contratti di *swap*. Si tratta della casistica in cui rientrano pressoché tutti i casi esaminati dalle numerose sentenze italiane in materia. Inoltre, uno scambio di scommesse può essere rinvenuto nei prodotti finanziari, non solo derivati, più semplici, che nel gergo della finanza matematica si chiamano “lineari”.

Dal punto di vista della banca, che offre un servizio al cliente, non cambia molto rispetto al caso in cui la scommessa sia pagata in contanti piuttosto che in natura con un’altra scommessa. In entrambi i casi, infatti, la banca chiuderà i contratti con altre controparti bancarie, se non direttamente con il mercato. Non è quindi la scommessa in cui un rialzista si contrappone a un ribassista. È semplicemente una prestazione di servizio che annulla la necessità di un esborso monetario a pronti, da parte del cliente, indotto a contrarre un debito contingente, rispetto all’evoluzione del mercato.

La banca si espone al rischio di *default* del cliente, e ciò giustifica il “fair value adjustment” che essa riporterà in bilancio<sup>18</sup>. Proprio il fatto che la considerazione giustifichi una discrasia, rispetto ai valori di mercato, non riduce, ma accentua, la necessità di una rappresentazione

---

<sup>18</sup> La riduzione di valore dell’operazione in contratti derivati motivata dal rischio di insolvenza della controparte è nota con il termine tecnico di Credit Valuation Adjustment (CVA) e dipende dalla probabilità di default della controparte e dell’eventuale perdita a seguito di tale default. E’ comunque principio assodato nella disciplina contabile che a complemento di questo dovrebbe essere riportato un aumento del valore del prodotto derivato a rappresentare la probabilità di fallimento della banca, chiamata Debit Valuation Adjustment (DVA).

analitica e trasparente della misura dello squilibrio di valore a carico del cliente <sup>19</sup>.

In questo nuovo tipo di contratto, quindi, mentre rimane il tema della distorsione della probabilità sulla base della quale il cliente prende una decisione, si innesta l'ulteriore problema della consapevolezza del rischio da parte del cliente. Un'evoluzione del mercato contro di lui, infatti, può generare un aumento delle proprie passività. Si noti che il peggioramento della posizione negativa del *Mark-to-Market* non rileva solo come stima della perdita attesa e costo eventuale di chiusura del contratto, ma innanzitutto come peggioramento dei prospetti futuri attesi degli oneri per interessi, e del merito di credito del cliente, anche per via della presenza del *Mark-to-Market* in Centrale dei Rischi di Banca d'Italia.

Possiamo quindi rilevare che, nell'ipotesi in cui l'operazione in prodotti derivati perfezionata con un cliente implichi la vendita da parte di quest'ultimo di un'opzione a favore della banca, emerge il tema della consapevolezza del rischio che il cliente contrae nell'operazione. Senonché, il rischio di incomprensione opera già a monte, perché il cliente, che non abbia nozioni, almeno di base, di finanza matematica, non ha ovviamente la minima idea di vendere un prodotto derivato. Questa informazione non è veicolata neppure dal *mark to market*, un semplice numero, che sintetizza in un valore medio la stima delle probabilità. Per questo motivo, l'utilizzo di "scenari probabilistici"<sup>20</sup>, per una comunicazione sintetica della probabilità e della severità di perdita, relative al derivato (non, al rapporto sottostante), rappresenta un requisito imprescindibile affinché l'operazione possa essere affrontata dal cliente con un consenso consapevole e così con i criteri della "scommessa razionale".

---

<sup>19</sup> Tra l'altro risulta prassi comune, nei derivati con clientela corporate privata, trovare la richiesta da parte della banca di garanzie reali (come ad esempio un fondo di accumulo delle perdite di cui può venire richiesto il saldo in una guisa del tutto simile al concetto di "margin call") e che quindi abbattono il rischio di controparte connesso al default del cliente.

<sup>20</sup> M. MINENNA - M. BOI - G. M. RUSSO - A. VERZELLA - P. OLIVA, *Un approccio quantitativo Risk-Based per la trasparenza dei prodotti d'investimento non-equity*, *Quaderni di Finanza*, N.63, *Studi e Ricerche*, a cura dell'Ufficio Analisi Quantitative, CONSOB, Aprile 2009.

### 8. *Indebitamento a tasso fisso, variabile, e swap*

Si pensi alla scelta di una famiglia di finanziare l'acquisto di una casa con un mutuo a tasso fisso o a tasso variabile. Oppure si pensi all'emissione di debito di un'azienda o di un ente pubblico.

È intuitivo che un finanziamento a tasso variabile favorisce l'emittente (*payer*, nel gergo più generale applicato ai contratti *swap*) nell'ipotesi di discesa dei tassi, mentre favorisce l'investitore (*receiver*) se i tassi e l'inflazione salgono. E in effetti, si può tecnicamente mostrare che ogni pagamento indicizzato (a tasso variabile) può essere visto come l'acquisto di un'opzione rialzista (*call*) sul tasso di interesse di riferimento a fronte della vendita di un'opzione ribassista (*put*) sullo stesso tasso. Si può mostrare che il prezzo di esercizio (*strike*) di queste opzioni corrisponde al tasso a termine (*forward rate*).

Il finanziamento a tasso variabile espone quindi il *payer* a scenari di aumento dei tassi e dell'inflazione, nel qual caso egli vedrà aumentare gli oneri di interesse da pagare. La natura lineare del prodotto implica che, a questa esposizione, corrisponde una prospettiva di guadagno a favore dell'altra parte. Nello stesso modo, il *receiver* è esposto a una riduzione dei tassi, che invece rappresenta un'opportunità per l'altro. Il rischio di un rapporto di finanziamento a tasso variabile è quindi legato all'incertezza sui flussi di cassa, come è noto a tutti. Ciò che non è noto, invece, è che, a fronte di questo rischio, finanziamenti a tasso variabile garantiscono di preservare il valore del finanziamento. Per questo motivo, in caso di estinzione anticipata del contratto non sono sovente previste rilevanti penali per i mutui a tasso variabile.

Il tipo di rischio di un finanziamento a tasso fisso è speculare. Qui non c'è una fluttuazione dei flussi di cassa, ma il valore del finanziamento può essere estremamente sensibile alla variazione dei tassi di mercato<sup>21</sup>. In questo caso una riduzione dei tassi di mercato implicherà un aumento del valore della passività; ciò spiega la presenza di penali, nei finanziamenti a tasso fisso, per il caso di estinzione anticipata.

Com'è noto, i contratti *di interest rate swap* consentono di cambiare la natura dei flussi, attraverso lo scambio di pagamenti a tasso fisso

---

<sup>21</sup> La sensitività corrisponde alla media ponderata dei tempi dei flussi di cassa, nota con il termine di *duration*.

contro pagamenti a tasso variabile. Anche in questo caso, ovviamente, i contratti di *interest rate swap* sono soggetti alla scomposizione in termini di acquisto e di vendita dei derivati.

Naturalmente, come bene motiva la sentenza delle Sezioni Unite n. 8770, l'intento unilaterale di copertura, ad es. dell'ente locale, non rende irrilevante la trasparenza dell'alea. Perché la trasformazione dell'esposizione, dal variabile al fisso, non copre nulla, se la stima dei flussi è negativa per l'ente locale e se sono diversi gli scenari probabilistici. Sicché la trasparenza sulla qualità e la quantità del rischio è il più elementare e ovvio prerequisite per un consapevole intento di copertura.

In più, i contratti di *swap* consentono di modellare i flussi di cassa in termini particolari. Si tratta dei cosiddetti flussi strutturati, in cui altri derivati intervengono per limitare i rischi cui sono esposti *payer* e *receiver*. I contratti più tipici a questo proposito sono noti come *collar*. Un *collar* comprende un *cap*, che protegge il *payer* dall'aumento dei tassi, e quindi dei pagamenti, e un *floor*, che protegge il *receiver* dalla riduzione dei tassi, e quindi dei proventi.

Un *collar* è la rappresentazione paradigmatica dello scambio di scommesse che abbiamo discusso nelle sezioni precedenti. Chi riceve pagamenti variabili vende alla parte che li paga una protezione contro l'aumento dei tassi, un'opzione *call*. Chi paga invece vende a chi riceve una protezione contro il ribasso dei tassi. Nella configurazione tipica che troviamo nei *collar* con enti locali o con piccole e medie imprese la banca vende una copertura contro il rialzo dei tassi e compra dal cliente una copertura contro il ribasso, proprio come nel nostro semplice esempio nelle sezioni precedenti.

L'analisi dei *collar* ci consente quindi di riassumere gli effetti di quella pratica di mancata trasparenza sulle scelte dei clienti. In conclusione, da un lato la mancanza di trasparenza sui costi offusca il valore *mark-to-market* del contratto. Dall'altro, il fatto che lo squilibrio di valore sia nascosto nel *floor* venduto dal cliente riduce la regione in cui il cliente paga il tasso variabile: in certi casi, la distorsione è talmente accentuata ed il contratto così asimmetrico che il contratto si riduce a trasformare i pagamenti al livello di quelli a tasso fisso, e il tasso variabile consente solo la possibilità di un rialzo dei pagamenti di interesse.

## 9. Esempi

Illustriamo ora con esempi caratteristici di contratti che è comune incontrare nel mondo reale gli effetti della mancanza di trasparenza nel valore del contratto e nella struttura di rischio. Mostriamo come la pratica di ricavare le commissioni modificando la struttura di un contratto di fatto ne riduce l'efficacia e in alcuni casi ne snatura perfino le caratteristiche fondamentali. Così, per esempio, l'offerta di un prodotto che consenta pagamenti a tasso variabile nella realtà dei fatti si può tramutare in un flusso di pagamenti fissi. Oppure la commissione inserita nella struttura del contratto può assumere le caratteristiche di una scommessa il cui valore può esplodere nel tempo se si verificano particolari scenari.

La storia dell'esperienza in derivati degli enti locali italiani è descritta con chiarezza nella sentenza n. 8770, e trova la sua origine nel tentativo da parte dello stato centrale, a partire dal 2001, di consentire agli enti locali un accesso autonomo al mercato con l'emissione di titoli per il finanziamento delle attività di investimento. In realtà la proibizione di emettere titoli con rimborso unico del capitale alla fine (quelli che nel caso di pagamenti di cedole fisse sono noti come *bullet bond*) ha limitato questa possibilità, poiché gli investitori sui mercati sono abituati a investire su questo tipo di titoli, piuttosto che su flussi di cassa che contemplino un piano di ammortamento. Questo ha portato le banche a proporre prodotti derivati particolari, noti come *interim exchange*, in cui l'emissione del titolo era accompagnata ad un servizio in cui le banche stesse incassavano un piano di ammortamento a fronte della promessa di pagare il rimborso del titolo in un'unica somma alla scadenza. In questo modo sono stati emessi i titoli BOC (Buoni Ordinari Comunali) al momento ancora presenti sul mercato.

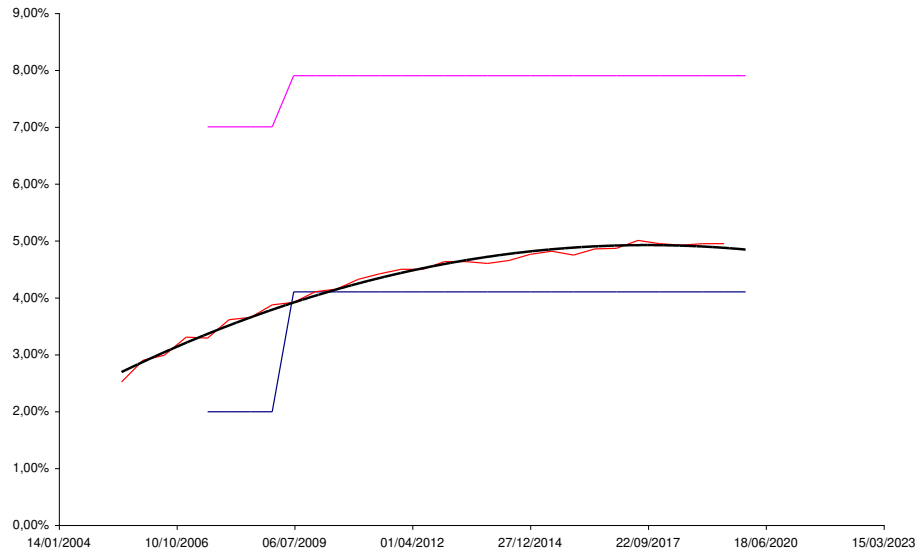
Mentre il sistema bancario interveniva con derivati per la strutturazione di emissioni, è stato naturale includere contratti per la gestione dei flussi di cassa correnti, che derivavano da mutui e debiti delle amministrazioni pubbliche contratte nel periodo precedente all'introduzione dell'Euro, con tassi elevati e all'inizio di questo secolo assolutamente fuori mercato. Curiosamente, l'offerta delle banche nel primo periodo di rapporto con gli enti locali si è orientata a prodotti che niente avevano a che vedere con un servizio di gestione del rischio delle passività degli enti. Il prodotto tipico di questa prima fase era del tipo

definito “digitale”: nella forma tipica, l’ente vedeva ridursi di una percentuale fissa il suo costo di finanziamento nello scenario in cui avesse vinto una scommessa sul ribasso dei tassi; in caso di scommessa persa, il finanziamento sarebbe passato a tasso variabile con un notevole aggravio di spesa.

Desto sorpresa il fatto che l’offerta da parte delle banche si sia indirizzata su prodotti, come quelli digitali, non comuni nell’operatività dei mercati e ciò lascia aperto il quesito se l’offerta sia stata motivata da una strategia cosciente della tipologia anomala di questi prodotti o da mancanza di diligenza professionale da parte anche degli esponenti dell’industria bancaria che li proponevano. Di certo l’offerta coinvolgeva diversi attori, alcuni dei quali (*originator, salesman*) non dispongono delle conoscenze di tipo quantitativo che invece possiedono i produttori, o più precisamente gli *strutturatori* del prodotto. Fatto sta che nel 2003 il legislatore è dovuto ancora intervenire limitando le tipologie di prodotto che potevano essere offerte agli enti pubblici ai contratti *swap* e *collar* che abbiamo descritto sopra, e vietando i contratti digitali. A seguito di questo intervento, le banche sono nella maggior parte dei casi intervenute proponendo il cambio del contratto agli enti, e la tipologia di contratti digitali si è largamente ridotta, anche se non è stata del tutto eliminata. Comunque, limiteremo questa analisi ai casi più comuni che sono stati utilizzati con gli enti locali a partire dall’intervento del 2003, e che rappresentano la maggioranza dei contratti ancora attivi. Com’è noto, l’uso dei contratti derivati da parte degli enti locali è stato proibito con l’intervento legislativo del 2013.

*Collar asimmetrici.* Il primo esempio di forma tipica di un contratto derivato stipulato da una banca con un ente locale è il *collar*. Il *collar* può intervenire su un contratto *swap* che cambia i flussi di pagamento a tasso fisso in flussi di pagamento a tasso variabile, oppure direttamente su flussi di pagamenti variabili. In ogni caso il fine è proteggere i pagamenti dal rialzo dei tassi, allo stesso tempo proteggendo i flussi ricevuti dalla controparte dal ribasso dei tassi. Nello scegliere il *collar*, l’ente locale di fatto rinuncia volontariamente al pieno sfruttamento di uno scenario di discesa dei tassi. Il *collar* è un buon prodotto per la gestione del rischio, che implica lo scambio di scommesse (ma anche protezione) tra le parti. Il punto è che la scommessa tipicamente proposta è fortemente asimmetrica, e mentre

offre una qualche garanzia contro il rialzo dei tassi, di fatto nei contratti più tipici esclude gran parte dei benefici attesi da una riduzione dei tassi.



*Figura 1.* Un esempio di *cap* e *floor* (*collar*) asimmetrico.

L'asimmetria emerge chiaramente nella Figura 1, che riporta la forma di un collar tipico utilizzato con enti locali. Si può innanzitutto notare la forma *strutturata* del collar: il canale nel quale sono contenuti i pagamenti futuri non è lo stesso per tutte le scadenze, ma tipicamente viene calibrato intorno a valori più alti per le scadenze più lontane. Si può notare come la curva dei tassi *forward*, che in finanza rappresenta il valore equo delle cedole variabili future, all'origine del contratto sia di fatto addossata al valore del limite inferiore, il *floor*. In altri termini, è molto più probabile che il tasso scenda al di sotto del *floor*, uno scenario a favore della banca, che non al di sopra del *cap*. In questo esempio vediamo quindi riportati i due elementi discussi in questo saggio: la costruzione di un prodotto finanziario distorto rispetto ad una struttura equa; e il caricamento delle commissioni nel valore del derivato che il cliente implicitamente vende alla banca.

Si noti come le commissioni inserite nella struttura del contratto abbiano l'effetto di ridurre l'efficacia e la fungibilità come strumento



di gestione del rischio. L'efficacia del contratto è infatti misurata dal suo grado di simmetria: in *collar* simmetrici, anche noti come *zero cost combination*, l'uguale efficacia per le due parti è garantita dall'uguaglianza del valore delle due scommesse. Per un confronto, la figura 2 riporta un contratto in forma simmetrica. Qui il valore della protezione venduta dall'ente alla banca contro il ribasso dei tassi avrebbe lo stesso valore di quello acquistato contro il rialzo, e all'ente resterebbe, con una certa probabilità, la possibilità di sfruttare un possibile ribasso futuro dei tassi. In questo caso ovviamente le commissioni della banca dovrebbero essere caricate a parte.

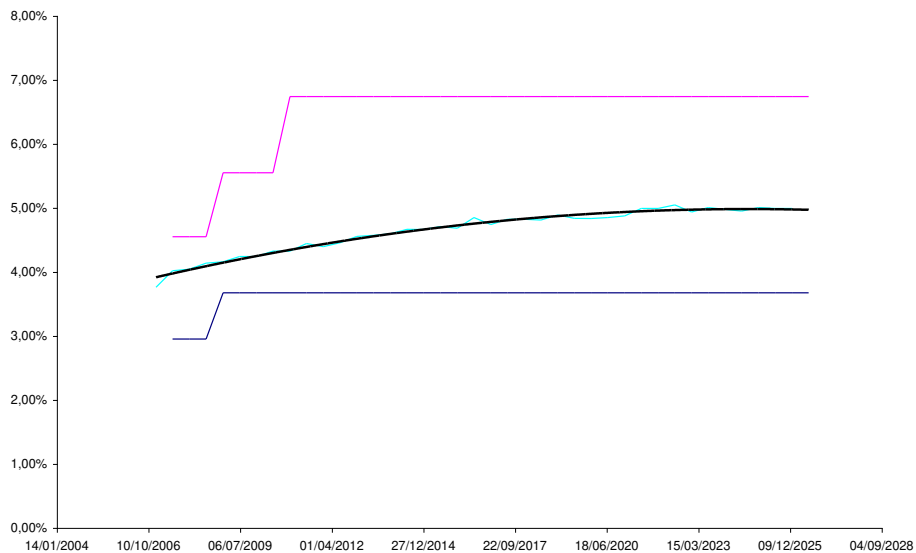


Figura 2. Un esempio di *collar* (*cap e floor*) simmetrico.

Commissioni digitali. È semplice mostrare come un contratto di *collar*, come quello descritto sopra, pur se disegnato in maniera simmetrica, possa, con la modifica di un piccolo dettaglio insignificante agli occhi di un profano, aumentare la complessità e il rischio. Consideriamo il seguente *term sheet* in cui il cliente corrisponde:

i) pagamenti fissi pari al tasso  $L'$  se il tasso di riferimento è inferiore alla soglia  $L$ , minore di  $L'$ ;

ii) pagamenti a tasso fisso  $H$  se il tasso di riferimento è superiore ad  $H$ ;

iii) pagamenti a tasso variabile, indicizzati al tasso di riferimento, se questo è compreso tra  $L$  e il  $H$ .

A prima vista si tratta quindi di un *collar*, ma non un *collar* usuale. La differenza sta in un dettaglio: sarebbe un *collar* normale se il cliente pagasse  $L$  se il tasso di riferimento è inferiore a  $L$ , e  $H$  se è superiore a  $H$ . La differenza è che se il tasso di riferimento è inferiore a  $L$ , il cliente paga  $L'$ , che è maggiore di  $L$ . Comprendere che questo dettaglio fa una differenza enorme può richiedere qualche conoscenza di derivati finanziari. Infatti, lo scambio di flussi descritto sopra, tradotto in scambio di rischi, diventa così:

1) la banca vende all'ente, per ogni pagamento di interessi, un'opzione *call* (*cap*) sui tassi di interesse con *strike* pari al  $H$ ;

2) il cliente vende alla banca, per ogni pagamento di interessi:

a. un'opzione *put* (*floor*) sui tassi di interesse con *strike* pari a  $L$

b. un'opzione *put* digitale che paga la differenza tra  $L'$  e  $L$  se il tasso di interesse è uguale o inferiore a  $L$ .

È facile notare che la somma delle due opzioni genera il valore di  $L'$  che la banca riceve nell'ipotesi che i tassi scendano sotto la soglia di  $L$ . Anche assumendo che il collar con soglie  $H$  e  $L$  sia equo, in questo prodotto abbiamo che la commissione è rappresentata dalla vendita di un'opzione digitale, che paga la somma  $L' - L$  ogni qualvolta il tasso di riferimento sia inferiore a  $L$ . È un buon affare? Innanzitutto, il cliente dovrebbe essere in grado di capire che sta pagando la sua commissione vendendo una scommessa. Una volta capito questo, valuterebbe la sua scommessa in base alla probabilità che il mercato attribuisce all'eventualità che alla data di definizione di ogni pagamento di interessi il tasso di riferimento scenda al di sotto della soglia  $L$ . Infine, dovrebbe anche valutare il fatto che il pagamento della commissione avverrebbe proprio quando le cose si mettono contro di lui, cioè quando i tassi scendono e diventa più onerosa la parte del *collar* (il *floor*) che ha venduto alla banca. Piove sul bagnato, si potrebbe dire per descrivere questo tipo di commissione. Si sarebbe potuto fare meglio? Senz'altro si sarebbero potute offrire alternative al cliente. Ad esempio, si sarebbe potuta quotare una commissione fissa, non contingente agli sviluppi del tasso d'interesse di riferimento. La commissione avrebbe dovuto consistere in rate senz'altro inferiori a  $L' - L$ . Un'altra possibile

soluzione avrebbe potuto essere offrire una commissione che si attivasse soltanto quando il cliente esercita l'opzione che ha comprato dalla banca: un'opzione digitale *call* anziché *put*. Probabilmente, in questo caso è ragionevole ritenere che la banca avrebbe potuto richiedere un payoff contingente fatto di rate anche superiori a  $L' - L$ , sulla base dell'argomento che la protezione contro il rialzo dei tassi verrebbe pagata solo quando viene effettivamente utilizzata.

#### 10. Conclusioni

La lezione che possiamo trarre dagli esempi sopra riportati è che spesso gli aspetti della trasparenza dei valori, la fungibilità dei prodotti e la consapevolezza dei rischi si trovano associati all'interno dei prodotti finanziari in un intreccio che non è agevole districare. Abbiamo visto che nei *collar* asimmetrici le commissioni inserite nella struttura del prodotto di fatto ne frenano, o eliminano del tutto l'efficacia del prodotto, impedendo di sfruttare il ribasso dei tassi. Mentre il prodotto potrebbe essere disegnato in modo da separarne la struttura e il costo, è stata invece spesso scelta l'alternativa di distinguere il tasso d'interesse, pagato fuori dalla soglia del *collar*, dalla soglia stessa. In questo modo, mentre le soglie del *collar* possono essere disegnate in modo equo, la commissione introdotta nel prodotto è, a sua volta, una scommessa, ossia un'opzione digitale.

In definitiva, e per chiudere: districare la struttura del prodotto dalle commissioni, come abbiamo fatto in questi esempi, può richiedere competenze, che non sono a disposizione di clientela non specializzata.

Pertanto, solo i requisiti richiamati, a pena di nullità, dalla sentenza, cui è dedicata questa nota, che comportano la trasparenza dei costi e dei rischi, consentono, anche a chi non sia esperto di finanza quantitativa, la possibilità di investire, cioè scommettere sul futuro, in maniera consapevole, quindi potenzialmente razionale.



## **Il ruolo del merito creditizio nella rinnovata disciplina in tema di composizione della crisi da sovraindebitamento: la chiusura di un cerchio?\***

**SOMMARIO:** 1. Premessa. – 2. Merito creditizio e tutela del consumatore. – 3. Il punto in tema di sanzioni per la mancata valutazione del merito creditizio da parte della banca ovvero per la stipula del contratto di finanziamento nonostante l'esito negativo della predetta. – 4. Il ruolo delle novità introdotte col codice della crisi (e anticipate nella l. 3/2012 in sede di conversione del cd. decreto "Ristori") e le ulteriori prospettive di riforma.

### *1. Premessa*

Il tema della verifica del merito creditizio del consumatore dinanzi a una richiesta di finanziamento e delle conseguenze di una erogazione avvenuta in sua assenza o in presenza di un esito negativo è tema sempre più attuale e discusso in un mercato soggetto a continui mutamenti di abitudini e frequenti crisi strutturali e trova una precisa collocazione negli artt. 124–*bis* e 120–*undecies* t.u.b., dedicati rispettivamente — in attuazione delle direttive 2008/48/CE e 2014/17/UE (di seguito, dir. 2008 e dir. 2014) — l'uno, ai contratti di credito ai consumatori in generale e, l'altro, al (solo) credito immobiliare<sup>1</sup>. Tali norme, in particolare, ove esigono di efficienza del

---

\* I temi introdotti nel presente scritto saranno oggetto di ulteriore analisi e approfondimento in un lavoro di prossima pubblicazione.

<sup>1</sup> In argomento, fra i tanti, v. L. ALBANESE, *La valutazione sul merito creditizio e l'inadempimento del consumatore nei contratti di credito immobiliare: profili di responsabilità e cortocircuiti normativi*, in *Resp. civ. e prev.*, 2019, 2006 ss.; G. BIFERALI, *Il credito ai consumatori*, in *Concorrenza, mercato e diritto dei consumatori*, G. Cassano, A. Catricalà e R. Clarizia (dir. da), Torino, 2018, 1851 ss.; R. DE CHIARA, *Art. 124–bis*, in *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, diretto da F. Capriglione, Tomo III, 3° ed., Milano, 2018, 2160 ss.; R. GRASSO, *Art. 120–undecies*, *ivi*, 2017 ss.; G. DE CRISTOFARO, *La nuova disciplina comunitaria del credito al consumo: la direttiva 2008/48/CE e l'armonizzazione «completa» delle disposizioni nazionali concernenti «taluni aspetti» dei «contratti di credito ai consumatori»*, in *Riv. dir. civ.*, 2008, I, 255 ss.; G. FALCONE, *Il trattamento normativo del sovraindebitamento del consumatore*, in *Giur.*

mercato si fondono — come si vedrà — con quelle della tutela delle persone, dispongono che, prima del contratto, il finanziatore valuti il *credit scoring* del richiedente, da intendere quale valutazione prospettica della capacità di questo di restituire il debito in base ai dati relativi al suo pregresso<sup>2</sup>.

Il passaggio operativo era sconosciuto al previgente assetto normativo e, col medesimo, l'ordinamento parrebbe essersi aperto all'idea di una tutela della parte debole del rapporto affidata non più esclusivamente all'imposizione o al rafforzamento di penetranti obblighi informativi in capo agli istituti bancari, quanto anche ad una responsabilizzazione di questi ultimi nella selezione delle richieste pervenute, con ciò, avallandosi la prospettiva di un superamento del classico paradigma dell'“autoresponsabilità” del debitore, per cui questo, una volta conosciuti i dettagli dell'affare, non potrebbe dolersi del suo cattivo esito<sup>3</sup>.

---

*comm.*, 2015, II, 132 ss.; ID., “*Prestito responsabile*” e valutazione del merito creditizio, *ivi*, 2017, 147 ss.; L. MODICA, *Il contratto di credito ai consumatori nella nuova disciplina comunitaria*, in *Eur. dir. priv.*, 2009, IV, 785 ss.; ID., *Concessione «abusiva» di credito ai consumatori*, in *Contr. Impr.*, 2012, I, 492 ss.; S. PAGLIANTINI, *Statuto dell'informazione e prestito responsabile nella direttiva 17/2014/UE (sui contratti di credito ai consumatori relativi ai beni immobili residenziali)*, in *Contr. e Impr. Eur.*, 2014, 523 ss.; E. PELLECCIA, *L'obbligo di verifica del merito creditizio del consumatore: spunti di riflessione per un nuovo modo di guardare alla “contrattazione con l'insolvente”*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2014, I, 1088 ss.; G. PIEPOLI, *Sovraindebitamento e credito responsabile*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, I, 38 ss.; T.V. RUSSO, *Valutazione ingannevole del merito creditizio e intervento perequativo del giudice nei contratti di credito immobiliare ai consumatori*, in *Contr. Impr.*, 2020, I, 1486 ss.; V. SANGIOVANNI, *Contratti di credito ai consumatori ed errata verifica del merito creditizio*, in *I Contratti*, 2019, I, 684 ss.

<sup>2</sup> In tal senso, v. M. GORGONI, *Spigolature su luci (poche) e ombre (molte) della nuova disciplina dei contratti di credito ai consumatori*, in *Resp. civ. prev.*, 2011, II, 755 ss.; L. MODICA, *Il contratto*, cit., 785 ss.; nonché, R. GRASSO, *op. cit.*, 2025, il quale, peraltro, alla luce della disciplina contenuta nell'art. 120–*undecies*, ritiene che la verifica del merito creditizio del debitore non possa «esaurirsi nella mera ricognizione delle sue condotte pregresse, ma esig[a] la formulazione di ipotesi su quelle future e sui fattori che possono influenzarle».

<sup>3</sup> Cfr., in luogo di tanti, L. STANGHELLINI, *Il credito «irresponsabile» alle imprese e ai privati: profili generali e tecniche di tutela*, in *Società*, 2007, 401 s., il quale, nell'imminenza della dir. 2008, rilevava come l'ordinamento comunitario si stesse muovendo nel senso di confermare il percorso — già in parte intrapreso con le ultime

Nondimeno, a fronte di una tale innovazione, accolta dai più positivamente come espressione di un principio di “prestito responsabile” in grado di offrire un valido strumento per la lotta al crescente sovraindebitamento dei consumatori<sup>4</sup>, né il legislatore comunitario, né tantomeno quello interno hanno ritenuto di qualificare la natura dell’adempimento, come anche di indicare le conseguenze o le sanzioni per il caso di violazione, creando incertezze negli operatori — alla costante ricerca di una soluzione — e rischiando di vanificare lo stesso obiettivo di tutela perseguito<sup>5</sup>. Se a ciò, poi, si aggiungeva la mancata considerazione del merito creditizio e della sua valutazione all’interno della originaria disciplina volta a regolare il sovraindebitamento oramai verificatosi (l. 3/2012) — disciplina, peraltro, recante una struttura “premiale” a beneficio del solo consumatore “meritevole”<sup>6</sup> — ne derivava la sensazione di un intervento sordinato e non in grado di affrontare efficacemente e nella sua complessità il problema della crisi del consumatore<sup>7</sup>.

---

discipline in materia contrattuale e bancaria — volta a riconoscere al “consumatore” (differentemente dall’“imprenditore”), una «posizione meritevole di protezione».

<sup>4</sup> Si pensi, ad esempio, all’opinione di A. NIGRO, *Linee di tendenza delle nuove discipline di trasparenza. Dalla trasparenza alla “consulenza”?*, in *Dir. bancee. fin.*, 2011, I, 17 s., il quale, con riferimento all’introduzione dell’art. 124-bis t.u.b., rilevava come la novità, lungi dall’essere intesa quale mera formalizzazione di regola di comportamento già adottata nella pratica, fosse volta a far sì che il finanziamento si riveli sempre “adatto” al consumatore, evitando di innescare «meccanismi di sovraindebitamento». Più in generale, sul principio del “prestito responsabile” e sul suo inserimento nell’ordinamento a seguito della dir. 2008, v., per tutti, G. FALCONE, *Il trattamento*, cit., 132 ss.

<sup>5</sup> In tal senso, cfr. L. MODICA, *Il contratto*, cit., 785 ss., che parla espressamente di risultato “deludente”, nonché, con riferimento alla dir. 2014, E. PELLECCIA, *op. cit.*, 1109 ss., la quale, pur rilevando i miglioramenti della disciplina sul credito immobiliare in punto di informativa precontrattuale e di previsione di un obbligo di astensione in caso di verifica negativa del merito creditizio, segnala l’insoddisfazione per la perdurante assenza di sanzioni espresse.

<sup>6</sup> Sul punto, v., per tutti, N. SOLDATI, *Tutela del consumatore e procedure di sovraindebitamento*, Torino, 2019, 129 ss.

<sup>7</sup> Cfr., G. FALCONE, *Il trattamento*, cit., 132 ss.; F. FORCELLINI, *Sovraindebitamento e statuto dell’obbligazione pecuniaria*, in *Eur. dir. priv.*, 2015, I, 109 ss.; R. MONTINARO, *Il sovraindebitamento del consumatore: diligenza nell’accesso al credito e obblighi del finanziatore*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, I, 792, la quale, fra l’altro, segnala come l’originario “piano del consumatore” andasse inteso quale strumento che, in presenza di determinati presupposti di meritevolezza

La situazione, pervero, pareva destinata a migliorare a seguito dell'entrata in vigore del nuovo Codice della crisi d'impresa (d.lgs. 14/2019) che si sarebbe dovuta avere il 15 agosto 2020. Il legislatore, infatti, nel ridisegnare le regole sul sovraindebitamento si era mosso nel senso — artt. 68 e 69 cod. crisi — di ampliare l'accesso alle procedure a tutti i soggetti “non immeritevoli” (con esclusivo riferimento a casi di colpa grave, malafede o frode) e di attribuire (finalmente) rilevanza alla valutazione del merito creditizio compiuta dal finanziatore, oggetto — come si vedrà — di menzione nella relazione introduttiva dell'OCC e di eventuale sanzione “processuale” per il caso di inottemperanza<sup>8</sup>.

Tuttavia, l'avvento del COVID-19 ha complicato la situazione.

La pandemia da coronavirus ha avuto, infatti, un effetto dirompente sui già precari equilibri di mercato, andando ad accelerare l'emersione delle debolezze di un assetto normativo non in grado di adattarsi alla rapidità del progresso tecnologico, alle opportunità tecniche offerte in un mondo sempre più *social* e telematico e alla variazione di esigenze e costumi (si pensi solo alla proliferazione delle *FinTech*<sup>9</sup>) e, con ciò, non in grado di gestire adeguatamente le distorsioni suscettibili di verificarsi (come effettivamente è accaduto) con l'insorgere di circostanze del tutto straordinarie (quali quelle in corso)<sup>10</sup>. In tale situazione, se immediate ed evidenti sono state le ripercussioni per il

---

del consumatore, consentisse di far ricadere il rischio di insolvenza (almeno in parte) sui creditori, a prescindere dal loro consenso.

<sup>8</sup> *Ex multis*, v. R. DI RAIMO, *Consumatore e mercato nelle discipline della crisi. Notazioni preliminari*, in questa *Rivista*, 2019, I, 172 ss.; G. FAUCEGLIA, *Il nuovo diritto della crisi e dell'insolvenza (d. lgs. 12 gennaio 2019, n. 14)*, Torino, 2019, 88 ss.; L. MODICA, *La ristrutturazione dei debiti del consumatore*, in *La riforma del sovraindebitamento nel codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, E. Pellicchia e L. Modica, (a cura di), Pisa, 2020, 123 ss.; A. NIGRO e D. VATTERMOLI, *Diritto della crisi delle imprese. Le procedure concorsuali*, V, Bologna, 2021, 628 ss.; S. PACCHI [e S. AMBROSINI], *Diritto della crisi e dell'insolvenza*, Bologna, 2020, 125 ss.

<sup>9</sup> Sul punto, v. G. BIFERALI, *Big data e valutazione del merito creditizio per l'accesso al peer to peer lending*, in *Diritto dell'informazione e dell'informatica*, 2018, I, 499 ss.

<sup>10</sup> Basti pensare che — come riporta I. SABBATELLI, *CoViD-19 e merito di credito*, in *Nuova giur. comm.*, 2020, II, 60 — nel primo trimestre del 2020 i fatturati delle società di capitali sono diminuiti del 20% e si è assistito ad un significativo aumento (intorno al 200%) della fruizione dei servizi del credito, delle assicurazioni e della finanza in modalità remota.



mondo dell'impresa, altrettanto gravi sono state le conseguenze per i soggetti estranei a tale mondo (ovvero operanti al di fuori), ritrovatisi — in molti casi — nell'impossibilità di onorare i debiti assunti per le esigenze personali o familiari e, di conseguenza, in una condizione di sovraindebitamento del tutto imprevisto e (forse imprevedibile).

Dinanzi a tale emergenza, una delle prime contromisure assunte dall'esecutivo è stata quella di cui al d.l. 23/2020 (cd. decreto "Liquidità"), convertito con l. 40/2020, che — per quanto interessa — ha, da un lato, predisposto meccanismi di agevolazione di accesso al credito e di sostegno del reddito e, da un altro, ha rinviato l'entrata in vigore del Codice della crisi al 1° settembre 2021<sup>11</sup>. E, se è intuitivo l'intento delle misure del primo tipo, vòlte, come tali, ad evitare — mediante un apporto di liquidità — l'insorgere o l'aggravio di una situazione di difficoltà economica, non sfugge nemmeno il motivo del differimento della nuova disciplina, che è stato suggerito verosimilmente dall'inopportunità di modificare le regole in materia di crisi in un momento così delicato, andando a privare gli operatori di strumenti noti e consolidati e accrescendo lo stato di incertezza nel sistema. Tuttavia, con riferimento al sovraindebitamento, diverse sono state le perplessità segnalate per questo secondo intervento, che ha finito per prorogare l'efficacia di una disciplina — quella di cui alla l. 3/2012 — rivelatasi nel tempo insoddisfacente, poco utilizzata e troppo spesso non in grado di realizzare l'obiettivo di soluzione della crisi del soggetto "non fallibile" e di *fresh start* per cui era stata formulata e di cui, nel momento storico, v'era assoluta necessità<sup>12</sup>.

---

<sup>11</sup> Sulle misure adottate col c.d. decreto "Liquidità", v. T. RUMI, *Merito creditizio e formalismo contrattuale nella disciplina del Decreto Liquidità*, in *I Contratti*, 2020, III, 463 ss, la quale, con riferimento ai previsti mini prestiti fino a 25.000 euro, ritiene anche che si sarebbe derogato alla disciplina in tema di valutazione del merito creditizio, ragionandosi nel testo legislativo di finanziamenti da concedere «automaticamente, gratuitamente e senza valutazione»; *contra*, I. SABBATELLI, *op. cit.*, 64 ss., secondo cui la "sana e prudente gestione" resterebbe non sacrificabile, dovendo piuttosto ipotizzarsi che la normativa emergenziale abbia semplicemente potenziato il ruolo dell'"autocertificazione".

<sup>12</sup> Secondo G. BIFERALI, *Il piano del consumatore in tempo di crisi economica da emergenza sanitaria*, in questa *Rivista*, 2020, I, 242 s., il legislatore emergenziale avrebbe proprio "trascurato" le esigenze del debitore persona fisica, predisponendo sì misure di sostegno del reddito, ma dimenticando di introdurre «strumenti idonei a ridimensionare i debiti già contratti» a rischio di rendere "vacuo" l'intervento nella

Il legislatore è allora intervenuto col d.l. 137/2020 (cd. decreto “Ristori”), ove, in sede di conversione (l. 18 dicembre 2020, n. 176), si è inserito l’art. 4-*ter*, che — in uno spirito di adeguamento e anticipazione delle nuove regole del codice della crisi — ha diffusamente innovato la l. 3/2012, andando — per quanto in particolare interessa — a prevedere, anzitutto, che l’OCC — in linea con l’art. 68, co. 3, cod. crisi — indichi, nella relazione allegata alla proposta di piano del consumatore, il «fatto che, ai fini della concessione del finanziamento, il soggetto finanziatore abbia o meno tenuto conto del merito creditizio del debitore valutato, con deduzione dell’importo necessario a mantenere un dignitoso tenore di vita, in relazione al suo reddito disponibile» [art. 9, co. 3-*bis*, lett. e), l. 3/2012]. Inoltre, si è modificato — coerentemente all’art. 69 cod. crisi — l’art. 12-*bis* l. 3/2012, il quale dispone ora, al comma 3-*bis*, che «il creditore che ha colpevolmente determinato la situazione di indebitamento o il suo aggravamento o che ha violato i principi di cui all’articolo 124-*bis* del testo unico di cui al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, non può presentare opposizione o reclamo in sede di omologa, né far valere cause di inammissibilità che non derivino da comportamenti dolosi del debitore»<sup>13</sup>.

A conclusione di questo breve *excursus*, ciò che pertanto vuole verificarsi nel presente lavoro è se le accennate novità introdotte in materia di sovraindebitamento con il codice della crisi — e ora in parte anticipate nella “vecchia” l. 3/2012 — possano effettivamente completare e perfezionare il percorso di tutela avviato nelle ricordate norme del testo unico bancario, fornendo magari una definitiva chiave di lettura per le stesse e per la loro interpretazione, ovvero se si tratti ancora di una manovra incompleta, che necessiti di ulteriori interventi da parte del legislatore.

---

sua complessità. Più in generale, sull’inopportunità di rinviare la nuova disciplina sul sovraindebitamento contenuta nel codice della crisi, v. F. ACCETTELLA, *La “nuova” liquidazione controllata del sovraindebitato e l’(in)opportunità di un rinvio*, in *Oltre la pandemia. Società, salute, economia e regole nell’era post Covid*, G. Palmieri (a cura di), Napoli, 2020, 513 ss.

<sup>13</sup> Fra i primi commenti, v. C. DE MARTINI, *Commento a prima lettura delle modifiche alla legge n. 3/2012 sulla composizione della crisi da sovraindebitamento*, in *IlCaso.it*, 2021, 1 ss.; nonché, per un’analisi della giurisprudenza, M. SPIOTTA, *Prime applicazioni della novellata L. n. 3/2012*, in *Giur. it.*, 2021, II, 899 ss.

## 2. Merito creditizio e tutela del consumatore

Per quanto, effettivamente, possa apparire quasi intuitivo attribuire un ruolo determinante ad un'erronea o scorretta valutazione del merito creditizio nel verificarsi di un successivo sovraindebitamento, nelle pagine che precedono si è considerato come (asso)dato un legame funzionale fra la disciplina bancaria in tema di *credit scoring* e la tutela del consumatore, ma il punto, preliminare a ogni ulteriore considerazione, merita maggiore attenzione. Talune ambiguità della normativa comunitaria e di quella di recepimento interno hanno, infatti, soprattutto in passato, suggerito l'ipotesi di una lettura delle regole in discussione come rivolte esclusivamente al mercato, e non alla persona<sup>14</sup>.

Deve rilevarsi, anzitutto, come l'obiettivo della prima fonte normativa in materia per ordine di tempo, ovvero della dir. 2008 sui contratti di credito ai consumatori, potrebbe, di primo acchito, apparire unicamente quello di eliminare — mediante un processo di armonizzazione — distorsioni della concorrenza (arg. *ex* 4° considerando), sviluppando un mercato creditizio più trasparente ed efficiente, per promuovere lo sviluppo delle attività transfrontaliere (v. 6° considerando)<sup>15</sup>. La tutela dei consumatori, di conseguenza, parrebbe finire per non avere una rilevanza autonoma, divenendo piuttosto mero e indiretto strumento per l'accrescimento della fiducia nel sistema e per

---

<sup>14</sup> Per tutti, v. A. MIRONE, *L'evoluzione della disciplina sulla trasparenza bancaria in tempo di crisi: istruzioni di vigilanza, credito al consumo, commissioni di massimo scoperto*, in *Banca e borsa tit. cred.*, 2010, I, 557 ss., secondo cui, in particolare, la prescrizione in tema di verifica del merito creditizio della dir. 2008 andava attuata principalmente, se non esclusivamente, sul piano della "vigilanza" e delle "procedure interne", dal momento che — diversamente dal contesto dell'intermediazione mobiliare — nel settore del credito il cliente non abbisognerebbe di consulenze, ma soltanto della erogazione, e, inoltre, le banche avrebbero già per natura un incentivo alla verifica del *credit scoring*. Cfr., anche, ABF, 24 luglio 2018, n. 16086, rep. su [www.arbitrofinanziario.it](http://www.arbitrofinanziario.it).

<sup>15</sup> Tali obiettivi sono segnalati, fra i vari, da L. MODICA, *Il contratto*, cit., 785 ss.; nonché, G. DE CRISTOFARO, *op. cit.*, 257, secondo cui, d'altronde, le ragioni dietro l'adozione della dir. 2008 sono state di due ordini: l'uno legato alla rapida evoluzione del mercato del credito e alla necessità di un adeguamento, e l'altro volto alla eliminazione di quelle disparità esistenti fra le normative nazionali in grado di dissuadere i consumatori dal prendere in considerazione crediti proposti da imprese di Stati membri diversi da quello di residenza.

il conseguimento delle finalità di efficienza del mercato (v. 8° considerando).

In tale direzione, la valutazione del merito creditizio di cui all'art. 8 dir. 2008 (e di cui — in attuazione — all'art. 124-*bis* t.u.b.) diverrebbe adempimento da svolgersi, primariamente, nell'interesse del finanziatore, suscettibile solo lui di essere lesa nella concessione di un credito irrecuperabile, e, così, nell'interesse e a tutela di un mercato che, dinanzi al ripetersi di situazione del genere, potrebbe subire gli effetti di una crisi indotta sia dalle difficoltà economiche degli operatori, sia dal disaffezionamento del pubblico dei consumatori. Si entrerebbe, in definitiva, nell'ottica di riconoscere nelle regole in questione la previsione di altrettanti doveri di condotta, imposti agli istituti di credito in una logica non di protezione del cliente, ma di efficienza del sistema, ovvero nella consueta logica bancaria e pubblicistica della “sana e prudente gestione”<sup>16</sup>.

Coerentemente con tale lettura, d'altronde, la direttiva comunitaria — potrebbe rilevarsi — non avrebbe indicato sanzioni, rinviando ad eventuali disposizioni interne (non varate — quantomeno sotto il profilo civilistico — nel nostro sistema), con l'unica precisazione che,

---

<sup>16</sup> Al riguardo, può intanto riferirsi come l'art. 6 d.m. 3 febbraio 2011, attuativo dell'art. 124-*bis* t.u.b., faccia espresso riferimento alla finalità «di sana e prudente gestione dei soggetti vigilati» (seppur sia volto — v. G. CARRIERO, *Art. 124*, in *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, F. Capriglione (diretto da), Tomo III, 3° ed., Milano, 2018, 2158 ss.; G. FALCONE, *Il trattamento*, cit., 132 ss. — ad «assicurare pratiche responsabili nella concessione del credito»).

Ad ogni modo, per le considerazioni indicate nel testo, seppur in senso critico, v. L. MODICA, *Concessione*, cit., 494 s., la quale rileva come una lettura del precetto in discussione come proiettato all'obiettivo di “stabilità” del sistema bancario escluderebbe allo stesso qualsiasi ruolo nella vicenda contrattuale fra istituto e debitore. Aggiunge l'A., d'altronde, che il creditore non parrebbe tenuto — quantomeno espressamente — a orientare la propria decisione in coerenza con l'esito della verifica del merito creditizio, il quale adempimento resterebbe a suo solo carico, siccome unico possibile pregiudicato dalla mancata restituzione del finanziamento.

Più in generale, deve poi segnalarsi come il dibattito relativo alla eventuale valenza civilistica della condotta del creditore possa apparire simile a quello in tema di “responsabilità per concessione abusiva di credito” all'impresa, salvo, tuttavia, la fondamentale differenza di come nel caso che occupa la problematica riguardi la tutela del debitore e non dei suoi altri creditori (v. A. NIGRO, *op. cit.*, 19; E. PELLECCIA, *op. cit.*, 1090 s.).

se del caso, sarebbero dovute essere «efficaci, proporzionate e dissuasive» (art. 23)<sup>17</sup>. E, nella medesima prospettiva, potrebbero segnalarsi le perplessità di quanti ritengono che una diversa ricostruzione in chiave di tutela del consumatore, e con previsione — quale conseguenza — di specifiche misure a carico del finanziatore, finirebbe per produrre una indebita invasione della sfera imprenditoriale di quest'ultimo, limitato nelle sue facoltà di assumere decisioni di natura economica<sup>18</sup>.

Cionondimeno, altrettanto e più validi sono gli argomenti per cui la pratica del *credit scoring* debba più correttamente inserirsi all'interno delle misure di lotta al sovraindebitamento disposte dall'ordinamento a protezione, magari anche non esclusiva, del consumatore e nel migliore interesse di questo<sup>19</sup>.

---

<sup>17</sup> Assai critica, in generale, sull'assenza di sanzioni è L. MODICA, *Il contratto*, cit., 785 ss., la quale però — ID., *Concessione*, cit., 496 — segnala, in senso contrario ad una ricostruzione in chiave di “sana e prudente gestione”, come a mancare sia anche una qualche punizione di tipo pubblicistico (per vero, quantomeno con riferimento alla violazione dell'art. 120–*undecies* t.u.b., poi aggiunta — nella forma della sanzione pecuniaria — a seguito della modifica dell'art. 144 t.u.b. per effetto del d.lgs 72/2016); nonché, con riguardo alla dir. 2014, E. PELLECCIA, *op. cit.*, 1110. Rileva, inoltre, G. AZADI, *Valutazione del merito creditizio, adeguatezza delle sanzioni e tutela microeconomica dei consumatori*, in *Giur. it.*, 2015, IV, 291, come debba escludersi «che i poteri riconosciuti alle “authority” — siano esse di vigilanza bancaria o, più in generale, di regolazione del mercato — configurino un sistema rimediabile «efficace, proporzionato nonché dissuasivo»».

<sup>18</sup> Il riferimento è a G. CARRIERO, *Nuova disciplina comunitaria del credito al consumo: linee d'indirizzo, questioni irrisolte, problemi applicativi*, in *Federalismi.it.*, 2009, 9 s., il quale, in senso assai critico con la previsione dell'art. 8 dir. 2008, segnalava altresì — quali possibili controindicazioni ad una lettura *pro* consumatore — sia la possibile superfluità della norma (visti i già presenti obblighi di solidarietà contrattuale), sia i rischi di ricadute reputazionali/legali in capo agli intermediari. Il medesimo A. — ID., *La riforma del credito ai consumatori e le nuove policies di tutela del risparmiatore nel settore bancario*, in *Eur. dir. priv.*, 2011, I, 505 ss. — utilizza, inoltre, il medesimo argomento per contestare la possibile ricorrenza, desumibile dalla normativa interna di attuazione, di un obbligo in capo al finanziatore di proporre esclusivamente un prodotto “adeguato” al consumatore. Nella medesima direzione, cfr. anche L. MODICA, *Il contratto*, cit., 785 ss. In giurisprudenza, v. Trib. Catania, 5 marzo 2020, in *DeJure.it*, secondo cui la scelta della banca in merito all'erogazione o meno del finanziamento è insindacabile, ricadendo all'interno della “sana e prudente gestione”.

<sup>19</sup> *Ex multis*, cfr. L. ALBANESE, *op. cit.*, 2006 ss.; G. AZADI, *op. cit.*, 289; G. BIFERALI, *Il credito*, cit., 1857; R. DE CHIARA, *op. cit.*, 2162; G. FALCONE, *Il*

In primo luogo, l'*iter* formativo della dir. 2008 dimostra che il legislatore comunitario volesse aprire a tecniche di tutela del cliente bancario ispirate alla logica del “prestito responsabile” e che a tale particolare obiettivo vada legata in particolar modo la norma in tema di valutazione del merito creditizio.

Al riguardo, va segnalato, anzitutto, come le misure per contenere il rischio del credito possono essere fundamentalmente di due tipi. Un tipo è quello fondato — cd. *responsible borrowing* — sull'idea che il debitore sia l'unico responsabile degli esiti delle sue scelte economiche e che, proprio per questo, vada — mediante l'imposizione di obblighi peculiari in capo all'intermediario — adeguatamente informato di tutti i dettagli dell'operazione per una decisione ponderata e consapevole. L'altro tipo, invece, — cd. *responsible lending* — ribalta la prospettiva, imponendo al finanziatore specifici obblighi di condotta volti alla miglior cura dell'interesse del consumatore, sino al divieto di erogazione del credito in assenza dei requisiti di merito ritenuti opportuni<sup>20</sup>.

Fra i due modelli, il legislatore comunitario e quello interno hanno, per anni, preferito muoversi sul piano della sola *disclosure* informativa. Tale metodica, però, si è rivelata nel tempo meno efficiente di quanto auspicato, in specie per le distorsioni indotte da un eccesso informativo sovente controproducente e per il limitato impatto (proprio) sulle classi culturalmente più arretrate e vulnerabili, cui solo in parte può rimediarsi operando sul piano dell'educazione finanziaria<sup>21</sup>. Pertanto, nella predisposizione della nuova normativa europea in materia di credito ai consumatori si è optato per un deciso cambiamento di rotta,

---

*trattamento*, cit., 132 ss.; F. FORCELLINI, *op. cit.*, 109 ss.; L. MODICA, *Concessione*, cit., 496; A. NIGRO, *op. cit.*, 19; G. PIEPOLI, *op. cit.*, 38 ss.; V. SANGIOVANNI, *op. cit.*, 685; nonché, con riferimento specifico alla normativa sul credito immobiliare, R. CALVO, *Le regole generali di condotta dei creditori, intermediari e rappresentanti nella Direttiva 2014/17/UE*, in *Corr. giur.*, 2015, 824; T.V. RUSSO, *op. cit.*, 1488.

<sup>20</sup> In argomento, cfr. L. ALBANESE, *op. cit.*, 2006 ss.; M. GORGONI, *op. cit.*, 755 ss.; E. PELLECCIA, *op. cit.*, 1092.

<sup>21</sup> Segnala, altresì, E. PELLECCIA, *op. cit.*, 1094, come il modello “informativo” — proprio del *responsible borrowing* — fondato sull'idea che “*more is better than less*” non solo venga spesso neutralizzato da un meccanismo psicologico di eccessivo ottimismo dei consumatori sugli esiti delle operazioni poste in essere, quanto non riesca nemmeno ad incidere in maniera significativa sulla concorrenza tra gli operatori in termini di risparmio di costi o condizioni maggiormente vantaggiose.

abbandonando il piano dell'autoresponsabilità ricordato in premessa, in favore del principio del "prestito responsabile", secondo cui la banca avrebbe erogato solo dopo l'esito positivo della stima del merito creditizio (v. art. 9 della proposta del 31.12.2002)<sup>22</sup>.

Nella versione definitiva della direttiva, tuttavia, il riferimento espresso al *reponsible lending* venne eliminato, verosimilmente per i timori di una restrizione eccessiva dell'accesso al credito o di una compressione dell'autonomia privata in capo ai finanziatori<sup>23</sup>. Eppure, la logica ispiratrice non è scomparsa del tutto, residuando — anche se in termini meno espliciti e senza chiara previsione di obblighi — nel vigente art. 8 (e così nell'art. 124-*bis* t.u.b.) e nel 26° considerando, ove si parla sia dell'opportunità che gli Stati promuovano «pratiche responsabili», sia della responsabilità dei creditori «di verificare individualmente il merito creditizio dei consumatori»<sup>24</sup>.

Il percorso evolutivo della normativa comunitaria dimostra, perciò, non solo l'apertura del legislatore europeo a tecniche di prevenzione del sovraindebitamento alternative al *responsible borrowing*, ma soprattutto il chiaro inserimento della norma in tema di *credit scoring* all'interno delle medesime, in una primaria prospettiva di tutela del consumatore.

Ciò peraltro trova ulteriori e decisive conferme.

---

<sup>22</sup> Ai sensi dell'art. 9 della proposta del 2002 «quando il creditore conclude un contratto di credito o di fideiussione oppure aumenta l'importo totale del credito o la somma garantita, si ritiene che questi abbia stimato preventivamente, con ogni mezzo a sua disposizione, che il consumatore e, se del caso, il fideiussore, saranno in grado di rispettare gli obblighi derivanti dal contratto». La relazione di accompagnamento, inoltre, precisava che «la valutazione da parte del creditore della solvibilità del consumatore non [sarebbe stata] tuttavia neutra: [era] in gioco la sua responsabilità contrattuale ed [era] opportuno precisare a tale riguardo il legame tra la conclusione del contratto di credito e tale valutazione preventiva». Al riguardo, v. G. PIEPOLI, *op. cit.*, 38 ss.; nonché L. STANGHELLINI, *op. cit.*, 402.

<sup>23</sup> In tal senso, v. E. PELLECCIA, *op. cit.*, 1098; nonché G. PIEPOLI, *op. cit.*, 38 ss., il quale, nel riportare le principali critiche rivolte al principio del prestito responsabile — individuabili nel rischio di un'illegittima ingerenza nell'autonomia privata, in quello di un aumento dei costi amministrativi e nella constatazione della frequente imprevedibilità dei fatti suscettibili di portare al sovraindebitamento — segnala come la metodica del *responsible lending*, in un'ottica di proporzionalità di sacrifici, resti comunque la metodica più efficiente all'obiettivo di tutela di tutti i soggetti coinvolti.

<sup>24</sup> Cfr. A. NIGRO, *op. cit.*, 18; G. FALCONE, *Il trattamento*, cit., 132 ss.; R. DE CHIARA, *op. cit.*, 2162.

Le principali sono quelle che derivano dalla normativa successiva e, in specie, dalla dir. 2014, che, pur muovendosi nuovamente soprattutto sul piano degli obblighi informativi precontrattuali, e pur non prevedendo ancora sanzioni *ad hoc*, pare essere tornata (questa volta senza remore) — anche se con riferimento al credito immobiliare — sui passi del 2002, disponendo — *ex art. 18, co. 5* — che «il creditore eroghi il credito al consumatore solo quando i risultati della valutazione del merito creditizio indicano che gli obblighi derivanti dal contratto di credito saranno verosimilmente adempiuti secondo le modalità prescritte dal contratto di credito»<sup>25</sup>.

Inoltre, v'è la considerazione per cui non avrebbe senso disporre un adempimento di verifica del merito creditizio se non nell'interesse del debitore, dal momento che il finanziatore sarebbe a ciò già naturalmente indotto dalla ricerca del ritorno economico<sup>26</sup>. Certo, potrebbe darsi che l'intermediario si trovi in una condizione di disinteresse per aver ceduto ad altri il rischio dell'inadempimento o per le garanzie ricevute contestualmente alla stipula, ma anche ciò finirebbe per rafforzare la convinzione di una regola non semplicemente *pro mercato* o *pro creditore*, ma soprattutto di prevenzione della crisi del consumatore e a sua peculiare tutela<sup>27</sup>.

Infine, anche da un punto di vista sistematico, non può sfuggire la collocazione operata dal nostro legislatore degli art. 120-*undecies* e 124-*bis* t.u.b. all'interno del titolo in tema di trasparenza, e cioè nella

---

<sup>25</sup> Con riferimento alla disciplina comunitaria del 2014 in tema di credito immobiliare, rileva, in particolare, E. PELLECCIA, *op. cit.*, 1103 s., come, seppur con la medesima non vi sia una definitiva affermazione dell'approccio *responsible lending*, questo indubbiamente «guadagna terreno» sulla diversa — e pure implementata — prospettiva del *responsible borrowing*. L'A., al riguardo, richiama l'art. 18 dir. 2014 anche nella parte in cui esclude la possibilità, per il creditore che abbia condotto scorrettamente la valutazione del merito creditizio, di risolvere o modificare successivamente il contratto in senso pregiudizievole al consumatore, salvo che questi abbia intenzionalmente omesso o falsato le informazioni sulla propria situazione economica. V., pure, G. FALCONE, «*Prestito responsabile*», *cit.*, 147 ss.; R. GRASSO, *op. cit.*, 2020; T.V. RUSSO, *op. cit.*, 1498.

<sup>26</sup> Cfr. M. GORGONI, *op. cit.*, 755 ss.; G. PIEPOLI, *op. cit.*, 38 ss.

<sup>27</sup> Segnala M. GORGONI, *op. cit.*, 755 ss., come, d'altronde, l'approccio del *responsible lending* — che si ritiene essere stato adottato con la disciplina in tema di *credit scoring* — si riveli utile solo il finanziamento non sia assistito da garanzie ovvero dalla possibilità della banca di trasferire il rischio dell'inadempimento del consumatore a terzi.



medesima sede in cui si trovano le regole di *disclosure*, vòlte — nella logica del *responsible borrowing* — a proteggere la parte debole del rapporto contrattuale dinanzi ai rischi di decisioni prese senza la adeguata consapevolezza<sup>28</sup>.

In definitiva, non sembra azzardato ritenere che la regola in tema di valutazione del merito creditizio abbia una natura duale o — come definita da taluni — anfibologica<sup>29</sup>.

In essa, accanto ad una indiscussa valenza pubblicistica, in cui l'obiettivo di tutela del mercato viene perseguito mediante la “sana e prudente gestione”, sembrerebbe risiedere un'indole privatistica, ove alla previsione di un determinato comportamento in capo al creditore corrisponde l'insorgere di una posizione soggettiva speculare e da tutelare in capo alla controparte.

Certo è, nondimeno, che, diversamente da quanto ipotizzava la ricordata proposta del 2002, nell'ordinamento interno manca un espresso dovere di astensione all'erogazione del finanziamento a seguito di una valutazione negativa del merito. E ciò potrebbe vanificare quanto poco sopra rilevato.

Il rilievo però va ridimensionato.

Un divieto di procedere in capo al creditore effettivamente (quantomeno in forma espressa) non si rinviene e non è dato ragionare di una *suitability rule* del tipo di quella prevista per gli intermediari finanziari nell'art. 40 reg. Consob 20307/2018, ove si impone loro di proporre al cliente esclusivamente servizi e strumenti “adeguati”, senza

---

<sup>28</sup> In tal senso, v. L. ALBANESE, *op. cit.*, 2006 ss.; nonché L. MODICA, *Concessione*, cit., 496, la quale, nel criticare una lettura esclusivamente pubblicistica della norma di cui dell'art. 124-bis t.u.b., rileva come non possa tacersi, fra le altre cose, «che la stessa sia collocata in un capo espressamente dedicato alla disciplina del rapporto contrattuale».

<sup>29</sup> Il termine è utilizzato, fra gli altri, da G. AZADI, *op. cit.*, 288, a margine del commento a Corte giust., 27 marzo 2014, c. 565/12, Fesih Kalhan c. LCL Le Crédit Lyonnais SA, in *www.curia.europa.eu*, ove — con riferimento alla dir. 2008 — per la prima volta si afferma come l'obiettivo della verifica del merito creditizio consti principalmente nell'assicurare che i creditori non siano indotti a concedere prestiti in modo irresponsabile. Nel medesimo senso, più di recente, cfr. anche Corte giust., 5 marzo 2020, c. 679/18, O.P.R. Finance s.r.o. c. G.K., con nota adesiva di A.M. PANCALLO, *La valutazione del merito creditizio nella Direttiva n. 48/2008/CE e la tutela del consumatore*, in *I diritti della persona*, a cura di G. Alpa, Padova, 2020, 159 ss.

alcuna possibilità di deroga (come invece avveniva sotto il reg. Consob 11522/98)<sup>30</sup>.

Indubbiamente, indici di natura diversa potrebbero trarsi dagli artt. 120–*novies* e 124 t.u.b., relativi agli obblighi precontrattuali, secondo i quali il finanziatore, prima della stipula, è tenuto a fornire chiarimenti “adeguati” sui contratti di credito. In essi, infatti, potrebbero leggersi veri e propri obblighi di consulenza o assistenza in favore del cliente, aventi per oggetto la proposizione del solo prodotto più adatto alle esigenze del singolo e per il cui adempimento risulterebbe necessario — all’interno dello scambio informativo fra le parti — il passaggio legato alla verifica del merito, che a tale risultato risulterebbe imprescindibile<sup>31</sup>. Tuttavia, nonostante ci si muova in un’ottica di sempre maggiore cooperazione fra debitore e creditore e nonostante il costante accrescimento e la personalizzazione degli obblighi di *disclosure* in capo al finanziatore (testimoniati da ultimo nella disciplina introdotta in attuazione della dir. 2014), resta il fatto che il legislatore, sotto tali profili, operi nella logica del *responsible borrowing*, strumentalizzando pur sempre — basti pensare al 29° cons. dir. 2014, ove si parla espressamente di «accrescere la capacità dei consumatori di prendere autonomamente decisioni informate e responsabili» — il carico informativo alla consapevolezza del consumatore e alla sua miglior scelta<sup>32</sup>.

---

<sup>30</sup> Sull’ipotesi e l’esclusione di una “*suitability rule*”, v. G. FALCONE, *Il trattamento*, cit., 132 ss.; L. MODICA, *Concessione*, cit., 496 ss.; *contra*, invece, D. IMBRUGLIA, *Regola di adeguatezza e validità del contratto*, in *Eur. dir. priv.*, 2016, II, 335 ss., secondo il quale, in particolare, l’art. 18, comma 5, dir. 2014 avrebbe introdotto una regola analoga a quella prevista dalla Consob in tema di intermediari (pur riferendosi l’A. al previgente, ma simile per quanto interessa, Reg. 16190/07), col risultato di dover considerare nulli — secondo la sua opinione — i finanziamenti erogati al consumatore nonostante l’esito negativo della verifica del merito creditizio.

<sup>31</sup> In tal senso, v. A. NIGRO, *op. cit.*, a cui appare «sicuro — e di sicura rilevanza — l’“ampliamento” del territorio della trasparenza: non più solo l’informazione ed il riequilibrio, ma anche l’assistenza o, se si preferisce, la consulenza»; nonché, con riferimento alla disciplina di cui alla dir. 2014, R. CALVO, *op. cit.*, 824. Più in generale, sulla (condivisibile) strumentalità della verifica del merito creditizio all’adozione di una decisione consapevole da parte del consumatore, v. L. MODICA, *Concessione*, cit., 509.

<sup>32</sup> Cfr. G. FALCONE, *Il Trattamento*, cit., 132 ss., il quale, in particolare, segnala come gli eventuali “chiarimenti” della banca restino strumentali ad una valutazione di adeguatezza da parte del cliente; L. MODICA, *Concessione*, cit., 499, secondo cui

D'altra parte, se deve effettivamente ritenersi che un divieto di erogare nelle forme di cui al ricordato regolamento Consob non ci sia e se — come pure si è detto e si tornerà a dire — mancano sanzioni a chiarire la portata della regola in tema di valutazione del merito creditizio, ciò non esclude la possibilità di ragionare comunque in termini di un obbligo di astensione in capo al finanziatore<sup>33</sup>. Diversamente, infatti, perderebbe senso sia la rilevata portata antifibologica e (anche) *pro* consumatore delle regole interne e comunitarie, sia il richiamo contenuto nelle direttive del 2008 e 2014 (più sfumato nella prima e più diretto nella seconda) al prestito “responsabile”. Inoltre, che la scelta finale resti — come resta — nelle mani del consumatore non appare affatto incompatibile con la obbligatorietà di un certo comportamento da parte del creditore.

Piuttosto, una volta precisato che uno dei tratti generali dell'obbligo giuridico risiederebbe nel fatto di «non entra[re] nella struttura della situazione soggettiva attiva» (sì da condizionare — in un caso come il nostro — anche la validità o l'esistenza stessa del contratto di finanziamento), rilevando esclusivamente su di un piano “funzionale”<sup>34</sup>, non può ritenersi che il legislatore abbia predisposto una disciplina volta (anche) al contrasto al sovraindebitamento,

---

nel credito al consumatore, differentemente da quanto previsto in tema di intermediazione, lo schema informativo non entra nella struttura del negozio; o, ancora, G. CARRIERO, *Art. 124*, cit., 2158; G. PIEPOLI, *op. cit.*, 38 ss.; e, con specifico riferimento alla dir. 2014, L. ALBANESE, *op. cit.*, 2006 ss.; G. FALCONE, “*Prestito responsabile*”, cit., 147 ss.; R. GRASSO, *op. cit.*, 2030 s.; E. PELLECCIA, *op. cit.*, 1103. Di avviso (parzialmente) diverso sono S. PAGLIANTINI, *op. cit.*, 532 ss., secondo cui la dir. 2014 avrebbe effettivamente introdotto un obbligo legale di consulenza, senza tuttavia operare un cambiamento di *policy* rispetto alla dir. 2008 (e ai “chiarimenti adeguati” della medesima) e sempre nella prospettiva di assicurare una scelta consapevole al debitore; nonché, in senso analogo, T. RUMI, *Profili privatistici della nuova disciplina sul credito relativo agli immobili residenziali*, in *I Contratti*, 2015, I, 80.

<sup>33</sup> In tal senso, v. A. NIGRO, *op. cit.*, 19; ID., *Presente e futuro della trasparenza bancaria: spunti di riflessione*, in *Dir. merc. fin.*, 2018, 353; R. DE CHIARA, *op. cit.*, 2164; T.V. RUSSO, *op. cit.*, 1500 ss.

<sup>34</sup> Così F. ROMANO, *Obbligo (nozione generale)*, in *Enc. dir.*, XXIX, Milano, 1979, 505, il quale segnala, altresì, come la violazione di un “obbligo” — in un parallelismo con quella di un “dovere” — «ha come conseguenza tipica l'attribuzione di “responsabilità”, cioè un succedaneo obbligo di risarcire il danno che da tale inosservanza sia derivato».

lasciando poi libero e impunito il creditore di erogare senza procedere alla verifica del merito ovvero, soprattutto, di procedere egualmente pure in assenza di una valutazione positiva dello stesso.

Il legislatore sembrerebbe, invece, essersi mosso direttamente sul piano della condotta del soggetto contrattualmente più forte, imponendo a protezione dell'altra parte un nuovo impegno, suscettibile di produrre (quantomeno) un ulteriore ampliamento/irrigidimento dello *standard* della diligenza professionale richiesta, legato alla valutazione del *credit scoring*<sup>35</sup>. E al riguardo, può nuovamente richiamarsi (per conferma) l'art. 18, comma 5, dir. 2014, che deve ritenersi esprimere l'affermazione nel sistema di un principio di prestito responsabile e che, pur non avendo avuto letterale trasposizione nel testo unico bancario, pare suscettibile di trovare comunque copertura nell'art. 120-*septies* t.u.b., secondo cui il finanziatore è tenuto a comportarsi «con diligenza, correttezza, e trasparenza, tenendo conto dei diritti e degli interessi dei consumatori»<sup>36</sup>.

Il finanziatore sembrerebbe perciò doversi astenere sia in caso di mancata verifica, ove questi, peraltro, si troverebbe — per quanto detto in precedenza — anche nell'impossibilità di fornire chiarimenti adeguati (per i quali l'adempimento in discussione si pone come strumentale), quanto in caso di verifica negativa. In tale seconda ipotesi, al limite, si potrebbe dedurre — supervalutando ancora il profilo

---

<sup>35</sup> Secondo L. MODICA, *Concessione*, cit., 503 — che già in ID., *Il contratto*, cit., 785 ss., rilevava il rischio che una errata lettura della norma sul *credit scoring* potesse condurre ad una reiterazione di mere regole di buona fede contrattuale — «la legge ... sembra considerare la verifica del merito parte della diligenza richiesta per l'adempimento degli obblighi di informazione (personalizzata) a loro volta funzionale a che il consumatore confronti le diverse offerte» e prenda una decisione consapevole. V., anche, G. AZADI, *op. cit.*, 292; G. BIFERALI, *Il credito*, cit., 1858; R. MONTINARO, *op. cit.*, 817; E. PELLECCIA, *Primi provvedimenti sulle procedure di composizione delle crisi da sovraindebitamento: in particolare, il piano del consumatore*, in *Banca e borsa*, 2014, II, 543 ss. In giurisprudenza, v., di recente, Trib. Napoli, 9 giugno 2021, in *IlCaso.it*.

<sup>36</sup> Così, espressamente, G. FALCONE, «*Prestito responsabile*», cit., 147 ss.; nonché G. LIBERATI BUCCIANI, *Merito creditizio e obbligo di non concludere il contratto*, in *Nuova giur. comm.*, 2020, II, 92, a commento di Corte giust., 6 giugno 2019, c. 58/18, Michel Schyns c. Belfius Banque SA, secondo cui, pur avendo il legislatore comunitario effettivamente posto un obbligo di astensione in capo ai finanziatori ex art. 18, comma 5, dir. 2014, resta alla competenza del singolo Stato decidere se inserire una pari norma nell'ordinamento interno.

dell'autonomia decisionale del consumatore per i motivi già rilevati — il venir meno dell'obbligo di astensione in presenza di una adeguata e compiuta informativa sul risultato del controllo, ma non certo una irresponsabilità per il sol fatto di aver dato una mera e sintetica comunicazione alla controparte su quanto rilevato.

*3. Il punto in tema di sanzioni per la mancata valutazione del merito creditizio da parte della banca ovvero per la stipula del contratto di finanziamento nonostante l'esito negativo della predetta*

In base alle considerazioni che precedono, sembrerebbe potersi ragionare di un obbligo, in capo al finanziatore, non solo di valutare il merito creditizio del consumatore, ma anche di astenersi dal contrarre in caso di esito negativo, o meglio, di non procedere, salvo aver fornito alla controparte una informativa compiuta e tale da consentire alla stessa una decisione consapevole. Restano tuttavia da risolvere i problemi — già accennati — legati all'assenza di sanzioni espresse, nonché allo scarso coordinamento con la fase concorsuale disciplinata (ancora) nella l. 3/2012.

Iniziando dal primo punto, la rilevata natura anfibologica delle norme di cui agli artt. 120–*undecies* e 124–*bis* t.u.b. e la qualifica in termini di obbligo dell'adempimento prescritto, portano ad escludere che il silenzio del legislatore interno sull'argomento possa intendersi — dinanzi alla libertà concessa da entrambe le direttive del 2008 e del 2014 — come espressione di una contrarietà dello stesso ai rimedi civilistici o come espressione di una loro effettiva mancanza, dovendosi piuttosto ritenere che ci si debba muovere valorizzando gli strumenti già previsti dall'ordinamento<sup>37</sup>.

---

<sup>37</sup> Il punto sembra aver trovato una affermazione giurisprudenziale nella ricordata Corte giust., 27 marzo 2014, *cit.*, ove è disposto che la decadenza del creditore dal diritto di percepire i soli interessi convenzionali “non” possa ritenersi “sanzione efficace, proporzionale nonché dissuasiva” ex art. 23 dir. 2008, nel caso in cui gli importi dovuti in conseguenza non siano “notevolmente inferiori” a quelli che il medesimo finanziatore avrebbe beneficiato se avesse ottemperato correttamente alla verifica del merito creditizio. La Corte, perciò — definendo uno standard “minimo” per le sanzioni — sembrerebbe perciò averne indirettamente affermato la presenza nei vari ordinamenti nazionali (cfr., anche, G. AZADI, *op. cit.*, 290; *contra* R. GRASSO, *op. cit.*, 2037). Rileva, peraltro, G. PIEPOLI, *op. cit.*, 38 ss., come la necessità di sanzioni civili risiederebbe già di per sé in evidenti ragioni sistematiche.

Potrebbe ipotizzarsi, anzitutto, la nullità del contratto di finanziamento stipulato nell'inosservanza delle norme in tema di *credit scoring*<sup>38</sup>. Più di una, tuttavia, risulterebbero essere le ragioni contrarie a una tale ricostruzione.

Su tutte, prevarrebbe l'ostacolo della impossibilità — secondo l'opinione preferibile — di comminare la sanzione in discussione per l'infrazione di un obbligo di condotta, riservandosi per tale fattispecie altri strumenti (rescissione o annullamento). La nullità “virtuale” prevista dall'art. 1418, comma 1, c.c. riguarderebbe piuttosto ipotesi di contrarietà a norme imperative del contratto in quanto tale e, di certo, questo non sarebbe il caso del finanziamento erogato dall'istituto di credito<sup>39</sup>.

Inoltre, non può tacersi l'atteggiamento del legislatore bancario che — seppur in tema di credito immobiliare — nell'art. 120–*undecies*, comma 3, t.u.b. — dinanzi all'ipotesi di una valutazione scorretta del

---

Di diverso avviso è A. MIRONE, *op. cit.*, 557 ss.; nonché, in giurisprudenza, Trib. Napoli, 12 ottobre 2016, in *Giur. it.*, 2017, I, 1569 ss., con nota di R. BOCCHINI, *La meritevolezza dell'accesso al credito nel sovraindebitamento del consumatore*.

<sup>38</sup> Per tale soluzione, cfr. C. IURILLI, *Merito creditizio, causa in concreto e nullità del contratto di mutuo: profili di responsabilità civile (Seconda parte)*, in *Stud. Iur.*, 2014, 549, secondo cui, in particolare, la sanzione in discussione si giustificerebbe in base alla considerazione secondo cui l'art. 124–*bis* t.u.b. costituirebbe una «eccezione al principio generale di non interferenza tra regole di validità e regole di comportamento»; D. IMBRUGLIA, *op. cit.*, 335 ss.; nonché L. MODICA, *Concessione*, cit., 507, per la quale, tuttavia, il rimedio della nullità colpirebbe il solo caso di totale pregressa assenza di interlocuzione informativa fra finanziatore e consumatore.

<sup>39</sup> A margine di quanti escludono a prescindere la nullità per la mancanza di un vero e proprio obbligo di astensione (M. GORGONI, *op. cit.*, 755 ss.; G. AZADI, *op. cit.*, 292), per il rilievo di cui al testo v. G. D'AMICO, *Diritto europeo dei contratti (del consumatore) e nullità virtuale (di protezione)*, in *I Contratti*, 2012, II, 982, secondo il quale, per gli effetti dell'art. 1418, comma 1, c.c., «a contrastare con la norma imperativa» deve essere *il contratto in quanto tale*, mentre quando oggetto del comando o del divieto previsto dallo *jus cogens* sia *il comportamento* dei contraenti (o di uno di essi) nella fase di formazione del contratto, la violazione di tale prescrizione renderà appunto *illecito il comportamento* (aprendo la strada ad una responsabilità del suo autore, sul piano civile ed eventualmente su quello personale e/o amministrativo) ma non comporterà come tale la illiceità del contratto e la sua nullità»; V. SANGIOVANNI, *op. cit.*, 691. In giurisprudenza, cfr. Cass., Ss.Uu., 19 dicembre 2007, n. 26725, in *Danno e resp.*, 2008, 536 ss.

credito — ha manifestato un espresso *favor* per rimedi negoziali non demolitori, escludendo finanche la risoluzione<sup>40</sup>.

Ed ancora, anche se in termini di mera opportunità, non si vedrebbe quale interesse o vantaggio il soggetto da tutelare (*i.e.* il consumatore) potrebbe trarre da una misura suscettibile di comportare l'immediata restituzione integrale delle somme ottenute<sup>41</sup>.

Priva di particolari controindicazioni sembra essere, invece, la costruzione in termini di responsabilità precontrattuale *ex art.* 1337 c.c.<sup>42</sup>

Al riguardo, l'illiceità parrebbe individuabile nella violazione dell'obbligo di condotta imposto ai sensi degli artt. 120–*undecies* o 124–*bis* t.u.b. e, tanto assodato, non sembrerebbe necessario indugiare sul fatto se tale inosservanza possa impedire al consumatore di effettuare una scelta consapevole<sup>43</sup>, oppure — in termini simili — se implichi una compressione della libertà negoziale della parte

---

<sup>40</sup> Ai sensi dell'art. 120–*undecies*, comma 3, t.u.b., «Il finanziatore non risolve il contratto di credito concluso con il consumatore né vi apporta modifiche svantaggiose per il consumatore, ai sensi dell'articolo 118, in ragione del fatto che la valutazione del merito creditizio è stata condotta scorrettamente o che le informazioni fornite dal consumatore prima della conclusione del contratto di credito ai sensi del comma 1 erano incomplete, salvo che il consumatore abbia intenzionalmente omesso di fornire tali informazioni o abbia fornito informazioni false». Utilizzano l'argomento L. ALBANESE, *op. cit.*, 2006 ss.; R. GRASSO, *op. cit.*, 2040; G. FALCONE, “*Prestito responsabile*”, cit., 147 ss.; E. PELLECCIA, *L'obbligo*, cit., 1112.

<sup>41</sup> V., fra i vari, T.V. RUSSO, *op. cit.*, 1506, il quale — pur aprendo alla possibilità di una nullità di protezione delle singole clausole contrattuali lesive — segnala come, per effetto di una nullità radicale dell'intero contratto, il consumatore «si troverebbe nella condizione di dover rimborsare in un'unica soluzione quel debito che non è stato in condizione di onorare secondo il piano di ammortamento pluriennale».

<sup>42</sup> In tal senso, cfr., fra i tanti, G. AZADI, *op. cit.*, 292; G. FALCONE, *Il trattamento*, cit., 132 ss.; ID., “*Prestito responsabile*”, cit., 147 ss.; R. GRASSO, *op. cit.*, 2041; E. PELLECCIA, *Primi*, cit., 543 ss. In giurisprudenza, v. Trib. Macerata, 24 maggio 2018, in *Nuova giur. comm.*, 2018, II, 1430 ss., con nota adesiva di F. SALERNO, *La violazione dell'obbligo di verifica del merito creditizio: effetti (anche) civilistici*, il quale A. — *ivi*, 1426 — ritiene, inoltre, che il danno sia risarcibile solo ove il debitore non abbia ottenuto alcuna “ragionevole utilità” dal finanziamento; nonché, di recente, Trib. Napoli, 9 giugno 2021, *cit.* Più in generale, sulla compatibilità della responsabilità precontrattuale con la validità del contratto concluso v. Cass., 23 marzo 2016, n. 5762, in *Foro it.*, 2016, I, 1703.

<sup>43</sup> Per tutti, v. L. MODICA, *Concessione*, cit., 503.

contrattuale più debole<sup>44</sup>, o, ancora, se si tratti di una lesione dell'affidamento del debitore nei riguardi della valutazione prognostica effettuata dal finanziatore<sup>45</sup>. Potrebbe, al limite, discutersi se la responsabilità ipotizzata abbia natura aquiliana, con la conseguenza di una non facile dimostrazione della sussistenza del nesso eziologico fra condotta e danno, ovvero contrattuale, richiamando in tale seconda prospettiva la dottrina del “contatto sociale” e valorizzando la funzione di protezione del consumatore che il legislatore avrebbe attribuito in capo al finanziatore con la previsione della disciplina in oggetto<sup>46</sup>.

Nondimeno, la questione più spigolosa è quella relativa al pregiudizio e alla sua dimostrazione.

Effettivamente, con riferimento alla fattispecie in discussione, ci si trova pur sempre dinanzi a un soggetto che, ottenuta una disponibilità economica dallo stesso richiesta (ma concessa indebitamente), resta poi nell'impossibilità di restituirla. Considerata, perciò, l'effettiva apprensione del denaro, come anche il fatto che la conseguenza principale della condotta del finanziatore consista proprio nel mancato recupero da parte di questo delle somme concesse, non appare facile né individuare il danno da risarcire, né tantomeno quantificarne l'entità<sup>47</sup>.

Nemmeno tale difficoltà, tuttavia, pare costituire un ostacolo insuperabile.

Una possibilità di soluzione, ad esempio, potrebbe essere quella di ricorrere alla figura di fonte giurisprudenziale della “perdita di *chance*”, di modo da leggere nell'erogazione delle somme a seguito

---

<sup>44</sup> Così G. FALCONE, *Il trattamento*, cit., 132 ss.; nonché, in senso simile, R. DE CHIARA, *op. cit.*, 2165, il quale, tuttavia, richiama la giurisprudenza comunitaria in tema di contrattazione “asimmetrica” (Corte giust., 12 settembre 2001, c. 453/99, *Courage Ltd c. Bernard Crehan*, in [www.curia.europa.eu](http://www.curia.europa.eu)).

<sup>45</sup> V. G. CARRIERO, *Art. 124*, cit., 2159; E. PELLECCIA, *Primi*, cit., 543 ss.

<sup>46</sup> Le criticità di entrambe le posizioni sono diffusamente rappresentate da L. MODICA, *Concessione*, cit., 512 ss., secondo cui, in estrema sintesi, per il ricorso al modello “aquiliano” resterebbero di ostacolo la natura pecuniaria del danno e la non estraneità dei soggetti coinvolti, laddove contro la ricostruzione in termini di “contatto sociale” rilevarebbe l'assenza di un obbligo espresso di astensione in capo al finanziatore. Ad ogni modo, nel senso della natura extracontrattuale della responsabilità, v. G. FALCONE, *Il trattamento*, cit., 132 ss.; E. PELLECCIA, *Primi*, cit., 543 ss.; di diverso avviso parrebbe R. CALVO, *op. cit.*, 827. Più in generale, sulla responsabilità da “contatto sociale”, per tutti v. C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, 3° ed., Milano, 2006, 443 ss.

<sup>47</sup> Cfr. V. SANGIOVANNI, *op. cit.*, 688.



dell'illegitima condotta del creditore, il venir meno, in capo al debitore, dell'opportunità di stipulare un contratto di finanziamento diverso, eppure altrettanto utile e al contempo sostenibile<sup>48</sup>. Nel differenziale fra i risultati economici conseguiti e conseguibili, integrati anche dal ricorso all'equità *ex art. 1226 c.c.*, potrebbe individuarsi, così, la lesione da riparare<sup>49</sup>.

In tale ultima prospettiva, peraltro, si evidenzia anche il motivo principale di preferenza dello strumento risarcitorio su quello demolitorio. Il primo, infatti, si presta — come visto — a una maggiore duttilità e può consentire il miglior soddisfacimento delle ragioni lese del consumatore, il quale — nella logica della riparazione del danno — potrebbe volersi vedere restituire una somma di denaro ovvero scontare la stessa da quanto ancora dovrebbe rendere<sup>50</sup>.

Altra alternativa da considerare è quella offerta dall'annullabilità.

Al riguardo, non si segnalano tutte le riserve manifestate per l'altro strumento invalidativo della nullità e non sembrerebbero esservi particolari ragioni per contestarne l'ammissibilità<sup>51</sup>. Il ricorso alla misura, tuttavia, resterebbe residuale, per i soli casi in cui si sia effettivamente verificata, e sia dimostrabile, un'alterazione della volontà del soggetto debole legata — volendo escludere la “violenza”

---

<sup>48</sup> In tal senso, v. G. PIEPOLI, *op. cit.*, 38 ss., che — vieppiù — contesta la critica (v. L. MODICA, *Concessione*, cit., 513) di assenza del nesso eziologico nelle ipotesi di violazione degli obblighi rivenienti dalla regola del *credit scoring*; nonché S. PAGLIANTINI, *op. cit.*, 538, secondo cui si ricadrebbe nell'ipotesi di «una responsabilità da contratto valido ma sconveniente».

<sup>49</sup> Secondo G. PIEPOLI, *op. cit.*, 38 ss., il consumatore, *ex art. 1226 c.c.*, potrebbe chiedere anche una “rettifica” del contratto.

<sup>50</sup> Cfr., più in generale, A. DAVOLA, *La valutazione del merito di credito del consumatore*, in *La riforma del sovraindebitamento nel codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, a cura di E. Pellecchia e L. Modica, Pisa, 2020, 145, secondo cui la più efficace tutela del consumatore sarebbe rinvenibile in «un utilizzo funzionalistico di rimedi che, preservando l'esistenza del contratto, favoriscano la rinegoziazione ovvero il riadeguamento alle mutate condizioni negoziali». V., pure, E. PELLECCIA, *L'obbligo*, cit., 1113; nonché T.V. RUSSO, *op. cit.*, che si mostra incline a riconoscere finanche lo strumento della nullità c.d. di protezione per le singole clausole che il debitore non avrebbe sottoscritto ove il finanziatore si fosse comportato correttamente.

<sup>51</sup> Di diverso avviso è T.V. RUSSO, *op. cit.*, 1507, secondo cui i rimedi invalidanti — nullità e annullabilità — sarebbero tutti incapaci di soddisfare l'obiettivo del legislatore comunitario di una tutela efficace, proporzionata e dissuasiva.

— a “dolo” o, forse, a “errore”. Il primo caso potrebbe, perciò, darsi nelle ipotesi in cui sia comprovabile che il creditore abbia stipulato tacendo l’esito negativo della valutazione del merito creditizio o, finanche alternandone i risultati<sup>52</sup>; mentre, il secondo, quando possa provarsi — ma se ne dubita fortemente e non se ne vede realmente il modo — che l’errore su cui sia caduto il debitore sia stato “essenziale”, di modo da aver influito in modo determinante sulla decisione finale (che, in realtà, fin da principio era desiderata)<sup>53</sup>.

Un discorso a parte, infine, merita la ricostruzione in termini di “pratica commerciale ingannevole” operata da taluni<sup>54</sup>.

Al riguardo deve anzitutto rilevarsi come, nella ricorrenza dei presupposti, non sorgano particolari dubbi nel rintracciare nella violazione degli artt. 120–*undecies* e 124–*bis* t.u.b. dei comportamenti integranti la fattispecie di cui agli artt. 21 e ss. d.lgs 206/2005 (cd. Codice del consumo).

Il riferimento, in particolare, è a quella categoria di pratiche (scorrette) qualificate dall’indurre (o dall’idoneità a indurre) — anche mediante “omissioni” (art. 22) — il consumatore ad assumere una decisione di natura commerciale che non avrebbe altrimenti preso (art. 21) e, già in questi pochi tratti, non può non trasparire la palese affinità con le ipotesi in discussione. Per converso, non pare nemmeno sostenibile — come vorrebbero i critici della ricostruzione in questione — che la disciplina *de quo* debba riferirsi necessariamente a condotte generalizzate e rivolte a una platea indeterminata di destinatari, dal momento che, seppur spesso si tratti di situazioni di tal genere, il legislatore non eleva la circostanza a presupposto di applicazione della fattispecie e sarebbe errato operare una deduzione siffatta<sup>55</sup>.

---

<sup>52</sup> Per tale posizione, v. G. FALCONE, *Il trattamento*, cit., 132 ss.; F. SALERNO, *op. cit.*, 1429; nonché, in senso perverso dubitativo, M.M. FRANCISSETTI BROLIN, *Ancora sul c.d. «merito creditizio» nel credito al consumo. Chiose a margine di una recente decisione comunitaria*, in *Contr. Impr. Eur.*, 2015, II, 371.

<sup>53</sup> Per la tesi dell’“errore essenziale”, v. G. AZADI, *op. cit.*, 293, secondo cui l’“essenzialità” deriverebbe dalla imprescindibilità della verifica del merito creditizio al fine di addivenire — per il consumatore — ad una decisione consapevole; *contra*, R. GRASSO, *op. cit.*, 2040.

<sup>54</sup> Fra i primi ad avanzare tale ipotesi è stato G. DE CRISTOFARO, *op. cit.*, 273.

<sup>55</sup> Per le considerazioni critiche espresse nel testo, cfr., M. GORGONI, *op. cit.*, 755 ss.; A. MIRONE, *op. cit.*, 557 ss.; di senso contrario, invece, sono G. FALCONE, *Il trattamento*, cit., 132 ss.; T.V. RUSSO, *op. cit.*, 1505.

Nondimeno, ove pure si volesse aderire a tale impostazione, la situazione — relativa all’individuazione delle conseguenze per la condotta colpevole del finanziatore — resterebbe immutata<sup>56</sup>. Anche per le pratiche ingannevoli, infatti, il legislatore non ha prescritto esplicitamente le sanzioni civilistiche e si ricadrebbe, nuovamente, nella alternativa fra nullità e responsabilità precontrattuale, da risolvere sempre — e per i medesimi motivi — in favore del secondo istituto, ferma restando anche qui la possibile apertura residuale per lo strumento dell’annullabilità<sup>57</sup>.

*4. Meritevolezza e sovraindebitamento: il ruolo delle novità introdotte col codice della crisi (e anticipate nella l. 3/2012 in sede di conversione del cd. decreto “Ristori”) e le ulteriori prospettive di riforma.*

La seconda questione da approfondire riguarda il coordinamento fra la disciplina bancaria in tema di valutazione del merito creditizio e quella concorsuale sulla composizione delle crisi da sovraindebitamento.

Se, infatti, uno degli obiettivi delle norme del t.u.b. — come si è visto — è quello di tutelare il consumatore prevenendo la possibilità che si ritrovi in una condizione di incapacità di onorare i suoi debiti, il legislatore, con la l. 3/2012, ha voluto guardare anche al momento successivo, dettando le regole per il trattamento di uno stato di difficoltà oramai in atto. Il quadro, pertanto, suggerirebbe l’idea di un sistema coordinato e compiuto di gestione del *pre* e del *post default*, ma — per quanto ciò sarebbe stato auspicabile — la normativa concorsuale, fino ai recenti e già anticipati interventi operati *ex l.* 176/2020<sup>58</sup>, si è proposta invece come normativa premiale per il solo debitore particolarmente “meritevole” e non ha assegnato alcuna espressa rilevanza alla condotta del finanziatore, finendo per recare il rischio di

---

<sup>56</sup> V. R. GRASSO, *op. cit.*, 2037.

<sup>57</sup> Sull’argomento, diffusamente, v. A.P. SEMINARA, *La tutela civilistica del consumatore di fronte alle pratiche commerciali scorrette*, in *Contr.*, 2018, 689 ss. Ad ogni, modo, può anche segnalarsi come G. FALCONE, *Il trattamento*, cit., 132 ss., concluda per l’annullabilità per dolo.

<sup>58</sup> V. *supra* §1 e ivi riferimenti bibliografici.

vanificare la portata stessa dell'art. 124–*bis* t.u.b.<sup>59</sup> In specie, con riferimento al piano del consumatore, la versione previgente dell'art. 12–*bis* l. 3/2012 si limitava a disporre che il giudice procedesse ad omologa “solo” dopo aver escluso che il soggetto proponente — assente qualsiasi riferimento all'istituto di credito — avesse «assunto obbligazioni senza la ragionevole prospettiva di poterle adempiere ovvero [avesse] colposamente determinato il sovraindebitamento, anche per mezzo di un ricorso al credito non proporzionato alle proprie capacità patrimoniali», sì da ingenerare nell'interprete la sensazione di una sorta di “cortocircuito” fra le premesse del t.u.b. e i mancati sviluppi della legge del 2012<sup>60</sup>.

Il codice della crisi del 2019, nondimeno, ha innovato profondamente la disciplina in tema di composizione delle crisi da sovraindebitamento, prescrivendo, per quanto in particolare interessa, nell'art. 68, che l'OCC nella relazione introduttiva indichi se il finanziatore, ai fini della concessione del finanziamento, abbia tenuto conto del merito creditizio, valutato con riferimento al reddito e dedotto quanto occorra per un «dignitoso tenore di vita», e, nell'art. 69, da una parte, che non possa accedere alle procedure soltanto il debitore che abbia determinato egli stesso la situazione di sovraindebitamento con «colpa grave, malafede e frode» e, da un'altra, che il creditore che abbia «colpevolmente determinato» la medesima situazione o il suo aggravamento, violando i principi dell'art. 124–*bis* t.u.b., non possa — secondo la versione leggermente modificata dopo il correttivo di cui al d.lgs. 147/2020 — presentare opposizione o reclamo in sede di omologa per contestare la convenienza della proposta<sup>61</sup>.

---

<sup>59</sup> Sull'argomento, con particolare riferimento ai “limiti” della originaria l. 3/2012, cfr. G. FALCONE, *Il trattamento*, cit. 132 ss.; F. FORCELLINI, *op. cit.*, 109 ss.; N. SOLDATI, *op. cit.*, *passim*; ID., *La sorte dei contratti di finanziamento al consumo nelle procedure di sovraindebitamento e la valutazione di meritevolezza nell'accesso al credito*, in questa *Rivista*, 2021, I, 118 ss.; nonché F. DI GIROLAMO, *Spunti introduttivi sulla buona fede nel piano del consumatore*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, II, 240, secondo cui, in tema di “piano del consumatore”, viene «conferita importanza all'ipotetica negligenza del consumatore nel contrarre debiti, mentre nessuna apparente conseguenza sembra farsi discendere dall'eventuale cattivo uso da parte del finanziatore delle sue prerogative tecnico discrezionali nel valutare il merito creditizio del richiedente».

<sup>60</sup> In tali termini si esprime E. PELLECCCHIA, *Primi*, cit., 543 ss.

<sup>61</sup> V. *supra* §1 e ivi riferimenti bibliografici.

Tali novità, indubbiamente opportune, sono state accolte come conferma di un cambiamento di rotta (avviato con l’attuazione alle direttive del 2008 e 2014<sup>62</sup>) nel sistema di tutela del mercato e del consumatore, volto ora a prediligere la prevenzione della crisi rispetto alla concessione della liquidità richiesta, e come quel segnale di coordinamento fra le discipline concorsuale e quella bancaria, che — in nome delle sanzioni processuali dell’inopponibilità o dell’irreclamabilità all’omologa — comprova (finalmente) il contenuto precettivo e obbligatorio delle regole in tema di *credit scoring*<sup>63</sup>.

Con tali premesse, non può che accogliersi con favore — in attesa dell’entrata in vigore del codice della crisi — il parziale adeguamento a tali regole — a seguito delle modifiche introdotte per effetto della l. 176/2020 — da parte della l. 3/2012<sup>64</sup>. Resta, tuttavia, da chiedersi se tali modifiche fossero realmente necessarie (ovvero se il sistema non consentisse già di per sé un qualche coordinamento fra le discipline) e, poi, se siano esse in grado, come ancor prima gli artt. 68 e 69 cod. crisi, di realizzare quella tutela del consumatore che pareva essere sfuggita alla previgente versione della normativa in tema di sovraindebitamento.

Quanto al primo punto, la risposta — ove posto il quesito in termini di “reale” necessità — sembrerebbe dover essere negativa.

---

<sup>62</sup> Pervero, E. PELLECCIA, *L’obbligo*, cit., 1107, ritiene che già il solo art. 18, comma 5, dir. 2014, introducendo espressamente un dovere di astensione in capo al finanziatore, abbia in buona parte risolto i problemi di coordinamento fra la disciplina bancaria e quella concorsuale della l. 3/2012.

<sup>63</sup> In tal senso, cfr. A. DAVOLA, *op. cit.*, 131, secondo cui l’evoluzione normativa espressa dal codice della crisi segnerebbe un definitivo ribaltamento del tradizionale paradigma di interpretazione del fenomeno dell’accesso al credito, attribuendo sempre maggiore importanza alla tutela dal sovraindebitamento sui vantaggi di una liquidità immediata in capo ai consumatori. In tal senso, le nuove regole concorsuali — *ivi*, 136 — fornirebbero conferma e attuazione della previsione dell’obbligo di astensione in capo al finanziatore introdotto di cui all’art. 18, comma 5, dir. 2014. V. anche L. ALBANESE, *op. cit.*, 2006 ss.; A. NIGRO, *Presente*, cit., 353, nt. 5; ed ancora R. DI RAIMO, *op. cit.*, 174, per il quale l’art. 68 cod. crisi andrebbe letto in una prospettiva di protezione del debitore, mentre l’art. 69 cod. crisi in quella di responsabilizzazione/colpevolizzazione del creditore.

<sup>64</sup> Fra le poche pronunce giurisprudenziali successive alle modifiche, cfr., in particolare, Trib. Rimini, 21 gennaio 2021, in *IlCaso.it*; Trib. Benevento, 26 gennaio 2021, *ivi*; Trib. Avellino, 4 marzo 2021, *ivi*; Trib. Napoli Nord, 21 aprile 2021, *ivi*; Trib. Lecce, 4 maggio 2021, *ivi*; Trib. Palermo, 24 maggio 2021, *ivi*; Trib. Napoli, 9 giugno 2021, *cit.*

Come si è visto nelle pagine che precedono, infatti, già dalle sole norme bancarie potevano desumersi quei risultati di obbligatorietà e (conseguente) sanzionabilità dell'adempimento di cui all'art. 124-*bis* t.u.b., che le nuove regole paiono, di fondo, confermare, e non dettare. In tale prospettiva, il ruolo del finanziatore e il rilievo della sua condotta, seppur non considerati espressamente nella disciplina concorsuale, andavano ricostruiti mediante il combinato delle normative in discussione, dacché, intanto, nel vecchio art. 9 l. 3/2012 si richiedeva pur sempre che l'OCC riportasse le "cause" della crisi, dovendo credersi che l'indicazione nelle stesse dell'eventuale comportamento scorretto dell'istituto bancario fosse necessario e non potesse non rilevare<sup>65</sup>. Inoltre, non essendo (di regola) il consumatore un soggetto di particolare competenza in materia finanziaria, anche la "ragionevole prospettiva" di cui all'art. 12-*bis* l. 3/2012 andava coordinata con i doveri precontrattuali previsti dal testo bancario e, ancora, il riferimento nella medesima norma al sovraindebitamento "colposo", legato all'insorgenza di "sopravvenienze" non considerate, andava verosimilmente letto alla luce di una valorizzazione della buona fede del soggetto coinvolto, tenuto conto — fra le altre cose — dell'operato dell'intermediario<sup>66</sup>.

Il codice della crisi, pertanto, ha opportunamente — e per primo — esplicitato l'esigenza di considerazione del finanziatore, trasformando vieppiù una disciplina per il debitore "meritevole" in una per quello "non immeritevole" e fornendo (col "dignitoso tenore di vita") un preciso riferimento per la valutazione del *credit scoring*<sup>67</sup>.

---

<sup>65</sup> Secondo R. MONTINARO, *op. cit.*, 795 s., quando «la legge richiede che si apprezzino le *cause dell'indebitamento* ... [intende] attribuire rilievo anche ai bisogni ed alle condizioni individuali del consumatore, al momento dell'assunzione dell'obbligazione».

<sup>66</sup> V. R. MONTINARO, *op. cit.*, 792 ss. In giurisprudenza, nel senso della considerazione della buona fede del debitore o, finanche, della condotta del finanziatore, Trib. Napoli, 21 ottobre 2020, in *DeJure.it*; Trib. Udine, 4 gennaio 2017, in *Banca e borsa*, 2019, II, 225 ss.; nonché Trib. Forlì, 19 luglio 2018 e 20 agosto 2018, in questa *Rivista*, 2018, II, 73, con nota adesiva di F. QUARTA, *Omologazione del "piano del consumatore": il controllo di meritevolezza deve estendersi alla corretta valutazione da parte della banca del merito creditizio ex art. 124-bis t.u.b. Commento a Tribunale di Forlì, 19 luglio 2018 e 20 agosto 2018*.

<sup>67</sup> Al riguardo, cfr. L. MODICA, *Il piano del consumatore sovraindebitato: tentativi di riforma e prospettiva europea*, in *Eur. dir. priv.*, 2016, I, 617 ss.; ID., *La*

Cionondimeno taluni esiti erano già reperibili nel sistema e, in tal senso, non deve essere considerato affatto inappropriato l'utilizzo, ove non incompatibili, delle norme non ancora vigenti del d.lgs 14/2019 per sanare le lacune interpretative della vecchia legge<sup>68</sup>.

Con riferimento, poi, alla seconda questione, ovvero al giudizio sulle nuove regole, questo — per quanto le stesse abbiano certamente comportato un passo in avanti nella tutela del consumatore — non può essere eccessivamente lusinghiero.

Tale considerazione ruota principalmente attorno alla sanzione processuale di cui all'art. 69 cod. crisi e al rinnovato art. 12–*bis* l. 3/2012, che, se di certo ha il pregio di togliere ogni perplessità sulla portata precettiva dell'art. 124–*bis* t.u.b. (nonché, per l'identità di *ratio*, dell'art. 120–*undecies* t.u.b., che può intendersi richiamato<sup>69</sup>), presenta diverse criticità.

Può, intanto, nutrirsi più di un dubbio sul fatto che il rischio — conseguente alla sanzione — di subire (non potendo opporvisi) un piano di ristrutturazione, piuttosto che ottenere una liquidazione patrimoniale, sia un deterrente sufficiente a spingere i creditori ad un comportamento corretto in tema di merito creditizio<sup>70</sup>. Poi, la previsione di tale misura — assente il richiamo ad altri strumenti quali la responsabilità o l'invalidità — rischia di ingenerare l'infondato

---

*ristrutturazione*, cit., 125 ss.; G. BIFERALI, *Il piano*, cit., 254; e R. DI RAIMO, *op. cit.*, 173, il quale segnala come, con il codice della crisi, il legislatore abbia reputato di adottare in tema di sovraindebitamento l'impostazione "sociale" alla francese, tesa a supervalutare le condizioni di vita del consumatore, e non quella tipica del sistema anglosassone, rivolta primariamente al mercato. In giurisprudenza, v. Trib. Benevento, 26 gennaio 2021, *cit.*, secondo cui le novità introdotte dalla l. 176/2020 andrebbero intese «come espressione del *favor* ordinamentale nei confronti di quello tra i soggetti contraenti che si connota per una intrinseca fragilità contrattuale»; nonché, Trib. Avellino 4 marzo 2021, *cit.*

<sup>68</sup> Così G. BIFERALI, *Il piano*, cit., 244, la quale inoltre rilevava — *ivi*, 249 ss. — come il richiamo alla meritevolezza contenuto nella "originaria" l. 3/2012 non andasse sopravvalutato, dacché la presenza di soggetti (le banche) con competenze tecniche specifiche quali controparti implicava necessariamente la esclusiva rilevanza della colpa "grave". In giurisprudenza, v. Trib. Napoli, 3 aprile 2020, in *IlCaso.it*.

<sup>69</sup> Cfr. A. DAVOLA, *op. cit.*, 137.

<sup>70</sup> Per tale considerazione, v. L. MODICA, *Effetti esdebitativi (nella nuova disciplina del sovraindebitamento) e favor creditoris*, in *La riforma del sovraindebitamento nel codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, E. Pellicchia e L. Modica (a cura di), Pisa, 2020, 395.

dubbio che essa sia l’“unica” disponibile<sup>71</sup>. Ed infine, e per l’appunto, l’introduzione della sanzione processuale lascia aperto il problema centrale del coordinamento fra l’eventuale responsabilità in capo — secondo quanto rilevato in precedenza — al finanziatore scorretto e l’inserimento di questa all’interno della disciplina concorsuale in discussione<sup>72</sup>.

Con riferimento all’ultimo punto, in particolare, tralasciando l’idea — immediata nella sua operatività, ma altrettanto lenta e macchinosa nella realizzazione — di una previsione e liquidazione del danno prodotto dal creditore direttamente in sede di piano del consumatore, l’ipotesi preferibile potrebbe essere quella dell’inserimento dei creditori colpevoli in una classe *ad hoc* con soddisfacimento postergato e residuale<sup>73</sup>. Resterebbe, tuttavia, il nodo del quando e del come addivenire all’accertamento della responsabilità dell’istituto bancario in seno alla procedura, motivo per cui, allo stato, non può che auspicarsi un nuovo intervento chiarificatore (e magari definitivo) del legislatore onde concretizzare le esigenze di tutela ancora in parte disattese.

Tale intervento, peraltro, appare ancor più necessario ove solo si consideri il sempre maggior rilievo che sta assumendo nella valutazione del merito creditizio il fenomeno dei c.dd. “*Big data*”<sup>74</sup>.

---

<sup>71</sup> Cfr. L. MODICA, *La ristrutturazione*, cit., 127.

<sup>72</sup> Secondo R. DI RAIMO, *op. cit.*, 175, il principio del prestito responsabile introdotto mediante la valutazione del merito creditizio — nonostante (anche) le novità contenute nel codice della crisi — è «ancora affetto da debolezza», ovvero «ancora carente sotto il profilo dell’effettività».

<sup>73</sup> In tal senso, possono richiamarsi le considerazioni svolte da U. MALVAGNA, *Concessione «abusiva» di credito ai consumatori e sovraindebitamento* (intervento tenuto in occasione del webinar “*La nuova disciplina in materia di sovraindebitamento. Questioni di diritto concorsuale*” del 18 marzo 2021). Ma v. anche F. FORCELLINI, *op. cit.*, 109 ss., la quale richiama la teoria del contratto “abusivo” per concludere nel senso che — rilevato che la concorsualità e l’inesigibilità del credito di cui alla l. 3/2012 sono predisposte a favore non solo del debitore, ma anche del creditore diligente — il credito negligente possa soddisfarsi solo sul residuo della ripartizione. Contrari, tuttavia, all’idea di una tutela peculiare del creditore diligente, sono G. BIFERALI, *Il credito*, cit., 1858; R. DE CHIARA, *op. cit.*, 2165.

<sup>74</sup> Sull’argomento, cfr., fra i tanti, G. BIFERALI, *Big data*, cit., 487 ss.; A. DAVOLA, *op. cit.*, 146 ss.; F. MATTASOGLIO, *La valutazione “innovativa” del merito creditizio del consumatore e le sfide per il regolatore*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2020, 193 ss.



Il tema, in estrema sintesi, è quello delle informazioni da utilizzare per il *credit scoring*, al cui riguardo il testo bancario non dice molto, limitandosi a prevedere — *ex art. 124-bis t.u.b.* — la provenienza delle stesse dal consumatore o da banche dati pertinenti ovvero — *ex art. 120-undecies t.u.b.* — che siano «necessarie, sufficienti e proporzionate e opportunamente verificate», sicché sino ad oggi, l'analisi si è fondata principalmente su elementi oggettivi e di immediata riscontrabilità, estrapolabili dal reddito, dal conto corrente, dalle visure patrimoniali e via dicendo<sup>75</sup>.

Di recente, tuttavia, si è assistito al crescente successo delle imprese *FinTech* di c.d. *social lending*, volte, in termini sintetici, a mettere in contatto via *web* potenziali finanziatori e finanziati e a selezionare le richieste tramite algoritmi informatici basati sui predetti *Big data*<sup>76</sup>. Questi sono *set* di dati personali del genere più vario — dalle preferenze di acquisto alla collocazione geografica — estratti mediante l'utilizzo di strumenti telematici di maggior uso comune (*social network, e-mail, e-shop, etc*) ed elaborati in modo da offrire valutazioni prognostiche sul *credit scoring* di un certo soggetto, il cui vantaggio principale, evidentemente, è quello di consentire un giudizio anche in assenza di una storia economica e patrimoniale riscontrabile oggettivamente (*i.e.*, rapporti bancari pregressi, redditi o beni immobili intestati): assenza che avrebbe impedito il buon esito di una valutazione effettuata mediante gli strumenti tradizionali.

L'apertura a tali metodologie, pertanto, se ha il pregio di ampliare la platea dei soggetti finanziabili includendovi quanti ne sarebbero restati esclusi per il sol fatto di una carenza di informazioni, solleva però altrettante criticità, legate in specie alla poca trasparenza nella raccolta dei dati, alla difficoltà di svelare e, perciò, contestare il processo che porta al giudizio positivo o negativo sul merito, alla possibile discriminazione di soggetti per la sola provenienza o per appartenenza

---

<sup>75</sup> V. R. GRASSO, *op. cit.*, 2028; F. MATTASOGLIO, *op. cit.*, 188.

<sup>76</sup> Al riguardo, segnala d'altronde G. BIFERALI, *Big data*, cit., 501 s., come, per le *Fintech* il ricorso alle *alternative sources of data and alternative credit-scoring methodologies* sorse come necessario, poiché «l'Autorità bancaria europea [aveva stabilito] che l'attività dei gestori di piattaforme di *social lending* po[tesse] ritenersi sufficientemente regolata qualora questi ultimi assum[essero] la forma — e dunque di sottopon[essero] alla disciplina — degli "Istituti di pagamento" ... esclusi dal sistema informativo Centrale dei rischi».

a gruppi etnici e via dicendo<sup>77</sup>. D'altro canto, il metodo in discussione implica una palese incapacità del consumatore di fare pronostici sul rischio di sovraindebitamento legato all'operazione richiesta e, in caso di utilizzo, sposta ulteriormente e necessariamente il sistema nella direzione del *responsible lending* e della responsabilizzazione del creditore.

Per tali motivi, nella prospettiva di un sempre più ampio ricorso alle tecniche valutative fondate sui *Big data*, l'auspicio è sia quello di una adeguata regolamentazione del loro utilizzo, che assicuri il funzionamento corretto ed equilibrato degli stessi, sia — per quanto preme ai fini del presente lavoro — che l'ulteriore estromissione dei consumatori sotto il profilo interessato trovi un adeguato bilanciamento nella predisposizione di strumenti sanzionatori a carico dei creditori che siano chiari, immediati, efficaci e soprattutto in grado da un lato di coordinarsi con le procedure concorsuali dedicate e, dall'altro, di assicurare al singolo la riparazione più adeguata del pregiudizio subito.

---

<sup>77</sup> Cfr. A. DAVOLA, *op. cit.*, 155 ss., il quale rileva, altresì, l'inadeguatezza del sistema normativo in materia di *privacy*, richiamando la debolezza sia del vigente reg. (UE) 2016/679, ove l'art. 22 si limita fondamentalmente a disporre che «l'interessato ha il diritto di non essere sottoposto a una decisione basata unicamente sul trattamento automatizzato, compresa la profilazione, che produca effetti giuridici che lo riguardano o che incida in modo analogo significativamente sulla sua persona», sia della “Guida alla valutazione delle domande di autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria degli enti creditizi fintech” adottata dalla BCE a marzo 2018 ([www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.201803\\_guide\\_assessment\\_fin\\_tech\\_credit\\_inst\\_licensing.it.pdf](http://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.201803_guide_assessment_fin_tech_credit_inst_licensing.it.pdf)).

## **Derivati over the counter: speculazione o copertura dai rischi? L'impatto della regolamentazione Ue sulla validità dei contratti.**

**SOMMARIO:** 1. Gli strumenti derivati e il “loro” problema – 2. I contratti derivati. La fattispecie nei regolamenti UE – 3. Derivati per riduzione dei rischi o per speculazione? Il ruolo di EMIR – 4. Alcune considerazioni sulla disciplina dei derivati e sulle sue finalità – 5. Il problema della meritevolezza di tutela dei contratti derivati nell'ordinamento domestico.

### *1. Gli strumenti derivati e il “loro” problema*

Gli strumenti finanziari derivati sono identificati dall'art. 1, co. 3, D. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 - Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (di seguito, “TUF”), sono contratti che realizzano l'allocazione tra le parti di un determinato rischio<sup>1</sup>. Trasferire un rischio da una parte all'altra può rispondere a un interesse di copertura, se il rischio preesiste al derivato, o di speculazione, se il rischio viene definito con il contratto<sup>2</sup>. Invero, l'operazione in oggetto rappresenta una soluzione efficiente nella gestione del rischio, allocandolo a una parte maggiormente in grado di prendersene carico in ragione della propria specializzazione<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Così, A. PERRONE, *I contratti derivati over the counter*, in G. GITTI, M. MAUGERI, M. NOTARI, *I contratti per l'impresa*, vol. II, Bologna, 2013, 25. Per tutti, D. AWREY, *The Dynamics of OTC Derivatives Regulation: Bridging the Private-Public Divide*, 2009, in [www.exlegi.ox.ac.uk](http://www.exlegi.ox.ac.uk), 6; nella nostra letteratura, E. BARCELLONA, *Note sui derivati creditizi: market failure o regulation failure?*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2009, I, 652 s.

<sup>2</sup> Sul punto cfr. R. AGOSTINELLI, *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, I, 114 s.; La tassonomia dei derivati basata sul proposito economico della controparte è ampiamente descritta da T. E. LYNCH, *Gambling by Another Name; The Challenge of purely Speculative Derivatives*, in *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, vol. 17, 2012, 75 ss.

<sup>3</sup> C.L. CULP, *The Social Function of Financial Derivatives*, in R. W. KOLB - J. A. OVERDAHL (a cura di), *Financial Derivatives. Pricing and Risk Management*, Hoboken, 2010, 58. Sulla differenza tra operazione di copertura e speculazione G. Kuserk, *Speculation and Hedging*, in R. W. KOLB - J. A. OVERDAHL (a cura di), *Financial Derivatives. Pricing and Risk Management*, op. cit., 43 ss.

Se da un lato, le operazioni in derivati c.d. *exchange traded* non presentano particolari problemi; per altro verso, i derivati negoziati bilateralmente tra intermediario e cliente (c.d. *over the counter*, in seguito “OTC”) hanno generato, specie nell’ultima decade, diverse criticità su più fronti. Sul piano internazionale, questi strumenti finanziari sono stati oggetto di una profonda riflessione alla luce dei potenziali effetti negativi per la stabilità dei mercati. Di questi contratti si è sottolineato a lungo il contributo positivo sia alla funzione di *price discovery* dei mercati sia in termini di liquidità degli stessi<sup>4</sup>. Altri, guardando ai rischi, hanno messo in evidenza come questi strumenti finanziari rispondano più ad una esigenza commerciale degli intermediari che ad una reale esigenza di investimento “su misura” di alcuni operatori<sup>5</sup>.

Sul fronte più strettamente interno, dottrina e giurisprudenza hanno messo talvolta in discussione la loro validità<sup>6</sup>. Infatti, mentre i derivati

---

<sup>4</sup> I possibili effetti positivi di queste operazioni sono invece evidenziati, H. SHADAB, *Guilty by Association? Regulating credit default swap*, in *Entrepreneurial Bus. L. Journal*, vol. 4, 2010, 407 ss.; F. PARTNOY - D. SKEEL, *The Promise and Perils of Credit Derivatives*, in *University of Cincinnati Law Review*, vol. 75, 2007, 1024 ss. Sottolineano il disvalore dei derivati puramente speculativi, L. A. STOUT, *Derivatives and the Legal Origin of the 2008 Credit Crisis*, in *Harvard Business Law Review*, 2011, 1-38. L’autrice evidenzia come in termini di efficienza per il mercato, l’operazione in derivati puramente speculativi, presenta sempre un valore negativo, in virtù dei costi fissi quali i costi di negoziazione e i costi opportunità; sempre in questa prospettiva T. E. LYNCH, *Gambling by Another Name: the challenge of purely speculative derivatives*, cit., 90.

<sup>5</sup> In questo senso D. AWREY, *The Dynamics of OTC Derivatives Regulation: Bridging the Private-Public Divide*, 2009, in [www.exlegi.ox.ac.uk](http://www.exlegi.ox.ac.uk), 6; l’autore, nel descrivere le dinamiche di mercato che caratterizzano l’ideazione prima e la distribuzione poi di uno strumento finanziario c.d. “*tailor made*”, mette in luce che un prodotto non standardizzato spesso è l’esito di un processo di innovazione finanziaria che più l’obiettivo di creare una sorta di monopolio per la distribuzione di quel prodotto piuttosto che andare incontro ad una reale domanda di mercato.

<sup>6</sup> Sul tema la letteratura è ampia così come è vasta la produzione giurisprudenziale. In letteratura, cfr. F. ROCCHIO, *Contratti (in strumenti finanziari) derivati e causa*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2013, I, 106 ss. A. TUCCI, “*Causa tipica*” e “*causa concreta*”, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, III, 291; F. CAPUTO NASSETTI, *Causa, alea, mark-to-market e up front nei contatti derivati di swap di pagamenti e opzioni su tassi di interesse*, in *Giur. comm.*, 2016, II, 299; P. GIUDICI, *Interest rate swap e nullità del contratto: sui pericoli sistemici dei derivati*, in *Banca borsa tit cred.*, 2016, IV, 501-508. A. DOLMETTA, *Della ricerca giurisprudenziale di contenere entro “ragionevoli*

con funzione di copertura sono ritenuti pacificamente meritevoli di tutela, per quanto riguarda i derivati OTC puramente speculativi non manca chi sostiene una posizione in favore della loro nullità. A differenza degli strumenti di copertura, si tratta di derivati che realizzano un trasferimento di ricchezza soltanto sulla base di diverse aspettative riguardo l'andamento economico di un sottostante di riferimento.

In particolare, la discussione ha riguardato il giudizio di meritevolezza, *ex art.* 1322, comma 2, c.c., dei contratti di *swap* (tra questi soprattutto degli *interest rate swap*, di seguito anche "IRS"). Il problema giuridico appena presentato è emerso in particolar modo con riferimento al Regolamento Consob n. 11522 del 1998 (di seguito, "I Regolamento Intermediari") - e dunque alla regolamentazione *ante* direttiva 2004/39/CE (di seguito "MiFID") - successivamente sostituito, prima, dal Regolamento 16190 del 2007 (di seguito, "II Regolamento Intermediari"), emanato in seguito all'adeguamento del nostro ordinamento della MiFID e poi, a sua volta oggi superato dal Regolamento 20307 del 15 febbraio 2018 (di seguito "nuovo Regolamento Intermediari") in ragione dell'entrata in vigore del Regolamento (UE) n. 600/2014 (di seguito, "MiFIR") e dell'adeguamento alla direttiva 2014/65/EU (in seguito "MiFID II"). La premessa è doverosa per definire correttamente il quadro normativo di riferimento e compiere le riflessioni che ci si propone alla luce degli invertenti disciplinari adottati a livello europeo, specie in risposta alla crisi finanziaria. Ultimamente, la discussione sulla natura dei derivati e la loro validità nasceva dalla richiesta di tutela, per le ingenti perdite patrimoniale subite, da parte di imprenditori che hanno sottoscritto, più o meno consapevolmente, degli *swap*. L'ampia distribuzione di questi strumenti è avvenuta a causa di diffusa pratica di *misselling*, conseguenza anche di un eccessivo quanto improprio ricorso del *caveat* della autodichiarazione di operatore qualificato da cui dipendeva l'inapplicabilità di diversi presidi normativi in favore del cliente; in particolare, venivano derogate: la previsione della forma scritta *ex art.* 23 TUF, la disciplina del conflitto di interessi, gli obblighi di

---

*limiti" l'operatività in derivati*, in *Società*, 2016, VI, 709 ss. Per una panoramica generale sull'evoluzione giurisprudenziale, E. GROSSULE, *Giudizio di meritevolezza dei contratti derivati over the counter. Recenti sviluppi giurisprudenziali*, in questa *Rivista.*, II, 2019, 25 ss.

informazione attiva e passiva (art. 27, I Regolamento Intermediari), e da ultimo le prescrizioni in tema di operazioni inadeguate (art. 29, I Regolamento Intermediari). Le più rigorose regole di comportamento introdotte con MiFID – con una valutazione in fase di distribuzione – e, oggi, la disciplina della *product governance* di MiFID II – con una duplice verifica: prima, in astratto, in fase di produzione dello strumento finanziario e poi, nuovamente, al momento della sua distribuzione – dovrebbero, sul piano teorico, ridurre la possibilità che strumenti complessi come i derivati OTC vengano sottoscritti senza un’efficace verifica della capacità del cliente di comprendere la reale portata dei rischi connessi all’operazione di investimento.

Più in generale, dunque, il problema di un’operazione in derivati OTC e della loro distribuzione è da individuare nello strutturale conflitto di interessi che la caratterizza: una controparte, generalmente la banca, riveste il doppio ruolo di consulente e contraente e gode, dunque, di una posizione di superiorità informativa rispetto all’altra controparte, l’operatore commerciale. In altre parole, l’operatore commerciale si rivolge ad un soggetto che allo stesso tempo deve strutturare il prodotto in base alle necessità del cliente e assumersi il rischio che gli viene trasferito attraverso il derivato.

La questione a lungo contesa<sup>7</sup> cerca faticosamente di trovare una soluzione definitiva grazie alle più recenti pronunce della Corte di Cassazione<sup>8</sup>, tra queste, da ultimo, figura l’intervento delle Sezioni Unite: sentenza che introduce un primo punto fermo nel lungo dibattito non del tutto condiviso, lasciando così margine per ulteriori evoluzioni<sup>9</sup>. D’altra parte, la materia ha subito negli anni delle profonde

---

<sup>7</sup> Per un’efficace sintesi dei problemi, A. PERRONE, *I contratti derivati*, cit., 260-261.

<sup>8</sup> Si tratta, *inter alia*, di Cass., 13 luglio 2018, n. 18724, Cass., 28 luglio 2017, n. 18781 e Cass., 31 luglio 2017, n. 19013.

<sup>9</sup> Si fa riferimento a Cass., sez. un., 12 maggio 2020, n. 8770 sui derivati sottoscritti dagli enti locali, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it); Per alcuni primi commenti in dottrina, *inter alia*, A. PERRONE- M. ANOLLI, *La giurisprudenza italiana sui contratti derivati. Un’analisi interdisciplinare*, in questa *Rivista*, 2020, III, 195 ss.; S. PAGLIANTINI, *Dopo le S.U. 8770/2020: i derivati (della P.A.?) ed il paradosso di San Pietroburgo*, in questa *Rivista*, 2020, II, 123; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Causa variabile e causa meritevole dei derivati*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), Giugno 2020; R. NATOLI, *Tutto ciò che è reale, se non è razionale, è nullo: ma quanto è reale la razionalità pretesa dalle sezioni unite?*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), giugno 2020; F. SARTORI, *Contratti*

evoluzioni tanto che i contratti derivati presentano oggi una loro disciplina specifica rinvenibile, in particolare, nei regolamenti e nelle direttive europee. Si tratta di un complesso di norme che disegna una fattispecie articolata e che evidenzia la preoccupazione del legislatore europeo più per i rischi sistemici che pongono i derivati che per i problemi legati alla loro distribuzione e alla loro validità.

Questo ultimo aspetto costituisce l'oggetto della presente indagine; in particolare, si vuole affrontare il tema dei possibili effetti di questa evoluzione normativa sulla discussione in merito alla tutela degli investitori e sugli spazi di dichiarazione di nullità degli strumenti derivati. Per poter affrontare adeguatamente il tema è importante porre in relazione le regole previste nei regolamenti europei con la disciplina domestica, considerando anche gli esiti del dibattito in dottrina e degli arresti in giurisprudenza. In questa prospettiva, nella prima parte, la ricerca intende offrire una ricostruzione della "fattispecie" derivato, in relazione alla loro funzione economica e alla natura dei sottostanti coinvolti (paragrafi 1, 2, 3); nella seconda parte, viene discusso l'impatto della ricostruzione proposta sul tema della tutela degli investitori facendo riferimento ai problemi che si sono sviluppati intorno alla validità o meno del contratto derivato, intrecciando per questa via aspetti più prettamente finanziari e regolamentari con elementi del diritto interno.

## 2. I contratti derivati. La fattispecie nei regolamenti UE

I contratti derivati si classificano tradizionalmente in tre sottocategorie: i *future*, le *option* e gli *swap*<sup>10</sup>. A tale tripartizione si aggiunge, con rilevanza disciplinare, l'eterogenea natura dei sottostanti, ossia dei beni o eventi cui i derivati fanno riferimento e dai valori dei

---

*derivati e sezioni unite: tutela dell'efficienza e dell'integrità del mercato*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), giugno 2020.

<sup>10</sup> Nella letteratura economica, il riferimento d'obbligo è J. HULL, *Options, Futures and Other Derivatives*, Upper Saddle River, 2011<sup>8</sup>, trad. it. *Opzioni, futures e altri derivati*<sup>3</sup>, Torino, 2012, *passim*; per esemplificazioni più accessibili ai giuristi v. A. PERRONE, *La riduzione del rischio di credito negli strumenti finanziari derivati*, Milano, 1999, 15 ss; per un'analitica descrizione delle fattispecie contrattuali E. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2010, 67 ss.; F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti finanziari derivati*, Milano, *passim*.

quali dipendono i trasferimenti di ricchezza regolati dai contratti in parola.

Per quanto riguarda la disciplina dei contratti derivati, nel nostro ordinamento si qualificano come strumenti finanziari e pertanto soggetti alla disciplina della MiFID II e di MiFIR. In questi atti si definisce lo strumento derivato quel «valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere tali valori mobiliari o che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure» (art. 4 (1), n. 44, lett. c) e citati nell'allegato I, sezione C, punti da 4 a 10, MiFID II)<sup>11</sup>. In una classificazione degli strumenti derivati, quelli «su

---

<sup>11</sup> L'art. 2(1), n. 29, MiFIR rinvia a MiFID per la definizione. Nell'allegato I, sezione C, punti 4 a 10 si citano questi strumenti: «4) Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti su strumenti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, quote di emissioni o altri strumenti finanziari derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti. 5) Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine («forward») ed altri contratti su strumenti derivati connessi a merci quando l'esecuzione deve avvenire attraverso il pagamento di differenziali in contanti oppure possa avvenire in contanti a discrezione di una delle parti (per motivi diversi dall'inadempimento o da un altro evento che determini la risoluzione). 6) Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap ed altri contratti su strumenti derivati connessi a merci che possono essere regolati con consegna fisica purché negoziati su un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione, eccettuati i prodotti energetici all'ingrosso negoziati in un sistema organizzato di negoziazione che devono essere regolati con consegna fisica. 7) Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine («forward») ed altri contratti su strumenti derivati connessi a merci che non possano essere eseguiti in modi diversi da quelli citati al punto 6 della presente sezione e non abbiano scopi commerciali, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati. 8) Strumenti finanziari derivati per il trasferimento del rischio di credito. 9) Contratti finanziari differenziali. 10) Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine sui tassi d'interesse e altri contratti su strumenti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, quando l'esecuzione debba avvenire attraverso il pagamento di differenziali in contanti o possa avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti (invece che in caso di inadempimento o di altro evento che determini la risoluzione del contratto), nonché altri contratti su strumenti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, non altrimenti citati nella



merci» (art. 2 (1), n.30 MiFIR)<sup>12</sup> meritano un accenno particolare. La loro inclusione nella direttiva rappresenta l'approdo di un'evoluzione normativa: la valutazione della prevalenza del significato "finanziario" piuttosto che "commerciale" dei contratti in parola è stata oggetto di un lungo dibattito<sup>13</sup>. La Direttiva 22/93/CEE – *Investment Service Directive* (di seguito, "ISD")<sup>14</sup> – non aveva incluso i derivati su merci nella nozione di strumento finanziario. La principale conseguenza della non riconosciuta "finanziarietà" di tali strumenti consisteva nella preclusione per le imprese di investimento e mercati regolamentati di Paesi il cui ordimenti domestici comprendevano già i *commodity derivative* fra gli strumenti finanziari di beneficiare del "passaporto europeo". La stessa esclusione consentiva per altro verso agli operatori di non essere soggetti alla disciplina dei servizi di investimento né, in

---

presente sezione, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato, un sistema organizzato di negoziazione o un sistema multilaterale di negoziazione».

<sup>12</sup> Gli strumenti finanziari definiti all'articolo 4, paragrafo 1, punto 44), lettera c), di MiFID, che fanno riferimento a merci o attività sottostanti di cui all'allegato I, sezione C, punto 10), della stessa direttiva o ai punti 5), 6), 7) e 10) dell'allegato I, sezione C, appena citato in nota precedente. Su questo argomento A. SCIARRONE ALIBRANDI - E. GROSSULE *Commodity Derivatives e MiFID II*, in V. TROIANO (a cura di), *La MiFID II. Rapporti con la clientela – Regole di governance – Mercati*, Padova, 2016; A. SCIARRONE ALIBRANDI - E. GROSSULE, *Commodity Derivatives*, in D. BUSH - G. FERRARINI (a cura di), *Regulation of the EU Financial Markets*, 2017, OUP, 456-460.

<sup>13</sup> Con riferimento alla problematica, C. ANGELICI, *Alla ricerca del «derivato»*, Milano, 2016, 11 (in nota 22), e in modo più ampio, anche se con riferimento a MiFID I, C. MOTTI, *La finanziarietà dei commodity derivatives: prime riflessioni in margine alla direttiva MIFID*, in *Scambi su merci e derivati su commodities. Quali prospettive?*, a cura di M. LAMANDINI - C. MOTTI, Milano, 2006, 485-519.

<sup>14</sup> Si fa riferimento alla Direttiva 93/22/CEE del Consiglio, 10 maggio 1993, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari, recepita in Italia con il D.lgs, 23 luglio 1996, n. 415 (c.d. «decreto eurosim»). Nell'unico allegato della direttiva, sezione B, si elencano i derivati compresi: «contratti a termine fermo (futures) su strumenti finanziari, compresi gli strumenti equivalenti che si regolano in contanti; contratti a termine su tassi d'interesse (FRA); contratti *swaps* su tassi d'interesse, su valute o contratti di scambio connessi a indici azionari («equity swaps»); opzioni per acquistare o vendere qualsiasi strumento contemplato da questa sezione dell'allegato, compresi gli strumenti equivalenti che si regolano in contanti. Sono comprese in particolare in questa categoria le opzioni su valute e sui tassi d'interesse». In generale sulla direttiva e la sua attuazione in Italia, si rinvia a G. CAMPOBASSO (a cura di), *L'Eurosime - Commentario*, Milano, 1997.

particolare per gli operatori specializzati, di essere soggetti alle attività di vigilanza collegate.

MiFID estese la lista degli strumenti finanziari che i soggetti autorizzati possono fornire, beneficiando conseguentemente anche del passaporto europeo, includendovi anche molti derivati su *commodity*. In particolare, l'allegato I di MiFID fa riferimento ai *future*, alle opzioni, agli *swaps*, con sottostante una *commodity* e dotati di caratteristiche finanziarie. Precisamente, sono strumenti finanziari quei derivati su merci che prevedono l'obbligo di pagamento di differenziali in contanti (c.d. *cash settlement*) o che tale modalità di estinzione del contratto sia quanto meno prevista come opzione in favore di uno dei contraenti. I *commodity derivative* che prevedono la consegna fisica del bene rientrano invece nella nozione di strumento finanziario solamente se negoziati su un mercato regolamentato o su un *multilateral trade facilities* (in seguito, "MTF").

L'inclusione di derivati su merci con queste caratteristiche operata con la MiFID, accolta senza particolari resistenze<sup>15</sup>, ha prodotto nel tempo tuttavia alcune divergenze interpretative da parte delle competenti Autorità di vigilanza nazionali. Su questo punto, l'ESMA ha infatti dovuto emanare delle *Guidelines* al fine di assicurare una comune e uniforme applicazione delle definizioni di *commodity derivative*<sup>16</sup>.

Con la MiFID II si amplia ulteriormente la definizione di strumenti finanziari con l'intento di ricomprendere nel proprio ambito di applicazione un maggior numero di strumenti finanziari. Tale novella intende dar seguito alle indicazioni regolamentari che danno seguito al mandato del G-20<sup>17</sup>. Oggi, pertanto, con MiFID II/MiFIR, rientrano nella nozione di strumento finanziario tutti i contratti derivati che prevedono la consegna fisica del sottostante, scambiati anche in

---

<sup>15</sup> In questo senso D. CIANI, *La Direttiva 2004/39/CE: un resoconto "dall'interno" dei difficili lavori preparatori*, in *Scambi su merci e derivati su commodity*, cit., 45.

<sup>16</sup> ESMA, *The application of the definitions in Section C6 and C7 of the Annex I of Directive 2004/39/EC (MiFID)*, Guidelines, Maggio 2015 (ESMA/2015/675).

<sup>17</sup> Cfr. il Considerando 19 di MiFID II.

*Organized Trade Facilities* (di seguito, “OTF”) e non solo in mercati regolamentati o MTF<sup>18</sup>.

### 3. *Derivati per riduzione dei rischi o per speculazione? Il ruolo di EMIR*

Una volta individuate le norme che consentono di inquadrare gli strumenti derivati soggetti alla disciplina speciale, introdurre il contesto dal quale ha avuto origine questa regolamentazione è utile per affrontare, nella giusta prospettiva, i problemi oggetto di questo studio. La crisi finanziaria del 2008 ha messo in luce i rischi posti dai mercati dei derivati OTC. Il Regolamento (UE) n. 648/2012 (di seguito, “EMIR”)<sup>19</sup>, primo per quando riguarda le transazioni in derivati dopo la crisi finanziaria, ha come obiettivo il miglioramento della trasparenza

---

<sup>18</sup> Sono rimaste in vigore delle esenzioni in favore degli operatori commerciali, la cui operatività ha tuttavia subito una restrizione ulteriore rispetto a MiFID II (che riflettono, sul piano logico, la precedente disciplina). Rispetto a MiFID I, l’esenzione per chi negozia per conto proprio derivati su merci, compresi i *market maker*, non opera sempre, ma solo al ricorrere di tre condizioni. Più in dettaglio, le tre condizioni elencate sono le seguenti: 1) che per ciascuno di tali casi, considerati sia singolarmente che in forma aggregata, si tratti di un’attività accessoria all’attività principale considerata nell’ambito del gruppo, purché tale attività principale non consista nella prestazione di servizi di investimento ai sensi della direttiva MiFID II, di attività bancarie ai sensi della direttiva 2013/36/UE o in attività di *market making* in relazione agli strumenti derivati su merci; 2) che tali persone non applichino una tecnica di negoziazione algoritmica ad alta frequenza; 3) che dette persone comunichino formalmente ogni anno che si servono di tale esenzione e, su richiesta dell’autorità competente, su quale base ritengono che la loro attività ai sensi dei punti 1) e 2) sia accessoria all’attività principale; E’ stata dunque abrogata la precedente esenzione *ex art. 2(1) let. k*, che si riferiva “alle persone la cui attività principale consiste nel negoziare per conto proprio merci e/o strumenti derivati su merci. Questa esenzione non si applica allorché le persone che negoziano per conto proprio merci e/o strumenti derivati su merci fanno parte di un gruppo la cui attività principale consiste nella prestazione di altri servizi di investimento, secondo la definizione della presente direttiva, o di servizi bancari di cui alla direttiva 2000/12/CE”.

<sup>19</sup> Su EMIR e l’impatto sul mercato dei derivati, *ex multis*, v. P. LUCANTONI, *Il mercato dei derivati: note preliminari ad uno studio sistematico*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, II, 182 ss.; ID, *Central Counterparties and Trade Repositories in Post-Trading Infrastructure Under EMIR Regulation on OTC Derivatives*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, vol. 29, 2014, 681 ss. N. MOLONEY, *Eu Securities and Financial Markets Regulation*, cit., 576; L. SASSO, *L’impatto sul mercato dei derivati*, in *Giur. comm.*, 2012, VI, 899 ss.

delle negoziazioni con oggetto derivati, incentivando il trasferimento delle operazioni dal mercato *over the counter* a delle *trading venue* regolamentate.

In questa prospettiva, EMIR, che riguarda particolarmente l'infrastruttura del mercato europeo dei derivati, rappresenta un primo passo importante. L'art. 4 di EMIR stabilisce anzitutto che tutti i contratti derivati, che presenti determinati livelli di standardizzazione e liquidità, siano soggetti a compensazione (c.d. "*clearing*") tramite controparte centrale (di seguito, "CCP"). In aggiunta, EMIR impone di adottare rigorose tecniche di mitigazione del rischio con riferimento ai contratti non sottoposti a compensazione mediante controparte centrale (art. 11, EMIR) e introduce norme e standard di comportamento organizzativi e rigorosi requisiti prudenziali per le stesse CCP (art. 16 e artt. 26-35, EMIR). Sono soggette all'obbligo di *clearing* le controparti finanziarie e le controparti non finanziarie "qualificate", intendendo con tale terminologia gli operatori commerciali che detengono un portafoglio di strumenti derivati per i quali non sia oggettivamente misurabile la capacità di ridurre i rischi (direttamente legati alla loro attività o di finanziamento di tesoreria dalle stesse con un valore nozionale lordo che supera determinate soglie, distinte per categoria di strumento derivato (artt. 4 e 10, EMIR)<sup>20</sup>.

Questa distinzione tra derivati dei quali sia oggettivamente misurabile la capacità di ridurre i rischi legati all'attività del soggetto non finanziario, parte del contratto, e i derivati invece non sottoscritti a tal fine, segna nel regolamento il momento in cui viene definito quando lo strumento derivato abbia una finalità di copertura piuttosto che di speculazione. L'art. 10 del Regolamento delegato (UE) n. 149/2013

---

<sup>20</sup> Le soglie sono stabilite all'art. 10 del Regolamento delegato (UE) della Commissione n. 149/2013. In particolare, facendo riferimento al valore nozionale lordo la soglia limiti è di 1 miliardo di Euro per i derivati di credito; di 1 miliardo di euro per gli *equity derivative*; 3 miliardi di Euro per gli IRS; 3 miliardi per i derivati sui tassi di cambio; 3 miliardi di euro per i derivati su merci e per tutti i derivati non menzionati nei punti precedenti. Su pro e contro dell'obbligo di compensazione M. WEBER, *Central counterparties in the OTC derivatives market from the perspective of the Legal Theory of Finance, financial market stability and the public good*, in *Eu. Bus. Org. L. Rev.*, vol. 17, 2016, 82-87; sul valore delle soglie specie per i derivati su merci, E. GROSSULE, *Regulatory Strategies towards the Commodity Market Financialization Risk: Position Limits' Regime, Transparency and Enforcement Tools*, in *Eu. Bus. L. Rev.*, 2019, II, 319-333.

stabilisce i criteri per stabilire quali contratti derivati OTC riducano oggettivamente i rischi delle controparti non finanziarie o del gruppo. In particolare, il derivato ha una funzione di riduzione dei rischi quando di per sé o in combinazione con altri contratti, direttamente o anche tramite strumenti correlati, soddisfi uno dei seguenti criteri: copra i rischi legati ad una potenziale variazione del valore di beni, servizi, o passività, legati alla controparte non finanziaria o il gruppo in ragione della loro attività; copra i rischi dovuti alla fluttuazioni dei tassi di interesse, di inflazione, di credito o del rischio di credito che possano impattare indirettamente sul valore dei beni e servizi o delle passività della controparte non finanziaria o del gruppo; infine che costituisca un contratto di copertura in conformità agli International Financial Reporting Standards (di seguito, “IFRS”). I primi due criteri, pur nella loro formulazione generale, richiedono una stretta correlazione tra il contenuto del contratto e l’attività della controparte finanziaria. Di fatto, il terzo criterio ribadisce quanto stabilito nei primi due introducendo un richiamo esplicito ai principi contabili internazionali. Su questa linea si pone, necessariamente, anche il nostro ordinamento. Tant’è vero che l’art. 2426, comma 11-bis, cod. civ., stabilisce che «si considera sussistente la copertura in presenza, fin dall’inizio, di stretta e documentata correlazione tra le caratteristiche dello strumento o dell’operazione coperti e quelle dello strumento di copertura»<sup>21</sup>. Detta correlazione sussiste sia quando il contratto derivato è direttamente connesso con il rischio – ha esattamente lo stesso sottostante e la stessa data di regolamento – sia quando il derivato è collegato ad uno strumento o ad una attività correlata – ha un sottostante diverso ma molto simile in termini di comportamento economico. Inoltre, il rischio può essere coperto da una combinazione di contratti derivati, compresi i derivati di copertura che liquidano precedenti derivati ormai slegati dai rischi connessi all’attività commerciale in ragione di una loro evoluzione<sup>22</sup>. In conclusione, il regolamento dunque ha introdotto una diversificazione dell’intensità della disciplina che si basa proprio sulla

---

<sup>21</sup> Il comma 11-bis, dell’articolo 2426, cod. civ., è stato introdotto dal D.lgs. 139 del 18 agosto 2015. Il decreto ha adeguato il nostro ordinamento alla direttiva 2013/34/UE relativa ai bilanci di esercizio, ai bilanci consolidati e alle relative relazioni di talune tipologie di imprese.

<sup>22</sup> In questi termini il Considerando n. 18 e n. 19 del regolamento delegato (UE) n. 149/2013.

funzione economica (di copertura o speculativa) degli strumenti derivati oggetto di regolamentazione.

Ci si pone il problema dunque di capire se EMIR, e i contorni da questo definiti – regolamento che disciplina l’infrastruttura del mercato e precisamente, visto nella prospettiva di un ideale ciclo di vita di uno strumento finanziario derivato, riguarda la sfera della fase di post-negoziazione – possa avere una valenza di sistema e produrre effetti sull’intera vita dello strumento e in particolare nei rapporti con la clientela. Il quesito trova una sua risposta nel complesso delle norme che disciplinano gli strumenti finanziari e i rapporti tra intermediari e clienti; in altre parole, occorrerà guardare a sistema MiFID II/MiFIR.

Da questa analisi emerge fin da subito un collegamento tra le due discipline. MiFIR ha introdotto l’obbligo di negoziare (cfr. art. 28 del Regolamento) tutti i contratti derivati OTC, che soddisfano requisiti di standardizzazione e liquidità del loro mercato o soggetti alla compensazione centrale secondo quanto stabilito da EMIR. In altre parole, i contratti derivati OTC compensati centralmente devono essere negoziati conformemente ai criteri stabiliti in MiFIR (art. 32) e più in particolare dal regolamento delegato 2016/2020. Questo ulteriore obbligo completa il progetto di riforma di questo mercato secondo quanto stabilito dal G20 di Pittsburgh. L’ordinamento europeo si allinea così anche a quanto stabilito dalla disciplina statunitense introdotta con il *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (Title VII).

I due fattori chiave per l’obbligo di negoziazione sono: se quella classe di derivati sia già negoziata in una *trading venue* o se per la stessa vi sia sufficiente liquidità<sup>23</sup> perché possa essere oggetto dell’obbligo di

---

<sup>23</sup> Regolamento delegato (UE) 2016/2020 della Commissione, che integra il Regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio sui mercati degli strumenti finanziari per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sui criteri per determinare se gli strumenti derivati soggetti all’obbligo di compensazione debbano essere soggetti all’obbligo di negoziazione. L’ESMA, *The trading obligation for derivatives under MiFIR*, 19 giugno 2017, 9 (ESMA70-1566-71) parla a riguardo di “*venue test*” e “*liquidity test*” Per quanto riguarda il *venue test* si tratta di capire se un determinato strumento può essere considerato appartenente ad una classe di derivati già negoziati; il secondo test se per la tipologia di strumento in questione via siano sufficienti acquisti e vendite di posizioni. Su alcune divergenze interpretative tra autorità e operatori, ESMA, *The trading obligation, cit.*, 11-12. In

negoziante. Per quanto riguarda i soggetti, l'obbligo di negoziazione imposto da MiFIR si applica alle controparti finanziarie e alle controparti non finanziarie soggette all'obbligo di compensazione secondo EMIR<sup>24</sup>.

Queste due misure indicano chiaramente che tra EMIR e MiFIR vi sia, per quel che riguarda i derivati OTC, una stretta correlazione. In altre parole, si può affermare che a livello definitorio i principi fissati da EMIR al fine di stabilire se un dato derivato sia speculativo o di copertura, abbiano portata generale. Questa affermazione trova conferma in almeno altre due indicazioni regolamentari rinvenibili da un attento raffronto di MiFID II/MiFIR con EMIR. La prima considerazione, più generale, riguarda la definizione di contratto derivato *over the counter* presente nei rispettivi complessi normativi; la seconda indicazione proviene, più in particolare, dalla disciplina dei limiti di posizione applicabili ai derivati su *commodity*. Sul primo punto EMIR fornisce una definizione di derivato OTC più ampia rispetto a MiFID II/MiFIR, indice che si presta maggiormente ad un'applicazione di portata generale. In questo senso, EMIR è applicabile a tutti i derivati che non siano negoziati in un mercato regolamentato, laddove per mercato regolamentato si intenda strettamente la definizione da MiFID II (*ex art. 4 (1), n. 21*). Ciò significa che, per i fini EMIR, sono considerati OTC anche i derivati eventualmente negoziati su MTF e OTF (come definiti *ex art. 4(1), n. 22 e 23*)<sup>25</sup>. MiFID II/MiFIR invece considerano "OTC" solamente i contratti non negoziati in una *trading*

---

letteratura, M. LEHMANN, *Commentary on MiFIR sub art. 28-34*, in M. LEHMANN – K. KUMPAN, *Financial Services Law*, C.H. Beck, Hart, Nomos, 505-528,

<sup>24</sup> Si tratta pertanto dei soggetti indicati all'art. 4, EMIR: controparti finanziarie e controparti non finanziarie c.d. qualificate, cioè titolari di posizioni in contratti derivati per un valore nozionale superiore ai valori indicati all'art. 10 del Reg. 149/2013. A tal fine, non si terrà conto delle posizioni detenute in contratti per i quali sia oggettivamente misurabile la loro capacità di ridurre i rischi connessi all'attività della controparte non finanziaria (art. 10, EMIR). ESMA pubblica e mantiene sul proprio sito web un registro che specifica, in modo esaustivo e inequivocabile, gli strumenti derivati soggetti all'obbligo di negoziazione, le sedi in cui sono ammessi alla negoziazione o negoziati e le date a partire dalle quali detto obbligo entra in vigore (art. 34, MiFIR).

<sup>25</sup> In generale per MiFID II, mercati regolamentati, MTF e OTF sono tutte sedi di negoziazione (art. 4(1) n. 24, MiFID II), perciò un derivato ove negoziato in uno di queste *venue* non è più considerabile *over the counter*. Ai fini EMIR invece non sono OTC solamente derivati negoziati in mercati regolamentati (art. 4(1) n. 21 MiFID II).

*venue*. La maggiore portata di EMIR consente all'evidenza di ricomprendere tutte quelle classi di derivati maggiormente distribuiti alle controparti commerciali di ogni settore merceologico, siano questi strumenti sufficientemente standardizzati da poter essere soggetti al *clearing* e all'obbligo di negoziazione in qualsiasi categoria di mercato, siano invece eccessivamente su misura e pertanto non soggetti all'obbligo di compensazione centrale, ma ad altre misure di contenimento dei rischi<sup>26</sup>. In questa prospettiva, per quanto riguarda i contratti derivati OTC si può affermare che EMIR abbia una portata più generale di MiFID II/MiFIR: quest'ultima disciplina completa e specifica alcuni aspetti, legati essenzialmente alla negoziazione, lasciando alle norme più ampie del primo gli aspetti definitivi, determinando così una relazione sistematica tra le due normative.

In questo stesso schema si inserisce la seconda indicazione. EMIR non rappresenta nell'ordinamento europeo l'unico caso in cui il regolatore distingue tra derivati di copertura e strumenti speculativi, attribuendo rilevanza giuridica a tale distinzione.

Tra gli obiettivi della nuova regolamentazione in tema di derivati su *commodity*, il contenimento della speculazione finanziaria ha un ruolo centrale. Lo scopo è duplice: da un lato favorire una corretta formazione dei prezzi e, per altro verso, assicurare un ordinato funzionamento del mercato. Più nel dettaglio, MiFID II introduce i limiti di posizione, disciplina che risponde a tre ordini di ragioni: (1) prevenire possibili distorsioni nel meccanismo di formazione dei prezzi; (2) assicurare la convergenza tra i prezzi dei derivati e i prezzi delle *commodity* nei mercati; (3) infine, limitare gli abusi di mercato<sup>27</sup>. L'articolo 57, MiFID II, introduce dei limiti di posizione *ex ante* per tutti i derivati su merci, proibendo agli operatori di detenere posizioni in contratti derivati oltre una determinata soglia-limite. A tal fine però,

---

<sup>26</sup> Le tecniche di attenuazione dei rischi dei contratti derivati OTC non compensati mediante CCP sono disciplinate dall'art. 11 EMIR e nel Regolamento delegato (UE) n. 149/2013 della Commissione (delega ex art. 11(4) EMIR); Regolamento delegato (UE) n. 2251/2016 della Commissione, emendato dal Regolamento delegato (UE) n. 323/2017 della Commissione (delega ex art. 11(15) EMIR) in tema di scambio di garanzie finanziarie (*collateral*). Sul punto, P. LUCANTONI, *Sub art. 11, Commentary on EMIR*, in M. LEHMANN – K. KUMPAN, *Financial Services Law*, C.H. Beck, Hart, Nomos, 1606-1609,

<sup>27</sup> Vedi D. BUSCH, *MiFID II and MiFIR: stricter rules for the EU financial markets*, in *Law and Financial Markets Review*, vol. 11, 2017, 136-137.



la funzione economica che svolge lo strumento e voluta dalle parti è nuovamente decisiva: i contratti derivati stipulati con finalità di copertura non sono soggetti ai limiti di posizione. Più precisamente, i *position limits* non si applicano ai contratti sottoscritti dalle controparti non finanziarie, direttamente o per tramite di un terzo soggetto, a meno che non si tratti di strumenti stipulati per finalità speculative. Si presenta così di nuovo il dualismo tra strumenti di copertura e strumenti speculativi, rendendo necessaria, anche in quest'altro contesto, la definizione dei criteri che consentono all'interprete e all'operatore di stabilire quale sia, secondo la legge, la funzione economica del derivato.

La disciplina dei limiti di posizione rappresenta una delle novità nella regolamentazione dei derivati in UE, in particolare degli strumenti derivati con sottostante una *commodity*. Non vi è dubbio che la *ratio* sottesa a queste misure è, principalmente, di ridurre, eliminare o, quanto meno, prevenire l'eccessiva speculazione e le manipolazioni del mercato – in particolare, i rischi di *squeeze* e di *cornering* – assicurando, nel contempo, la liquidità di mercato necessaria agli operatori che intendono coprire alcuni loro rischi; in altre parole, il regolatore europeo intende favorire i contratti dove almeno una delle parti persegue una finalità di copertura: c.d. “*hedge-hedge*” e “*hedge-speculative*”<sup>28</sup>.

Le modalità tecniche per applicare i limiti di posizione, in concreto, ai derivati su merci – siano questi negoziati o considerati

---

<sup>28</sup> I contratti derivati possono essere classificati in diverse tassonomie sistematiche. Ai fini del presente articolo è rilevante la tassonomia basata sulle motivazioni delle controparti a stipulare un contratto derivato. Negli strumenti derivati detiene una posizione “speculativa” una controparte che stipula il contratto senza l'interesse economico di ridurre un rischio preesistente, sia essa in possesso o meno: di una competenza tecnica specifica con riguardo l'oggetto del derivato, di informazioni non pubbliche o speciali relative al probabile andamento economico del sottostante o, infine, dell'intenzione di mantenere aperta la sua posizione per un periodo di tempo breve o lungo. Al contrario, un “*hedger*” stipula un contratto derivato con l'interesse economico di ridurre un rischio preesistente al contratto e collegato alla sua attività. Per un'analisi più approfondita su questo argomento, L. STOUT, *Why the Law Hates Speculator, Regulation and Private Ordering in the Market for OTC Derivatives*, in *Duke Law Journal*, vol. 48, 735-736; vedi anche T. E. LYNCH, *Gambling by Another Name*, cit., 75 ss.

economicamente equivalente ai contratti *over the counter*<sup>29</sup> – sono definite con maggiore dettaglio nel Regolamento delegato (UE) 2017/591 della Commissione<sup>30</sup>. L'art. 7 infatti, nel declinare tecnicamente quanto disposto dall'art. 57 paragrafo 1, MiFID II stabilisce quali posizioni si possono considerare «atte a ridurre i rischi direttamente connessi alle attività commerciali». In altre parole, la norma stabilisce quali sono gli strumenti di copertura e quali invece speculativi. Per quanto riguarda il contenuto, il regolamento delegato in parola riprende, ancora una volta, il dettato di EMIR e del regolamento delegato 149/2013, ribadendo tanto che i rischi oggetto del derivato devono essere direttamente connessi con l'attività commerciale della controparte non finanziaria interessata, quanto l'applicazione della definizione contabile di contratto di copertura secondo gli IFRS (art. 7, par. 1, lett. *a*) e *b*). A differenza di quanto previsto dalla disciplina tecnica di dettaglio di EMIR, il paragrafo 2 dello stesso art. 7 specifica, poi, che l'entità non finanziaria, o la persona che detiene la posizione per conto di detta entità descrive, nelle sue politiche interne: «le tipologie di contratti derivati su merci compresi nei portafogli utilizzati per ridurre i rischi direttamente connessi alle attività commerciali e i relativi criteri di ammissibilità; il nesso tra il portafoglio e i rischi che il portafoglio attenua; le misure adottate per garantire che le posizioni concernenti tali contratti servano esclusivamente a coprire i rischi direttamente connessi alle attività commerciali dell'entità non finanziaria». Questi ulteriori oneri se da un lato hanno la funzione di ben identificare i contratti da non includere tra quelli che concorrono a stabilire l'eventuale esenzione dai limiti di posizione, per altro verso puntualizzano la necessità che sussista un nesso diretto tra la tipologia di contratto sottoscritto e i rischi commerciali dell'attività. Peraltro, la controparte dovrà dimostrare proprio detta connessione nella domanda di esenzione dai limiti di posizione, da inviare alla competente autorità

---

<sup>29</sup> Un contratto OTC è economicamente equivalente a quello negoziato su una sede di negoziazione, quando esso ha identiche specifiche contrattuali e identici termini e condizioni, a esclusione delle specifiche delle dimensioni dei lotti, delle date di consegna che si discostano di meno di un giorno di calendario e degli accordi di gestione del rischio post-negoziazione. Vedi anche, CONSOB, *Derivati su merci: esenzioni, limiti di posizione e "position reporting"*, Guida operativa, 1° agosto 2019, 7.

di vigilanza, *ex art. 8* del regolamento delegato 591/2017, qualora la stessa intenda avvalersene.

#### 4. *Alcune considerazioni sulla disciplina dei derivati e sulle sue finalità*

Da quanto fin qui prospettato, si comprende come non si abbia una disciplina organica del derivato. Dal complesso delle norme si può però ricavare alcune importanti indicazioni.

La regolamentazione dei derivati ha certamente un duplice obiettivo: garantire la stabilità dei mercati, cercando di contenere il potenziale rischio sistemico dovuto alle interconnessioni tra operatori che gioco forza si producono in virtù di questi contratti, e proteggere conseguentemente gli investitori. Lo strumento scelto dal legislatore europeo per il raggiungimento di dette finalità è ancora una volta il miglioramento della trasparenza e del flusso di informazioni sulla formazione dei prezzi e sui volumi scambiati. Prima delle riforme descritte, il mercato dei derivati *over the counter* si caratterizzava, infatti, per l'elevato grado di opacità.

In questa prospettiva, prima EMIR e poi la riforma della MiFID hanno imposto diversi obblighi per rendere trasparente questo mercato. Per quanto riguarda EMIR, oltre al già menzionato obbligo di compensazione mediante controparte centrale, che già di per sé implica una maggiore trasparenza rispetto ad operazioni meramente bilaterali, viene richiesto alle controparti e alle CCP di trasmettere tutte le informazioni sui derivati ai repertori di dati sulle negoziazioni (art. 9, EMIR). Queste informazioni devono essere accessibili ad ESMA ed alle autorità di vigilanza (art. 61, EMIR). La norma intende fornire alle autorità di vigilanza competenti e ai regolatori una chiara prospettiva di ciò che accade sui mercati. In questo senso, MiFIR compie un ulteriore passo in avanti. Un'impresa di investimento o le società che gestiscono una sede di negoziazione devono mettere a disposizione delle autorità competenti, almeno per cinque anni, i dati relativi a tutti gli ordini e tutte le transazioni in strumenti finanziari che hanno effettuato o reso pubbliche attraverso i loro sistemi (art. 25 (1)(2), MiFIR). Allo stesso tempo, le imprese di investimento che effettuano operazioni in strumenti finanziari comunicano in modo completo e accurato i dettagli di tali operazioni all'autorità competente il più rapidamente possibile, e

al più tardi entro la fine del giorno lavorativo seguente (articolo 26, paragrafo 1, MiFIR)<sup>31</sup>.

La trasparenza dei mercati è un presupposto essenziale per la loro stabilità e per il loro efficiente funzionamento, così come per il contenimento del rischio sistemico da parte delle autorità di vigilanza. Anche gli investitori, e gli operatori più in generale, sono maggiormente protetti: si riducono le possibili insolvenze e i prezzi sul mercato si formano in modo più corretto. Per quanto riguarda la protezione degli investitori la vera novità della legislazione post-crisi, che va oltre il tradizionale paradigma della trasparenza, è rappresentata dalle regole di *product governance* e di *product intervention*. Con l'intento di combinare esigenze prudenziali (aspetti organizzativi, conflitto di interessi ecc.) e norme di protezione dell'investitore, MiFID II, come è noto, ha introdotto un regime di *governance* del prodotto, che impone obblighi sia ai produttori che ai distributori<sup>32</sup> di strumenti finanziari. MiFIR conferisce alle autorità nazionali competenti e all'ESMA poteri di intervento sui prodotti per proteggere la stabilità dei mercati finanziari e la sicurezza degli investitori. Questo cambiamento di *policy* segna un'importante evoluzione nella strategia normativa dell'UE e può essere considerato tra le modalità più incisive di intervento del diritto nel mercato al dettaglio<sup>33</sup>. Secondo quanto stabilito dall'articolo 42, MiFIR, le autorità di vigilanza competenti degli Stati membri (di

---

<sup>31</sup> Per quanto riguarda i derivati su merci sono richiesti ulteriori obblighi di informazione al mercato. MiFID II obbliga ogni sede di negoziazione a pubblicare un rapporto settimanale con informazioni aggregate sulle transazioni in diversi derivati su merci, tranne quando il numero di persone che negoziano e le loro posizioni aperte sono al di sotto di una soglia che deve essere fissato dalla Commissione europea. Gli operatori delle sedi di negoziazione, così come le imprese di investimento, devono fornire su richiesta alle autorità di vigilanza (almeno su base giornaliera) rapporti dettagliati sulle posizioni detenute (articolo 58, MiFID II).

<sup>32</sup> Vedi Considerando 71, articolo 16, paragrafo 3 e articolo 24, paragrafo 2, MiFID II e direttiva delegata della Commissione UE 593/2017 che integra MiFID II, articoli 9 e 10.

<sup>33</sup> N. MOLONEY, *The legacy effects of the financial crisis on regulatory design in the EU*, in E. FERRAN, N. MOLONEY, J.G. HILL, J.C. COFFEE JR., *The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis*, 2012, Cambridge, 186 ss. Sul ruolo crescente dell'ESMA, vedi E. GROSSULE, *Risks and Benefits of the Increasing Role of ESMA: A Perspective from the OTC Derivatives Regulation in the Brexit Period*, in *Eu. Bus. Org. L. Rev.*, 2020, II, 393 ss. Il rinvio poi è d'obbligo a N. MOLONEY, *The Age of ESMA: Governing EU Financial Markets*, 2018, Oxford, *passim*.

seguito anche “NCAs”) possono vietare o limitare «la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di determinati strumenti finanziari o derivati che costituiscono una minaccia per il corretto funzionamento e l’integrità dei mercati finanziari o dei mercati delle materie prime, o per la stabilità dell’intero o parte del sistema finanziario all’interno di almeno uno Stato membro, o hanno un effetto negativo sul meccanismo di formazione dei prezzi nel mercato sottostante»<sup>34</sup>. Qualora le NCAs decidano di non intraprendere azioni o prendano decisioni non adeguate, in circostanze stabilite da MiFIR che potrebbero compromettere l’integrità del mercato di riferimento, l’ESMA può (art. 40, MiFIR) intervenire temporaneamente per impedire, vietare o limitare la vendita di strumenti finanziari o attività finanziarie. L’attenzione del regolatore verso la stabilità dei mercati e la protezione dell’investitore probabilmente non è mai stata così elevata. Tuttavia, va sottolineato che le soluzioni normative adottate non erano del tutto sconosciute al legislatore dell’Unione. In particolare si possono trovare delle precedenti applicazioni nella regolamentazione dei fondi di investimento. La regolamentazione di prodotto per i derivati, ad esempio, non è una novità assoluta di MiFID II/MiFIR. In particolare, con la direttiva 2009/65/CE sugli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (di seguito “UCITS”) si erano già approvate norme di questo tipo volte a tutelare la protezione degli investitori e il corretto funzionamento dei mercati. Nella direttiva UCITS, ad esempio, la regolazione di prodotto è determinante per la strutturazione del portafoglio dei fondi e per definire le regole di gestione del rischio<sup>35</sup>. Per quanto riguarda i derivati, la *policy* è

---

<sup>34</sup> Più in dettaglio, i poteri di intervento sul prodotto possono essere utilizzati solo quando i rischi identificati non possono essere gestiti attraverso l’esercizio di vigilanza ordinaria o poteri esecutivi a causa delle regole esistenti. Inoltre, le azioni delle autorità di regolamentazione devono essere proporzionate ai rischi identificati, al livello di sofisticazione degli investitori o degli operatori di mercato interessati e ai probabili effetti su investitori e operatori. In questo senso, prima di mettere in atto qualsiasi azione, è necessario consultare le autorità di vigilanza di altri stati membri, in particolare nel caso in cui tali interventi possono avere effetti in altre giurisdizioni (cfr. art. 42, (c)(d), MiFIR).

<sup>35</sup> N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*<sup>3</sup>, 2014, Cambridge, 194-269- 315, 536; C.P. BUTTIGIEG, *The 2009 UCITS IV Directive: A Critical Examination of the Framework for the Creation of a Broader and More Efficient Internal Market for UCITS*, in *Business Law Journal*, 2012, VI.

decisamente restrittiva<sup>36</sup>: UCITS proibisce, ad esempio, l'investimento diretto in derivati su merci utilizzando i capitali versati dai sottoscrittori<sup>37</sup>. Anche in questo caso la protezione degli investitori ha prevalso su altre scelte; i derivati su merci, ad esempio, sono considerati eccessivamente rischiosi, perché spesso soggetti ad ampie fluttuazioni dei prezzi<sup>38</sup>.

Le soluzioni normative descritte, pur nella loro articolazione non sempre omogenea, dimostrano come la protezione dell'investitore è un tema centrale per il legislatore europeo. Obiettivo che ritroviamo sempre nella legislazione Ue: sia a livello micro economico, quando si tratta dei rapporti tra intermediari e clienti, sia a livello macro economico, più di sistema, quando si tratta di regolare l'infrastruttura dei mercati per garantirne l'efficiente funzionamento e la stabilità.

---

<sup>36</sup> Vedi art. 49-57 Direttiva UCITS come emendata. Questo approccio regolatorio è stato introdotto già con la prima direttiva UCITS. Sul punto, CESR, *Linee direttrici del CESR relative alle attività idonee all'investimento da parte degli UCITS*, (CESR/07-044). I fondi di investimento in regime UCITS possono investire solo in strumenti strutturati con *performance* legate all'andamento degli indici di mercato di materie prime o dei derivati su merci. In altre parole, ciò significa che gli ETF su indici di materie prime devono essere fondi sintetici. Più precisamente, tale disposizione si trova in UCITS V all'art. 50 (1), dove si elencano gli investimenti idonei ai fini della direttiva, e all'art. 50 (2), dove si specificano le esenzioni. I derivati su merci non sono inclusi nell'elenco dell'art. 50. Diverso è il caso dei fondi alternativi dove il legislatore è intervenuto con norme di trasparenza e di condotta. L'obiettivo di AIFMD è l'istituzione di requisiti comuni che disciplinano l'autorizzazione e la vigilanza dei fondi alternativi per fornire un approccio coerente ai rischi connessi e al loro impatto sugli investitori e sui mercati nell'UE. In questa prospettiva, la direttiva garantisce la vigilanza sui fondi migliorando così il monitoraggio e la gestione del rischio sistemico. Su AIFMD, Vedi il Considerando 2, Direttiva 2011/61/UE; in letteratura, N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, cit., 283-287.

<sup>37</sup> È invece possibile costituire fondi il cui rendimento replichi l'andamento di un indice delle materie prime, sempre che detti fondi siano sufficientemente diversificati secondo i criteri elencati nella direttiva 2007/16/CE della Commissione - Direttiva sulle attività ammissibili. Sul punto, N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, cit., 225 ss.; più in generale sulla strategia della regolazione di prodotto nel regime UCITS, N. MOLONEY, *How to Protect investors. A Lesson from the EC and the UK*, 2010, Cambridge, 134-191

<sup>38</sup> N. MOLONEY, *Regulating the retail markets*, in N. MOLONEY-E. FERRAN-J. PAYNE (a cura di), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford, 2015, 761.

A livello sistematico, questo dato permette all'interprete di poter far riferimento anche a questa disciplina ogni qualvolta si debba affrontare un problema di tutela degli investitori. I principi di natura più generale stabiliti per gli strumenti derivati devono pertanto guidare l'interpretazione delle norme interne e la ricerca di soluzioni ai problemi relativi alla protezione degli investitori e al funzionamento di questo segmento di mercato.

*5. Il problema della meritevolezza di tutela dei contratti derivati nell'ordinamento domestico.*

Questa prospettiva ci consente ora di approfondire il tema della protezione degli investitori nel mercato dei derivati domestico. La lettura fin qui sviluppata permette di chiedersi quali possano essere i possibili effetti sul dibattito sulla meritevolezza di tutela di questi contratti nel nostro ordinamento. Il tema, nonostante il recente arresto delle Sezioni Unite<sup>39</sup>, è oggetto di un acceso dibattito tra gli studiosi<sup>40</sup>. Salvo eccezioni<sup>41</sup>, nella discussione sulla disciplina dei derivati, sia in letteratura che in giurisprudenza, non sempre si fa riferimento al complesso di norme sopra rappresentato.

Un primo esito è certamente che gli strumenti derivati hanno una loro disciplina speciale da cui non si può prescindere. Pur inquadrando il derivato come un contratto atipico *ex art. 1322, c.c.* con la conseguente necessità di giudicarne la meritevolezza di tutela, detta valutazione non può prescindere dalle regole speciali che governano questi strumenti. Per questa ragione, innanzi tutto, non si può di certo sostenere che lo *swap* con finalità speculativa sia di per sé nullo per almeno due ordini di ragioni. In primo luogo considerare uno *swap* nullo quando non persegue finalità di copertura comporterebbe una compressione dell'autonomia negoziale che non trova alcuna giustificazione sul piano normativo; anzi, ed è la seconda ragione, quest'ultima è una soluzione che si pone in contrasto con la disciplina

---

<sup>39</sup> Il riferimento è ancora a Cass. sez. un., 12 maggio 2020, n. 8770.

<sup>40</sup> A. PERRONE - M. ANOLLI, *La giurisprudenza italiana sui contratti derivati. Un'analisi interdisciplinare*, in questa *Rivista*, III, 2020, 195 ss.

<sup>41</sup> A. PERRONE - M. ANOLLI, *op. cit.*, 195-205; P. GIUDICI, *Hindsight bias e instabilità del contratto: la Cassazione torna sugli interest rate swaps*, in *Società*, 2018, X, 1167.

dei regolamenti europei. Sia in EMIR che in MiFIR/MiFID non viene mai discussa la validità dei derivati e si esclude che la funzione economica concretamente perseguita dallo strumento assuma in tale senso un qualche significato: qualificare il derivato come “non di copertura” non ne determina la sua invalidità, ma come ampiamente descritto produce delle conseguenze sul piano giuridico<sup>42</sup>.

Un secondo dato riguarda la qualificazione del derivato. In prospettiva sarà più difficile accogliere l’idea che questo strumento finanziario sia una «scommessa razionale»<sup>43</sup>. I derivati, infatti, sono strumenti finanziari con una precisa definizione e che assolvono una precisa funzione sul piano economico: la gestione di un rischio. Vieppiù che sul piano operativo, come evidenziato di recente<sup>44</sup>, l’intermediario finanziario neutralizza il rischio di ogni derivato concluso stipulando un contratto identico, ma di segno contrario o attraverso altre tecniche di copertura del rischio. La stipula di questi contratti non si basa su una «scommessa» ma, da un lato, su delle previsioni e delle aspettative di mercato, per altro verso sulla capacità di un dato intermediario di assumersi un rischio e di saperlo gestire in modo più efficiente rispetto a chi lo vuole cedere. Spostandoci ad un livello macro-economico, la

---

<sup>42</sup> L’ordinamento configura una diversificazione dell’intensità della disciplina che si basa proprio sulla funzione, di copertura o di speculazione, degli strumenti derivati oggetto di regolamentazione. Sulla rilevanza di stabilire una *default rule* di principio, cfr. A. PERRONE, *I contratti derivati*, cit., 260. Secondo l’autore una «in un ordinamento che reputi i derivati puramente speculativi non meritevoli di tutela, solo la prova della concreta funzione di copertura può consentire l’approvazione del contratto, valendo esattamente il contrario qualora la scelta di fondo (*default rule*) dell’ordinamento risulti di segno opposto».

<sup>43</sup> Diverse sono state le pronunce di merito che hanno seguito questo orientamento a partire App. Milano, 18 settembre 2013, in *www.ilcaso.it* (c.d. *leading case*); tra queste, si segnalano App. Bologna, 11 marzo 2014, in *www.dirittobancario.it*; App. Milano, 11 novembre 2015, in *www.Il caso.it*; di recente, Trib. Foggia, 13 febbraio 2018; Trib. Bari, 7 gennaio 2019; Trib. Terni, 29 marzo 2019; Trib. Pescara, 31 marzo 2020; tutte le sentenze sono pubblicate in *www.ilcaso.it*. In letteratura, D. MAFFEIS, *Costi impliciti nell’interest rate swap*, in *Giur. Comm.*, 2013, I, 648 ss; ID, *L’ufficio di diritto privato dell’intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in *Swap tra banche e clienti. I contratti e la condotta*, D. MAFFEIS (a cura di), Milano, 2014; ID, *Dum loquimur fugerit invida aetas: lo swap in cassazione, prima di Mifid II e in attesa delle probabilità*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2018, II, 9-27

<sup>44</sup> A. PERRONE - M. ANOLLI, *La giurisprudenza italiana sui contratti derivati*, cit., 207.



disciplina delle CCP e dell'obbligo di compensazione ci porta a concludere che la gestione del rischio è di sistema, escludendo ulteriormente che si possa parlare di "scommessa". Questo vale soprattutto per l'IRS, *swap* tra i più diffusi e standardizzati<sup>45</sup>. In questa prospettiva, gli elementi che concorrono a determinare la razionalità dell'alea possono essere ricondotti nell'alveo dell'informazione precontrattuale. Il momento informativo sulla natura e la funzione dello strumento, sugli obiettivi e sui rischi dello stesso, assume rilevanza eventualmente al fine di una responsabilità risarcitoria dell'intermediario in caso di inadempimento<sup>46</sup>.

Stabilito che un derivato non può di per sé essere dichiarato nullo e che l'orientamento ad inquadrarlo come una scommessa trova ormai ostacoli difficilmente superabili, rimane la necessità di individuare gli eventuali strumenti di tutela per chi sottoscrive un contratto derivato. La salvaguardia degli investitori, come è stato ampiamente descritto, rappresenta un tema centrale della regolamentazione – sia a livello del singolo rapporto intermediario-cliente, sia su un piano più di sistema. Pertanto, è giusto chiedersi quali siano gli strumenti di tutela per i sottoscrittori di un contratto derivato con un intermediario che allo stesso tempo è pure il *manufacturer* del prodotto oggetto di negoziazione. Inquadrabili sempre più in una loro disciplina speciale, gli spazi per la nullità vanno via via riducendosi, aprendo la strada in favore dei rimedi risarcitori. D'altronde più si consolida una disciplina propria dello strumento finanziario, acquisendo quasi una sua tipicità, meno ci sarà bisogno di una valutazione sulla meritevolezza di tutela *ex art.* 1322 c.c. Questa via diventa sempre più stretta e si può confinare ai casi in cui si ricorra ad un contratto derivato costruito su misura,

---

<sup>45</sup> Nell'ultimo aggiornamento del registro *ex art.* 34 MiFIR, sono elencate 8 classi di IRS (da tasso fisso a variabile), soggette all'obbligo di negoziazione e 13 sedi di negoziazione (partitamente 7 OTF e 6 MTF) dove almeno una di queste classi può essere negoziata. Confronta, ESMA, Public Register for the Trading Obligation for derivatives under MiFIR, 1 gennaio 2021 (ESMA70-156-3921).

<sup>46</sup> Si fa riferimento al consolidato orientamento della Corte di Cassazione a sezioni unite che, con le note sentenze "gemelle" del 2007, aveva configurato le regole di comportamento nella prestazione dei servizi di investimento come regole di responsabilità e pertanto aveva reso impraticabile il ricorso al rimedio della nullità. Su tutti, vedi Cass. Sez un., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725, in *Giur. it.*, 2008, 347, con il commento di G. COTTINO, *La responsabilità degli intermediari finanziari e il verdetto delle Sezioni unite: chiose, considerazioni e un elogio dei giudici.*

pertanto non suscumbibile ad una fattispecie standardizzata soggetta a compensazione centrale e all'obbligo di negoziazione. Si tratta di casi dove il livello di tutela dell'investitore deve crescere in due direzioni: sia per quanto riguarda la trasparenza – si tratterebbe di uno derivato che rimane nella bilateralità mantenendo un certo grado di opacità – sia per quanto riguarda l'idoneità dell'impianto giuridico del contratto a realizzare lo scopo economico prospettato e atteso dal cliente. Il contratto *bespoke* espone l'investitore ad un rischio più elevato nei confronti dell'intermediario *manufacturer* del prodotto: rischio che trova la sua origine nella posizione di superiorità informativa ed economica dell'intermediario finanziario nonché alla già evidenziata posizione di naturale conflitto di interesse.

Queste considerazioni spiegano, sul piano teorico, perché ci possa essere ancora uno spazio per la nullità di un determinato *swap*. Il contratto costruito dall'intermediario che non si presenta sin dalla sua origine idoneo a realizzare gli interessi sui quali le parti avevano raggiunto l'accordo, ma in concreto ne realizza altri, non voluti, può non essere meritevole di tutela. In questa prospettiva, non si può ritenere condivisibile la posizione di chi vede in questa impostazione un limite infondato all'innovazione finanziaria. Se lo *swap*, infatti, nasce con impianto normativo astrattamente capace di realizzare l'interesse condiviso e atteso dalle parti – qualunque esso sia – deve gioco forza superare positivamente la valutazione ex art. 1322, co. 2, cod. civ. Di qui, si rende necessario focalizzare meglio il quesito della meritevolezza di tutela per poter trovare una risposta adeguata e che consideri le istanze delle parti. Il punto chiave è chiarire quali siano, per le parti, la finalità del contratto derivato che si intende sottoscrivere; conseguentemente quale siano gli obblighi per l'intermediario che deve costruire lo strumento finanziario sulla base delle richieste e degli obiettivi prospettati dal cliente.

L'arresto delle Sezioni Unite, pur rappresentando un punto fermo autorevole in dibattito lungo e complesso<sup>47</sup>, assume un ruolo che può essere in definitiva superato guardando all'evoluzione della disciplina. Si possono comunque recuperare delle altre considerazioni della

---

<sup>47</sup> Tra i primi commenti in questo senso, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Causa variabile e causa meritevole dei derivati*, cit.; la sentenza rappresenta un passaggio nodale per S. PAGLIANTINI, *Dopo le S.U. 8770/2020: i derivati (della P.A.?) ed il paradosso di San Pietroburgo*, cit., 123.

Suprema Corte svolte in precedenti occasioni. In due sentenze del 2017<sup>48</sup> ribadite poi anche con il provvedimento 13 luglio 2018, la Corte di legittimità indica un “metodo” per la valutazione ex art. 1322, co. 2, c.c. che si concilia maggiormente con l’esigenza di giudicare la validità o meno di un contratto derivato nella prospettiva, residuale, sopra descritta. Detto metodo consta di due passaggi: con il primo si devono individuare gli interessi che le parti intendevano perseguire (in particolare, l’investitore); nel secondo passaggio si deve stabilire se quel contratto fosse originariamente idoneo a rispondere a quegli interessi.

Per questa via emerge che il difetto di causa dell’IRS non può essere il risultato di un’analisi *ex post* degli effetti del contratto, ma essa deve essere valutata *ex ante*<sup>49</sup>. Il contratto è o non è meritevole di tutela sulla base dell’assetto negoziale e degli effetti giuridici che si intendono perseguire e non dei risultati economici che si sono prodotti. La natura aleatoria del contratto di *swap* si declina proprio in questo: un contraente sceglie uno scenario anche altamente improbabile di cui non vuole assumersi il rischio e un altro operatore accetta, a fronte di un “prezzo” di assumersi quel rischio (per poi a sua volta coprirsi da questo rischio assunto sul mercato interbancario come si è visto). Se in concreto la situazione si è presentata o meno non può rientrare nell’ambito del giudizio di meritevolezza di tutela ex art. 1322, 2 co., c.c. In altre parole, il contratto atipico ex art. 1322, co. 1, è meritevole di tutela se la sua complessa articolazione testuale risulta idonea in concreto a perseguire il fine voluto dalle parti. Tale valutazione si deve svolgere indipendentemente dai dati economici successivi – come poi è variato il parametro preso a riferimento come sottostante – e, nel contempo, fondarsi sulla capacità del contratto, sul piano giuridico, di rispondere alla funzione che le parti hanno attribuito al contratto al momento della sottoscrizione. Ad esempio se vi è la volontà di gestire un rischio collegato alla variabilità dei tassi di un finanziamento – il regolamento negoziale deve necessariamente prevedere collegamento questo ulteriore contratto, il giudizio di meritevolezza degli interessi perseguiti si sposta necessariamente, e in concreto, sul singolo rapporto

---

<sup>48</sup> Si tratta di Cass. 28 luglio 2017, n. 18781 e Cass. 31 luglio 2017, n. 19013. Entrambi i provvedimenti sono richiamati nella stessa sentenza in commento. Cfr. anche E. GROSSULE, *Giudizio di meritevolezza*, cit., 27-30.

<sup>49</sup> Sul punto, P. GIUDICI, *Hindsight bias e instabilità del contratto*, cit., 1164 ss.

contrattuale. Il contraente che ha subito la perdita, qualora ritenesse che lo strumento non fosse però idoneo a perseguire l'interesse voluto può alternativamente contestare una responsabilità contrattuale di chi ha strutturato lo *swap* – in quanto ha venduto un prodotto diverso – o chiederne l'accertamento della nullità qualora il contenuto negoziale, fin dalle sue origini, costruiva una distribuzione dell'alea ultimamente non corretta rispetto alle aspettative delle parti. A questo punto ci si deve chiedere se nella legge fossero rinvenibili dei criteri per stabilire se ci sia o meno il collegamento tra il derivato e il rapporto sottostante che genera il rischio che si vuole gestire. La sentenza del 31 luglio 2017, n. 19013 richiama, a questo proposito e in assenza di ulteriori possibili riferimenti normativi, la Determinazione Consob 26 febbraio 1999, DI/99013791 ove sono indicate le caratteristiche che una operazione in derivati deve avere per essere considerata di copertura 1) le operazioni siano esplicitamente poste in essere al fine di ridurre la rischiosità di altre posizioni detenute dal cliente; 2) sia elevata la correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie dell'oggetto della copertura e dello strumento finanziario utilizzato a tal fine; 3) siano adottate procedure e misure di controllo interno idonee ad assicurare che le condizioni di cui sopra ricorrano effettivamente.

A tal proposito, si deve specificare che la Determinazione appena citata nasceva con un obiettivo un po' diverso e forse mai ci sarebbe aspettato che la stessa potesse essere utilizzata per decidere se un derivato fosse meritevole o meno di tutela. La Determinazione nasceva nella logica di attuazione dell'art. 21 TUF al tempo vigente e dell'art. 28, co. 3<sup>50</sup>, I Regolamento Intermediari. Sulla base di questa norma il derivato di copertura non esponeva a rischi particolari dal momento che

---

<sup>50</sup> La norma stabiliva infatti che «gli intermediari autorizzati informano prontamente e per iscritto l'investitore appena le operazioni in strumenti derivati e in warrant da lui disposte per finalità diverse da quelle di copertura abbiano generato una perdita, effettiva o potenziale, pari o superiore al 50% del valore dei mezzi costituiti a titolo di provvista e garanzia per l'esecuzione delle operazioni. Il valore di riferimento di tali mezzi si ridetermina in occasione della comunicazione all'investitore della perdita, nonché in caso di versamenti o prelievi. Il nuovo valore di riferimento è prontamente comunicato all'investitore. In caso di versamenti o prelievi è comunque comunicato all'investitore il risultato fino ad allora conseguito». Evidenzia la stretta funzionalità della Determinazione per l'attuazione dell'art. 28, co. 3, Regolamento 11522/98, P. GIUDICI, *Hindsight bias e instabilità del contratto*, cit., 1167-1168 ss.

l'andamento negativo del contratto veniva compensato dall'andamento positivo del sottostante (e viceversa), mentre il derivato con funzione speculativa potenzialmente esponeva le parti a perdite infinite. Di qui, l'esigenza da parte del regolatore di contemperare questo rischio con un ulteriore obbligo informativo *in executivis*, a carico dell'intermediario, che consentisse all'investitore di monitorare l'andamento dell'investimento specie in caso di perdite consistenti. La Determinazione era funzionale all'attuazione di questa norma e infatti consentiva di distinguere quali fossero i derivati di copertura o non di copertura permettendo così all'intermediario di sapere se fosse tenuto o meno all'ulteriore obbligo di informazione *post* contrattuale<sup>51</sup>.

Precisato questo, in conclusione, rimane comunque la bontà del metodo proposto dalla Corte di legittimità: individuare dei parametri per distinguere i derivati di copertura dai derivati non di copertura per poi procedere allo scrutinio sulla meritevolezza di tutela del contratto oggetto di giudizio facendo riferimento, a questo punto, agli interessi che le parti intendevano perseguire. Oggi però questi parametri sono stabiliti da EMIR a partire, come in precedenza ben descritto, dall'art. 10. Questa norma, insieme alle regole tecniche a questa collegate, come ampiamente descritto in precedenza, hanno una portata generale nell'ordinamento e pertanto possono costituire il criterio sul quale basare il giudizio qui in discussione. Superando dunque le obiezioni che si opponevano al ricorso del contenuto della Determinazione, l'ordinamento offre in questo senso dei riferimenti oggettivi per stabilire se in concreto un contratto possa essere inquadrato come uno *swap* con finalità di copertura oppure no. Come anticipato, si tratta comunque di ipotesi di tutela che in futuro troveranno sempre meno spazio soprattutto grazie al doppio livello di verifica sull'adeguatezza di un prodotto finanziario imposta dalla regolazione di prodotto introdotte con MiFID II.

---

<sup>51</sup> Sul tema dell'informazione *in executivis* e sulle possibili applicazioni analogiche della norma in parole, *ratione temporis*, v. A. PERRONE, *Obblighi di informazione, suitability e conflitti di interesse: un'analisi critica degli orientamenti giurisprudenziali e un confronto con la nuova disciplina MIFID*, in A. PERRONE (a cura di), *I soldi degli altri. Servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari*, 2008, Milano, 12; E. GROSSULE, *Affidamento sull'intermediario e obblighi di informazione in executivis*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2015, IV, 425 ss.



## Transazione di operazioni bancarie e normativa di trasparenza\*

**SOMMARIO:** 1. Il problema. – 2. (*Segue*). Suoi riflessi di disciplina. – 3. (*Segue*). I (pochissimi) riscontri del diritto vivente. – 4. Soluzione e impostazione della motivazione a sostegno. – 5. La «copertura» del rapporto contrattuale data dalla normativa di trasparenza ricomprende pure la transazione, contratto di «secondo grado» e «principale» (un primo argomento). – 6. La regola dell'art. 1350, n. 12 c.c. (un diverso argomento).

### 1. Il problema

Il presente lavoro esamina il problema se il contratto di transazione, che abbia a proprio oggetto controversie (attuali o potenziali) inerenti a operazioni e rapporti bancari (credito al consumo e servizi di pagamento, compresi<sup>1</sup>), sia sottoposto, oppure no, alla relativa normativa di trasparenza dettata nel TUB: per concentrarsi, più nello specifico, sull'interrogativo se una simile transazione risulti o meno vincolata al rispetto delle prescrizioni formali che sono stabilite rispettivamente dalle norme degli artt. 117, 125 *bis* e 126 *quinquies* TUB<sup>2</sup>.

Naturalmente, la posizione di un simile problema suppone che le pretese, *hinc et inde* formulate dalle parti, concernano situazioni effettivamente suscettibili di essere fatte oggetto di transazione. Occorre perciò subito precisare che, in realtà, gli effettivi confini della

---

\* Lo scritto raccoglie idee espresse in un parere rilasciato in data 11 giugno 2021.

<sup>1</sup> Le Istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia, «Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari» dichiarano in modo espresso (p. 58) che le «disposizioni contenute nella sezione III (contratti)» e, tra queste, pure la forma scritta *ex* art. 117 TUB (p. 22) trovano applicazione anche nei confronti delle operazioni di credito immobiliare ai consumatori.

<sup>2</sup> Nei fatti, il tema della «forma», se è senz'altro centrale nel contesto dei rapporti tra normativa di trasparenza bancaria (e dei servizi di investimento) e transazione, non viene però ad esaurirlo: si pensi, a titolo di esempio, alla prescrizione dell'art. 119, comma 4, TUB, nel caso destinata a inglobare in sé la materia della documentazione attinente alla vicenda transattiva intercorsa tra le parti.

Come si avverte anche nel testo (cfr. nel n. 4), peraltro, il punto della «forma» associa a profili comuni (di soggezione in genere della transazione ai detti regimi, cioè) anche dei profili a sé specificamente peculiari.

«possibilità transattiva» non risultano in materia oggettivamente sicuri: essendosi dubitato, in generale, della compatibilità della normativa coperta dalla c.d. nullità di protezione con la figura del contratto di transazione (*ex art. 1972 c.c.*); come pure essendo discusso se il disposto dell'art. 143, comma 1, cod. consumo (ove lo si ritenga riferibile anche alle operazioni bancarie con consumatore) venga a bloccare o comunque a limitare l'accesso all'ipotesi transattiva<sup>3</sup>.

## 2. (Segue). *Suoi riflessi di disciplina.*

Un ulteriore aspetto, che pure è opportuno venire *in limine* a precisare, attiene ai riflessi disciplinari, che vengono messi in discussione dall'alternativa appena rappresentata, perché in via diretta incidenti sulla «forma» della transazione bancaria<sup>4</sup>.

Nel regime ordinario, dunque, la transazione è in linea di massima - salva, cioè, diversa opzione di legge (cfr. art. 1967 c.c.) - un contratto per cui la legge richiede la forma (scritta) unicamente *ad probationem*. Il diritto vivente ne ha tratto - è noto - la consolidata conseguenza che la sussistenza di una transazione può anche essere desunta, di per sé, da un semplice atto ricognitivo, proveniente da una sola delle parti, e persino dall'integrale attuazione dei patti di cui si allega la stipula<sup>5</sup>.

Questa eventualità resta per contro esclusa nel caso di prescrizione formale *ad substantiam*, quali indiscutibilmente sono quelle stabilite dagli art. 117, 125 *bis* e 126 *quinquies*: la produzione di un testo contrattuale scritto permanendo, in una simile evenienza, condizione comunque essenziale per il riconoscimento dell'effettiva sussistenza del patto (salva solo l'ipotesi di cui all'art. 2725, comma 3, c.c.). Come ha correttamente rilevato la sentenza di Cass. SS.UU., 4 novembre 2019, n. 28314 (spec. n. 14.1) di fronte ai recenti sviluppi del diritto

---

<sup>3</sup> Per un esame di questi aspetti problematici v. S. MONTICELLI, *Transazione novativa e ars notaria*, in *Jus civile*, 2016, I, 6 ss.

<sup>4</sup> Ovvero di «forma contenuto», come correntemente si rileva a proposito della prescrizione dell'art. 117 comma 4 TUB.

Che nel contesto delle normative di trasparenza la consegna di un esemplare contrattuale rientri nel campo della forma è fatto sicuro, poi, dalla disposizione dell'art. 117, comma 3, TUB.

<sup>5</sup> Cfr., ad esempio, Cass., 10 dicembre 2018, n. 31920; Cass., 23 gennaio 2018, n. 1627, ove pure altri riferimenti.



vivente in punto di contratto (bancario o quadro di investimento) c.d. monofirma<sup>6</sup>, la questione della «non rilevanza» della mancata sottoscrizione della banca – è opportuno sottolineare – si può configurare «solo in relazione a un contratto», che risulti «formalmente esistente».

A fianco dello scritto *ad substantiam* – è anche da segnalare – le richiamate normative di trasparenza prescrivono la necessità che un «esemplare»<sup>7</sup> contrattuale sia consegnato al cliente. Pure qui la differenza con l'ordinario regime della transazione appare sensibile<sup>8</sup>: se

---

<sup>6</sup> Per un riepilogo della vicenda, con opportune indicazioni bibliografiche, v. tra gli altri A. MIRONE, *Le Sezioni Unite e il contratto cd. monofirma*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, II, 276, nt. 2-3.; E. TOSI, *Il contratto asimmetrico bancario e di investimento monofirma: la forma informativa e il problema della sottoscrizione unilaterale alla luce della lettura funzionale delle Sezioni Unite*, in *Contr. Impr.*, 2019, 208 (testo e nt. 31, 33); G. MATTARELLA, *La forma del contratto nelle discipline di settore*, in *Annuario del contratto 2018* (a cura di) Roppo, Torino, 2019, 227 ss.

<sup>7</sup> Così, testualmente, la norma dell'art. 117, nonché, di riflesso, quella dell'art. 126-*quinquies*. La disposizione dell'art. 125-*bis* parla invece di consegna di una «copia» del contratto. Considerato tra l'altro che anche la norma dell'art. 23 TUF fa riferimento all'«esemplare» contrattuale, non mi parrebbe peraltro errato ritenere la diversa formula del credito al consumo come espressiva di un semplice «refuso» di ordine sistematico: nei fatti, non compare alcuna ragione oggettiva per giustificare una qualche diversità di trattamento disciplinare al riguardo; l'organizzazione normativa del titolo VI del TUB risulta connotata, d'altra parte, da un «disordine grande» (sul punto rimando a *Disciplina e principio di trasparenza*, in *L'arbitro bancario finanziario*, a cura di G. Conte, Milano, 2021, 193 ss.). Anche per il caso del credito occorre quindi che sia consegnato un «esemplare» del contratto concluso tra le parti.

Il punto – va aggiunto – si rivela in sé stesso importante, sì che appare per nulla giustificata la sentenza di Cass. SS.UU., 16 gennaio 2018, n. 898, che – senza addurre argomentazione a supporto – ha ridotto a «copia» (cfr. nella prossima nota 10) quello che l'art. 23 TUF assume per contro come «esemplare». Ché tale espressa previsione è indice manifesto che quello di protezione della domanda di mercato esige non meno – ma casomai più – formalismo di quanto sia preteso per solito (M. GIROLAMI, *Doppia firma e doppio esemplare nei contratti finanzia: i dubbi della Suprema Corte*, in *Il Caso*, 2017, 967; G. MATTARELLA, *op. cit.*). Del resto, la differenza tra l'«esemplare» e la «copia» appare in sé sensibile: basta pensare, se non altro, alla disciplina dettata negli artt. 2714 ss. c.c.

<sup>8</sup> Nel regime delle operazioni bancarie, tra l'altro, il cliente può comunque richiedere all'intermediario l'invio di una «copia» del contratto ai sensi dell'art. 119, comma 4, TUB (sul punto v. M. NATALE, *Il diritto del cliente alla consegna della documentazione bancaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, I, 921 ss.; del resto, se il

la disciplina del codice civile non accenna nemmeno al tema dello scambio dello scritto richiesto per la prova della transazione<sup>9</sup>, per la normativa di trasparenza la consegna dell'esemplare al cliente è invece requisito di perfezionamento della relativa fattispecie, secondo quanto è stato chiarito dalla pronuncia di Cass. SS. UU., 16 gennaio 2018, n. 898<sup>10</sup>.

Rispetto alle comuni regole contrattuali, come tali riferibili pure all'ordinaria transazione, particolari risultano, ancora, le disposizioni di trasparenza che impongono la «specifica indicazione» delle condizioni economiche applicabili all'operazione (artt. 117, comma 4, e 126 *quinquies* TUB) ovvero un'«espressa previsione» delle medesime (art. 125 *bis*, comma 6, TUB), così ponendosi in termini implementativi del requisito della determinatezza dell'oggetto contrattuale di cui all'art. 1346 c.c., come pure eliminativi di ogni rilevanza delle c.d. pratiche d'uso (art. 1340 c.c.).

---

tenore testuale del comma 4 non avalla in alcun modo, né autorizza, letture intese a mutilare del diritto del cliente alla documentazione, il diritto alla consegna di copia del contratto assume i tratti dell'«*a fortiori*», posto che i contenuti della scheda contrattuale si pongono come momento primo di confronto per la verifica della regolarità e correttezza dell'«operatività» nel concreto poste in essere).

<sup>9</sup> Per la verità, la proiezione squisitamente processuale della forma *ad probationem* non esclude, di per sé, che il canone generale di buona fede oggettiva ponga sulle parti il dovere di cooperare per la formazione (e poi per lo scambio) di un'opportuna documentazione contrattuale. A ben vedere, ne accentua semmai il rilievo: in vista appunto delle difficoltà che, nell'eventualità di un futuro processo, pone in concreto la mancata disponibilità della documentazione in discorso.

Il mancato rispetto di detto obbligo di cooperazione, tuttavia, non sembra poter venire a interferire con l'esito del processo che poi venga effettivamente celebrato (salvo forse – ma in casi comunque assai particolari – il ricorso all'*exceptio doli generalis*): a escluderlo, in effetti, pare proprio la funzione «processuale» che costituisce l'intrinseco di questo «genere» di forma.

<sup>10</sup> Il principio di diritto formato dalla sentenza non lascia margini di dubbio in proposito: «il requisito della forma scritta del contratto quadro relativo ai servizi di investimento, disposto dall'art. 23 TUF, è rispettato ove sia redatto il contratto per iscritto e venga consegnata una copia al cliente, ed è sufficiente la sola sottoscrizione dell'investitore, non necessitando la sottoscrizione anche dell'intermediario, il cui consenso ben si può desumere alla stregua di comportamenti concludenti dallo stesso tenuti».

3. (Segue). *I (pochissimi) riscontri del diritto vivente.*

3.1. Fissate le dette coordinate di base, occorre adesso mettere in evidenza che il problema qui indagato risulta assai poco frequentato in letteratura.

Non che l'operatività manchi, naturalmente, di presentare un contenzioso inerente ai contratti transattivi relativi a operazioni bancarie<sup>11</sup>. Il fatto è, tuttavia, che nello svolgimento dei giudizi inerenti a queste transazioni non è per nulla usuale trovare sollevata la problematica appena indicata.

Questo in parte dipenderà - si può ragionevolmente pensare - da ciò che nel contesto concreto non ricorrono i presupposti perché la stessa venga oggettivamente a emergere: nel senso appunto che in fattispecie risultano comunque rispettati i peculiari profili disciplinari stabiliti dalla normativa di trasparenza. Non è irragionevole ipotizzare, peraltro, che la detta situazione venga in parte anche a dipendere, più semplicemente ancora, da ciò che le strutture legali dell'operatività non si interrogano sull'eventuale percorribilità di una simile prospettiva.

D'altra parte, anche la dottrina si manifesta molto arida al riguardo, se ho ben visto almeno. Nell'assenza di indagini (più o meno) specificamente intese all'analisi della tematica in questione, tuttavia, quest'ultima si manifesta - si deve anche riconoscere - sostanzialmente marginale nel quadro delle trattazioni generali sulla trasparenza contrattuale delle operazioni bancarie e d'investimento.

3.2. Nonostante tutto ciò, l'esame del diritto vivente non manca di far comunque emergere due segnalazioni. Che, diverse, risultano tuttavia entrambe orientate nel senso della positiva applicazione della normativa di trasparenza alle transazioni in questione.

Un primo spunto, rintracciabile in ambito dottrinale, si sostanzia nella ritenuta applicazione, per la materia della trasparenza bancaria, del c.d. principio di simmetria delle forme negoziali<sup>12</sup>. L'altra, e più

---

<sup>11</sup> Per il livello del giudizio di cassazione sono state fatte oggetto di massima da parte del relativo Ufficio, tra le pronunce meno lontane, Cass., 14 gennaio 2005, n. 690; Cass., 31 maggio 2021, n. 8776; Cass., 8 febbraio 2016, n. 2413; Cass., 11 novembre 2016, n. 230

<sup>12</sup> Cfr. il mio *Trasparenza dei prodotti bancari. Regole*, Bologna, 2013, p. 41, con immediato riferimento al caso del recesso esercitato dalla banca (ivi pure il rilievo

articolata, indicazione viene fornita dalla decisione di ABF Bari, 17 ottobre 2019, n. 23344.

Posta di fronte a un'eccezione di incompetenza per materia dell'organismo, che era stata sollevata dall'intermediario, tale decisione - nel respingerla - così ha argomentato: «nel caso di specie, la vendita di azioni non pare in vero rilevare come prestazione di un servizio di investimento, bensì quale momento esecutivo dell'accordo transattivo intercorso tra le parti. Volto a porre fine a una controversia avente a oggetto un rapporto bancario (nello specifico, un'esposizione debitoria in c/c). E infatti, secondo la giurisprudenza di legittimità, la transazione costituisce un negozio di secondo grado in quanto incide su un rapporto preesistente (cfr. Cass., 18 maggio 1999, n. 4811)».

#### *4. Soluzione e impostazione della motivazione a sostegno.*

Il vettore tracciato da queste indicazioni merita, a mio avviso, di essere seguito. Al problema oggetto delle presenti note va data, dunque, risposta di segno positivo: il contratto di transazione di operazioni bancarie è soggetto a pena di nullità<sup>13</sup> al necessario rispetto delle prescrizioni formali che risultano stabilite nel TUB.

Questo mio convincimento - è bene subito chiarire - è sostenuto da due diverse linee argomentative, seppur (si vedrà) tra loro non indifferenti.

La prima linea, che richiede l'effettuazione di una serie di passaggi intermedi, muove dalla considerazione del «sistema» delle normative di trasparenza bancaria, per giungere poi a predicarne la soggezione, in via (anche) generale, del contratto di transazione, come appunto attinente alle relative operazioni (n. 5). L'altra via concerne invece il tema specifico delle prescrizioni di forma, per constatare che la normativa del codice civile - lungi dal revocare in dubbio le conclusioni raggiunte dalla prima linea di indagine - viene al contrario a confermarle, per il mezzo di un separato ragionamento (n. 6).

---

che, per contro, il recesso del cliente può, in ragione della regola di protezione di cui all'art. 127, comma 2, TUB, anche essere manifestato in modo informale).

<sup>13</sup> Secondo lo schema proprio della nullità di protezione, naturalmente.

Nel caso di violazione dei precetti di «specifica indicazione» degli oneri economici, la nullità sarà parziale.

*5. La «copertura» del rapporto contrattuale data dalla normativa di trasparenza ricomprende pure la transazione, contratto di «secondo grado» e «principale» (un primo argomento).*

5.1. Per venire al merito del primo percorso argomentativo, occorre fare riferimento a talune delle caratteristiche di base della normativa di trasparenza bancaria.

È rilevazione diffusa tra i commentatori, dunque, che questa normativa contiene una disciplina contrattuale di taglio per così dire «trasversale»<sup>14</sup>. Con maggiore precisione, peraltro, è da osservare che tale «trasversalità» possiede due facce. Una consiste nell'abbandonare un'impostazione concentrata su singoli tipi di contratto<sup>15</sup>, secondo quanto accade invece nello schema adottato dal codice civile (artt. 1834 ss. c.c.), con impianto seguito pure da altre parti del testo unico (così, nel titolo II, capo I e capo VI). L'altra si sostanzia nell'adottare, in positivo, una prospettiva in via immediata rivolta all'esercizio dell'attività svolta dall'impresa (che s'incentra, *melius*, sulle più attività d'impresa che rientrano nel novero del «bancario»): di questa intendendo governare e regolare – in coerenza con la sua funzione protettiva della domanda di mercato –, il versante che viene a trovarsi in diretto rapporto con il cliente<sup>16</sup>.

Nei fatti, l'adozione di questa peculiare prospettiva risulta particolarmente evidente nella disposizione dell'art. 115, comma 1, TUB che senza medi collega, per l'appunto, l'applicazione della normativa di trasparenza «alle attività svolte» dagli intermediari

---

<sup>14</sup> Cfr., per tutti, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *I contratti bancari: nozioni e fonti*, in *Trattato dei contratti*, diretto da Roppo, V, Milano, 2014, 647.

<sup>15</sup> Considerata dall'angolo visuale dell'attività di impresa, peraltro, quest'impostazione viene a tradursi, in definitiva, in una regolazione di distinti e specifici «prodotti» che quella bancaria può immettere nel mercato.

Non sempre, comunque, all'adozione di un simile approccio consegue realmente il risultato. Per la rilevazione di una indebita coesistenza, nel contesto degli artt. 38 ss. TUB, di disposizioni relative al prodotto fondiario e disposizioni inerenti invece al diverso prodotto del mutuo ipotecario *tout court* v. l'ordinanza di Cass., 14 maggio 2021, n. 13077.

<sup>16</sup> Su questi aspetti mi permetto di rinviare alle riflessioni che da ultimo ho svolto in *All'essenza della nullità di protezione: l'operatività «a vantaggio»*. Per una critica costruttiva di Cass., SS.UU., n. 28314/2019, in questa *Rivista*, 2020, 92 ss.

bancari<sup>17</sup>. Tale normativa si pone, per sua propria natura, come struttura aperta a confrontarsi, e quindi ad incidere, sull'arco dei contratti che vengono a integrare l'esercizio dell'attività d'impresa bancaria<sup>18</sup> nel suo profilo di diretto contatto con il cliente, quale fruitore del relativo servizio.

5.2. Un ulteriore tratto caratteristico della normativa in discorso sta in ciò che la prospettiva appena indicata non si limita a regolare la fase iniziale, di accesso del cliente al servizio d'impresa (per intendersi nell'immediato: non si esaurisce nel ricomprendere le diverse e variate «facilitazioni finanziarie» nella prassi offerte delle imprese).

Si estende anche oltre: sempre nel segno della medesima falsariga (come riferita, si ripete, all'esercizio in quanto tale dell'attività di impresa «bancaria», nella parte in cui lo stesso viene a diretto contatto con il fruitore del servizio), la detta normativa non trascurando di occuparsi, altresì, delle fasi successive di svolgimento del relativo rapporto.

Per quanto qui direttamente interessa, va in particolare ricordata la disciplina di governo dei negozi modificativi delle condizioni contrattuali di accesso, a seguito di impulso dell'intermediario (c.d. *ius variandi*; cfr. gli artt. 118 e 126 *sexies* TUB). Come pure dev'essere segnalata la regolamentazione di più ipotesi attinenti alla conclusione del rapporto: dal recesso del cliente o dell'intermediario (artt. 120 *bis*,

---

<sup>17</sup> Non meno univoca, peraltro, risulta in proposito la disposizione dell'art. 121, comma 1, TUB, che connette la disciplina del credito al consumo all'esercizio professionale di «facilitazione finanziaria» fatta a consumatore.

Univoco nella medesima direzione si manifesta, d'altra parte, pure il contesto degli artt. 126 *bis* comma 1, in quanto esplicitamente destinati ad occuparsi dei «servizi di pagamento e operazioni di pagamento».

<sup>18</sup> Quand'anche esercitata – è opportuno pure aggiungere - da forme organizzative d'impresa diverse da quelle indicate nell'art. 115 TUB: sul tema v., in particolare, il mio *Disciplina e principio di trasparenza*, op. cit. Nella medesima ottica di fondo, l'applicazione della disciplina di trasparenza è rilevata, per l'attività di natura bancaria esercitata dalle Poste Italiane, anche da U. MALVAGNA, *Buoni fruttiferi postali e trasparenza*, in questa *Rivista*, 2019, I, 547 ss.; per l'attività di concessione di finanziamenti agevolati ai dipendenti pubblici posta in essere dall'INPS, da L.S. LENTINI, *INPS e trasparenza: alla pubblica udienza l'applicabilità dell'art. 40 tub ai mutui INPS*, in *dirittobancario.it*, maggio 2021.

125 *quater*, 126 *septies* TUB) al caso dell'estinzione anticipata (artt. 120 *ter* e 125 *sexies* TUB).

Al pari della fase di accesso, pure le fasi di modifica delle condizioni contrattuali in essere e di *exit* dal servizio d'impresa fanno oggettivamente parte, in definitiva, dell'assetto, dell'ambito regolato dalla normativa della trasparenza bancaria.

5.3. Posti gli evidenziati profili, è ora da chiedersi se un patto modificativo del servizio o un negozio estintivo del medesimo – che non vengano presi in espressa considerazione da specifiche norme della disciplina di trasparenza, in quanto non espressivi di un *ius variandi*, né integranti un recesso – siano o meno da ritenere soggetti, nonostante ciò, alle regole dettate della stessa. In una simile direzione si può pensare, in via esemplificativa, a un *pactum de non petendo ad tempus*, magari con connessa modifica del tasso d'interesse applicato, o a un contratto di scioglimento anticipato dal rapporto o anche a un patto di aggiunta o di sostituzione delle garanzie.

A mio giudizio, l'impostazione propria della normativa di trasparenza – di regolamentazione dell'attività di impresa nel suo versante di diretto rapporto con il cliente – impone una risposta di segno positivo. Ché, altrimenti, la relativa disciplina apparirebbe ingiustificatamente monca.

D'altra parte, l'eventualità di limitare l'applicazione della normativa in discorso alla sola fase di accesso al servizio – fuori dalle disposizioni che prendono in esplicita e specifica considerazione punti attinenti alle successive fasi del rapporto - appare frutto evidente di una precomprensione. Il tenore testuale dell'art. 119, comma 4, TUB, per dire, non autorizza per nulla una simile conclusione. Né tanto meno lo fa la lettera dell'art. 117 (a cui, d'altra parte, rinvia quella dell'art. 126 *quinquies*): questa, per contro, si manifesta oggettivamente destinata - nel suo collegamento con la disposizione dell'art. 115 (cfr. sopra, nel n. 5.1.) - a coprire l'intera area dei negozi espressivi dell'esercizio di attività bancaria<sup>19</sup>.

---

<sup>19</sup> Per il recesso l'applicazione della disciplina di cui all'art. 117 è intermediata dalla disposizione dell'art. 1324 c.c.

«Il vincolo di forma è da intendere» - annota U. BRECCIA, *La forma*, in *Trattato del contratto* diretto da Roppo, Milano, 2006, 545 – «in un'accezione tutt'altro che

A fronte di queste risultanze sarebbe del tutto forzante ed errato – a me pare, per vero - attribuire peculiare valore alla definizione di «contratto di credito» di cui all'art. 121 comma 1 TUB, là dove questa fa riferimento al «finanziatore [che] concede o si impegna a concedere ... credito». In realtà, sembra assai più ragionevole, in proposito, pensare piuttosto a un caso di *sineddoche*, causata da mere esigenze di semplificazione definitoria.

5.4. Se sono corrette le riflessioni che precedono, il nodo della soggezione del contratto di transazione alla normativa di trasparenza bancaria appare facilmente scioglibile.

Basta constatare che, nel contesto della normativa della trasparenza bancaria, la transazione non viene in considerazione quale tipo contrattuale autonomo e in sé sprovvisto delle caratteristiche tipiche dell'operatività bancaria. Viene in considerazione, invece, quale contratto che suppone l'almeno materiale esistenza di un rapporto<sup>20</sup> bancario e che pone fine allo stesso, alla precedente disciplina di questo (come effettivamente sussistente o anche solo assunta nella prospettiva di una delle parti) sostituendo altra regolazione (che in ogni caso, peraltro, risulta «trattare» materia bancaria, in ragione della «sostituzione» disciplinare che pone in essere). Nella prospettiva che della trasparenza, la transazione rileva, insomma, perché è un contratto insieme «di secondo grado» e «principale»<sup>21</sup>: perché «passa sopra», cioè, il rapporto bancario (almeno materialmente) in essere.

---

riduttiva»: anche «il recesso della banca dal contratto dev'essere infatti comunicato in forma scritta».

<sup>20</sup> «Ai fini di una valida conclusione di una transazione è necessario, da un lato, che essa abbia a oggetto una *res dubia*, che cioè cada su un rapporto giuridico avente, almeno nell'opinione delle parti carattere di incertezza, e, dall'altro, che, nell'intento di far cessare la situazione di dubbio, venutasi a creare tra loro, i contraenti si facciano delle reciproche concessioni» (Cass., 25 ottobre 2013, n. 26164).

<sup>21</sup> Secondo la formulazione utilizzata dalla pronuncia di Cass., 18 maggio 1999, n. 4811, che già sopra è stata citata, nel n. 3.2. in fine.

In letteratura v. F. SANTORO PASSARELLI, *La transazione*, Napoli, 1985, 2 ed., 85: «poiché la transazione si sostituisce quale fonte generatrice al precedente negozio e a tale sostituzione non può non corrispondere la sostituzione della situazione che ne deriva, la transazione innovativa, o come dice la legge novativa, importa sempre, con la sostituzione del negozio, la sostituzione della situazione e in particolare del rapporto preesistente. Solo la transazione non novativa, per la sua incidenza parziale



D'altro canto, neppure potrebbe pensarsi – è bene altresì osservare – che rispetto alla regolamentazione dell'impresa bancaria, che è costituita dalla disciplina della trasparenza, la transazione rappresenti un esito occasionale, non consentaneo all'esercizio di tale attività. Per escludere una simile eventualità, è sufficiente porre mente agli elevatissimi numeri che, nel presente periodo storico, raggiunge il contenzioso inerente alle operazioni bancarie.

5.5. Ciò posto, è appena il caso di aggiungere ancora che la soggezione della transazione alla normativa di trasparenza bancaria risponde senz'altro alle finalità di tutela che sono proprie di tale disciplina.

Attesa l'intrinseca importanza dell'atto transattivo e la definitività dei suoi effetti, appare manifesta, in effetti, l'esigenza che il cliente sia ben consapevole di quanto sta andando a fare, come pure che possa *ex ante* disporre di prove «liquide» per il caso di eventuale controversia<sup>22</sup>. Non sembrerebbe un caso, del resto, che la (già richiamata) norma dell'art. 143, comma 1, cod. consumo – quasi a sottolineare la pericolosità caratteristica degli accordi di impronta transattiva – disponga la non rinunciabilità dei «diritti attribuiti al consumatore dal codice» stesso.

## 6. *La regola dell'art. 1350, n. 12 c.c. (un diverso argomento).*

6.1. L'altro percorso argomentativo, più sopra preannunciato (n. 4), concerne in via diretta il tema della forma del contratto di transazione bancaria, rinviando alle norme degli artt. 1350, n. 12 («devono farsi per

---

sulla situazione preesistente, come non importa la sostituzione del titolo, così non importa la sostituzione (integrale) della situazione anteriore».

Più recentemente, rilevano la connaturata attitudine della transazione a porsi quale contratto istitutivo di un assetto di interessi sostitutivo di quello preesistente, *ex multis*, E. DEL PRATO, *Superamento della lite e superamento della transazione*, in *Riv. arbitrato*, 2002, II, 366 ss.; F. ARANGIO, *La transazione*, Torino, 2004, 53 ss.; M. FRANZONI, *La funzione del contratto di transazione*, in *Trattato dei contratti*, diretto da Roppo, IV-2, Milano, 2014, 1065 ss.

<sup>22</sup> La pluralità delle funzioni di tutela del fruitore del servizio di impresa, che è assolta dallo scritto contrattuale è segnalata, tra gli altri, da G. MUCCIARONE, *La trasparenza bancaria*, in *Trattato dei contratti* diretto da Roppo, V, Milano, 2014, 704 s.

atto pubblico o per scrittura provata sotto pena di nullità ... le transazioni che hanno per oggetto controversie relative a rapporti giuridici menzionati nei numeri precedenti», come inerenti alla produzione di determinati effetti in relazione a beni immobili), e 1967 («la transazione va provata per iscritto, fermo il disposto del n. 12 dell'art. 1350») del codice civile<sup>23</sup>.

L'argomento ha due svolgimenti: uno in negativo, l'altro in positivo.

6.2. Si può dunque provare a leggere la richiamata sequenza normativa nel senso di farle dire: la transazione è sempre un contratto formale *ad probationem*, con l'unica eccezione della situazione prevista dal n. 12 dell'art. 1350, in cui il contratto transattivo risulta formale *ad substantiam*.

Formata la stringa interpretativa, è ora da chiedersi se questa lettura – per cui la necessità dello scritto transattivo *ad substantiam* segue a un'indicazione di ordine tassativo, come poi individuato in un'unica situazione normativa – possa, per uno o altro verso, incidere sulla soluzione del problema che è oggetto delle presenti note (sulla forma *ad substantiam* della transazione bancaria).

La risposta è negativa. A me sembra, per la verità, che la stringa in questione si manifesti in sé stessa errata.

Prima di tutto, perché concretizza una non consentita forzatura del testo di legge: ove letta senza pregiudizi, la formula «fermo il disposto del n. 12 dell'art. 1350» indica solo che, rispetto alla situazione così numerata, la transazione non si pone contratto formale *ad probationem*. Non indica, altresì, che quella situazione è l'unica in cui nel diritto positivo avviene questo fenomeno, né comunque che si tratta di situazione eccezionale: su questi punti, il dato normativo è neutro.

---

<sup>23</sup> Non sembra che il tema abbia particolarmente attirato l'attenzione della dottrina. Richiamato il passaggio compiuto dal codice del '42 rispetto al passato (il codice civile del 1865 prescrivendo la regola della forma *ad substantiam*; il codice di commercio del 1882 disponendo per contro la regola dell'aformalità), per solito gli autori si limitano, con formula non impegnativa, quanto generica, ad affermare – senza esami ulteriori – che per la transazione la forma *ad substantiam* occorre per quelle che sono inerenti a «beni immobili, diritti reali immobiliari o altri rapporti assimilati» (cfr., così G. SCIANCALEPORE, *Della transazione*, in *Comm. Schlesinger.*, Milano, 2018, 134; A. PALAZZO, voce «Transazione», in *Digesto/civ.*, XXIX, Torino, 1992, 392; C. CICERO, *La Transazione*, in *Tratt. Sacco*, 9, Torino, 2014 95; S. SICA, *Atti che devono farsi per iscritto*, in *Comm. Schlesinger*, Milano, 2003, 270.

E poi pure perché non risulta in grado di fornire nessuna spiegazione (ragionevole) del dato normativo che pure assume (potendosi leggere, nella stringa in discorso, solo una cieca ed esasperata assunzione del c.d. principio di libertà delle forme<sup>24</sup>). Laddove, per contro, andrebbero caso per caso individuate le ragioni per cui – posta la prescrizione di forma *ad substantiam* per un dato contratto – la transazione sul relativo rapporto possa non seguire omologa prescrizione. Cosa, in effetti, non poi così agevole (si pensi, ad esempio, all’ipotesi della cessione dei beni ai creditori *ex art. 1987 c.c.* o a quella della costituzione per pubblica sottoscrizione di una s.p.a.): tanto più che, come si è visto sopra (n. 5.4.) la transazione è contratto, per sua propria natura, «principale e di secondo grado».

---

<sup>24</sup> Nel contesto del diritto vivente, in effetti, questo preteso principio svolge ancor oggi un ruolo ingombrante.

Nonostante questo, a me pare sia da ritenere ormai sostanzialmente acquisito che: nel sistema non esiste una dichiarazione di vigenza di un simile principio, la norma dell’art. 1325 n. 4 c.c., in specie, significando propriamente che non esiste un principio di «non libertà» (o vincolatività) della forma; di conseguenza, alla negazione di un principio di libertà non si contrappone un – uguale e contrario – principio di «non libertà»; si contrappone, invece, l’esigenza di verificare, fattispecie tipo per fattispecie tipo, quale sia il regime (formale o aformale) richiesto per il relativo negozio; lo svolgimento di tale valutazione deve tenere particolare conto degli interessi specificamente tutelati dalla legge, come pure (e coerentemente) del tipo di «forma» di cui si predica l’eventuale applicazione.

Ciò posto, la natura della presente sede consente di aggiungere solo una breve osservazione, più da vicino coinvolgente la materia trattata nel testo. Mi pare dunque affrettata – ovvero arretrata, se si preferisce – l’opinione che valorizza l’idea di libertà della forma nel nome delle «ragioni dell’economia». Una simile prospettiva resta, in realtà, ancorata a una visione che privilegia in modo esclusivo il mero dato quantitativo degli scambi («più scambi ci sono, meglio è»): senza tenere conto, cioè, né dei contenuti ed effetti degli scambi medesimi, né del fatto che, oggi (*rectius*: dal tempo della rivoluzione industriale in poi), dietro lo scambio sta la produzione (del bene/servizio da immettere nel mercato). E pure dà premio esclusivo agli svolgimenti dell’autonomia privata: così *a priori* rinunciando, in proposito, al ruolo (potenzialmente) conformativo della normativa di eteronomia, secondo quanto prescritto, invece, dalla Costituzione (il legame tra forma vincolata e principio dell’utilità sociale di cui all’art. 41 comma 2 Cost. è colto di recente da G. VETTORI, *Sulla morfologia del contratto. Il patto fiduciario e le sezioni unite della Cassazione*, in *Persona e mercato*, 2020, 169).

Ciò posto in termini generali, con diretto riferimento al tema della transazione bancaria dev'essere pure tenuta in considerazione – va evidenziato – almeno un'ulteriore serie di profili critici.

Quello della trasparenza (bancaria o anche non) è fenomeno normativo non conosciuto all'epoca dell'emanazione del codice civile (ma di molti anni successivo). Sì che, ovviamente, la tematica dei rapporti tra forma scritta *ad substantiam* per la tutela della domanda di mercato, con conseguente nullità di protezione, e forma della transazione sul relativo rapporto non poteva neppure essere «immaginata».

Del resto, si è visto sopra (n. 5.5.) che la conclusione di un contratto di transazione pone problemi di tutela del fruitore del servizio d'impresa non minori di quelli proposti dalla stipulazione del contratto di «base». Ora, se non è certo questa la sede per compulsare il valore che – nella società attuale – continua a rivestire la circolazione degli immobili (a cui fa espresso richiamo la norma dell'art. 1350 n. 12 c.c.), è tuttavia il caso di sottolineare l'importanza che – nell'evoluzione anche economica della società – via via è venuta ad assumere la contrattazione d'impresa, nelle sue varie forme e gradi.

6.3. In realtà, nella sequenza normativa composta dai richiamati articoli del codice il dato connotante sta – così a me pare, almeno – nella proposizione contenuta nell'art. 1350 n. 12, come poi richiamata nell'art. 1967 e in tal modo da questa disposizione «fatta propria».

Sta, più precisamente, nella prescrizione per cui le transazioni, «che hanno per oggetto controversie relativi ai rapporti giuridici» dipendenti da contratti che «devono farsi per atto pubblico o per scrittura provata sotto pena di nullità», prendono la forma scritta *ad substantiam*.

Si fissa, di conseguenza, nel formale riconoscimento di legge che – per la transazione (almeno) – il c.d. principio di simmetria delle forme risulta in effetti vigente<sup>25</sup>. Ed è, dunque, senz'altro utilizzabile in via di

---

<sup>25</sup> La tendenza della giurisprudenza (anche recente) della Cassazione è nel senso di riconoscere vigenza, ed effettivo spazio operativo, al principio di simmetria. Da ultimo v., in particolare, la pronuncia di Cass., 3 marzo 2020, n. 5937, che in tema di scioglimento per mutuo dissenso di un contratto di donazione ha, tra l'altro, rilevato: «affermato da questa Corte di legittimità a Sezioni Unite in una ormai risalente sentenza (Cass. S.U. 28 agosto 1990, n. 8878), il principio di simmetria delle forme, che ha trovato continuità applicativa – non senza assestamenti di percorso registrati

ricostruzione interpretativa: in coerenza con la più volte sottolineata natura della transazione di contratto «di secondo grado e principale» e nel confronto delle diverse fattispecie tipo che volta a volta sono prese in considerazione e, in specie, delle esigenze che queste ultime vengono a manifestare come loro peculiari.

Si badi: tutto ciò senza venire in «necessario conflitto con un principio di libertà della forma» (nei termini e limiti in cui, peraltro, lo si intenda ritenere in oggi sussistente). Nei fatti, l'«ipotesi sistematica di simmetria delle forme» riscontra che, «una volta prescritta per legge una forma», la stessa forma risulta «implicitamente richiesta per tutti gli atti che siano strumentali - preparatori o successivi, ma comunque collegati o dipendenti – rispetto all'atto a cui è per legge certamente imposta una forma vincolata»<sup>26</sup>.

Nel caso della transazione, peraltro, appare sufficiente un'applicazione sostanzialmente ristretta del principio di simmetria: la replica della forma dipendendo, in questo caso da ciò che la transazione viene a «passare sopra» quanto già regolato nel contratto di «base».

---

nel tempo – in più recenti pronunce (a far data da Cass., S.U. 11 ottobre 2002, n. 14525 e Cass., 17 maggio 2004, n. 9341 e fino a Cass., 14 aprile 2011, n. 8504; Cass., 26 giugno 2015, n. 13290; Cass. 23 novembre 2018, n. 30446) vuol che il negozio accessorio rivesta la medesima forma di quello principale». Uno spazio conquistato di recente dal principio di simmetria attiene al negozio di revoca della forma convenzionale: cfr., da ultimo, Cass., 14 giugno 2019, n. 18414.

In controtendenza con l'orientamento generale appena segnalato si pone la recente decisione Cass., Sez. Un. 6 marzo 2020, n. 6459, in tema di negozio immobiliare con oggetto immobiliare (per la critica della quale v. però, tra gli altri, A. GENTILI, *Un dialogo con la giurisprudenza sulla forma del «mandato fiduciario» immobiliare*, in *Corr. Giur.*, 2020, 589; G. VETTORI, *op. cit.*, 161; B. BONFANTI, *La forma del patto fiduciario immobiliare. Note critiche a margine di Cass. S. U. n. 6459 del 2020*, in *Banca borsa, tit. cred.*, 2020, II, p. 503 ss.).

<sup>26</sup> Le frasi virgolettate sono tratte da U. BRECCIA, *op. cit.*, p. 658.

Peraltro, la possibile coesistenza del principio di libertà delle forme (ove mai ritenuto sussistente, ma v. la precedente nota 24) con il «diverso e minore» principio di simmetria è prospettiva da tempo acquisita in dottrina (v. già, ad esempio, R. SCOGNAMIGLIO, *sub art. 1333 c.c.*, in *Comm. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1970, 148).



## **Luci e ombre nel decreto istitutivo del Registro dei pegni non possessori**

**SOMMARIO:** 1. Il decreto MEF 25 maggio 2021, n. 114. – 2. L’iscrizione del pegno non possessorio. – 3. La nota di iscrizione. – 4. *Segue.* Alcuni dubbi sull’oggetto della garanzia. – 5. Le altre formalità pubblicitarie. – 6. Le operazioni del conservatore del Registro.

### *1. Il decreto MEF 25 maggio 2021, n. 114*

Finalmente, con ben 1.868 giorni di ritardo dopo la scadenza del termine di 30 giorni previsto dall’art. 1 del d.l. 59/2016, è stato pubblicato nella G.U. della Repubblica del 10 agosto 2021 il «Regolamento concernente il registro dei pegni mobiliari non possessori» che istituisce il Registro informatizzato nazionale dedicato alla nuova garanzia mobiliare<sup>1</sup>. E poiché l’art. 12 del Regolamento dispone la realizzazione del sistema informatico del Registro con ulteriori decreti entro otto mesi dalla propria data di entrata in vigore – fissata nel 25 agosto 2021 – vi è da prevedere un’ulteriore notevole attesa per gli operatori che intendono adottare il pegno non possessorio.

Come è ben noto il pegno non possessorio può gravare beni mobili destinati all’esercizio dell’impresa e crediti derivanti o inerenti a tale esercizio<sup>2</sup>. La novità dell’istituto consiste nel superamento dello

---

<sup>1</sup> L’art. 1 del d.l. 3 maggio 2016, n. 59, recante «Disposizioni urgenti in materia di procedure esecutive e concorsuali, nonché a favore degli investitori in banche in liquidazione», conv. con modificazioni, dalla l. 30 giugno 2016, n. 119, entrata in vigore il 3 luglio 2016, prevedeva al comma 6 il decreto attuativo da adottarsi entro trenta giorni dalla data di entrata in vigore della legge di conversione del decreto legge.

<sup>2</sup> Sul pegno non possessorio si è formata un’ampia letteratura: v. A. NANIA, *Il pegno non possessorio: un’altra anomalia?*, in *dirittobancario.it, approfondimenti* (commento al testo del decreto legge prima della conversione); R. DI RAIMO, *Appunti sulla circolazione con scopo di garanzia nel diritto attuale*, in questa *Rivista*, 2018, II; F. DELL’ANNA MISURALE, *La nuova garanzia mobiliare introdotta con L. n. 119 del 2016. Aspettando il registro informatizzato dei pegni non possessori*, in questa *Rivista*, 2018, 3; E. GABRIELLI, *Nuovi modelli di garanzie patrimoniali – Una garanzia reale senza possesso*, in *Giur. it.*, 2017, 1715 ss.; ID., *Pegno «non*

spossessionamento, cui supplisce la formalità pubblicitaria. L'art. 1, commi 3 e 4, d.l. 59/2016 dispone che il pegno non possessorio si costituisce con atto scritto a pena di nullità e che esso ha effetto verso i terzi esclusivamente con la iscrizione nell'apposito registro informatizzato: dal momento dell'iscrizione il pegno prende grado ed è opponibile ai terzi e nelle procedure esecutive e concorsuali.

Il Regolamento contiene norme che affrontano aspetti di disciplina del pegno non possessorio sui quali si sono manifestati dubbi in dottrina. In alcuni casi le indicazioni date dal Regolamento paiono inaccettabili e vi è da stupirsi che con oltre cinque anni di gestazione gli uffici preposti non siano stati in grado di approfondire i problemi tuttora aperti.

Per valutare le soluzioni adottate dal Regolamento merita ricordare il preciso contenuto della delega conferita dall'art.1, comma 6, d.l. 59/2016 alla fonte secondaria: il decreto attuativo è chiamato a disciplinare «le operazioni di iscrizione, consultazione, modifica, rinnovo o cancellazione presso il registro, gli obblighi a carico di chi

---

*possessorio» e teoria delle garanzie mobiliari*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, 241 ss.; S. AMBROSINI, *Il pegno non possessorio ex lege N. 119/2016*, in *Crisi imp. fall.*, 2016; L. CAPUTO e M. CAPUTO, *I pegni. Dal modello tradizionale al nuovo pegno mobiliare non possessorio*, Milano, 2017; F. MURINO, *Prime considerazioni sul c.d. pegno non possessorio*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, I, 265 ss.; C. ABATANGELO, *Una nuova figura di pegno nel c.d. "decreto banche"*, in *Oss. dir. civ. comm.*, 2017, 19 ss.; N. CIPRIANI, *Appunti sul patto marciano nella l. 30 giugno 2016, n. 119*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2017, 995 ss.; D. RUSSO, *Oltre il patto marciano*, Napoli, 2017, 43 ss.; G.B. BARILLÀ, *Pegno non possessorio e patto marciano: dalla tutela statica del credito alle nuove forme di garanzia*, in *Giur. Comm.*, 2017, I, 583 ss.; ID., *Alcune osservazioni a margine del recepimento legislativo del pegno non possessorio*, in *Corr. Giur.*, 2017, 7 ss.; R. CATALANO, *Il pegno mobiliare non possessorio ex lege N. 119/2016*, Napoli, 2018; M. CAMPOBASSO, *Il pegno non possessorio. «Pegno», ma non troppo*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018, 703 ss.; V. OCCORSIO, *La garanzia mobiliare non possessoria "fluttuante" nella prospettiva delle garanzie reali al finanziamento d'impresa*, in *Nuovo dir. soc.*, 2018, 197 ss.; ID., *Pegno non possessorio: uno studio su oggetto della garanzia e poteri del creditore*, Napoli, 2019; R. MARINO, *Il pegno non possessorio quale strumento funzionale all'autotutela satisfattiva del creditore: profili evolutivi*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, I, 762 ss.; A. CHIANALE, *Il pegno non possessorio su beni determinati*, in *Riv. dir. civ.*, 2019, II, 951 ss.; per l'escussione I. BAGHI, *L'esordio del pegno mobiliare non possessorio: riflessioni sui profili processuali*, in *Corr. Giur.*, 2017, 1380 ss.; C. AVOLIO, *Il pegno non possessorio nel fallimento*, in *Giur. Comm.*, 2019, I, 267 ss.



effettua tali operazioni nonché le modalità di accesso al registro stesso ... prevedendo modalità esclusivamente informatiche».

Il «Registro dei pegni non possessori», abbreviato dall'art. 1, comma 1, Reg. in *Registro pegni*, è tenuto presso un apposito ufficio situato in Roma, gestito dall'Agenzia delle Entrate sotto la vigilanza del Ministero della giustizia, ed è affidato a un conservatore nominato dal direttore dell'Agenzia stessa.

Il conservatore tiene:

- il Registro dei pegni non possessori, nel quale inserisce giornalmente secondo l'ordine di ricezione le formalità presentate, indicando il numero d'ordine, il giorno della richiesta, la persona del richiedente e le persone per cui la richiesta è fatta, la data del titolo costitutivo del pegno non possessorio presentato con la domanda, l'oggetto della richiesta (Reg., art. 2, comma 1);
- la raccolta delle domande (Reg, art. 2, comma, 2);
- la raccolta dei titoli costitutivi di pegno, presentati con le note di iscrizione (Reg., art. 9, comma 2).

Il Registro dei pegni e la raccolta delle domande sono consultabili dal pubblico in via telematica; il conservatore rilascia certificati per le formalità eseguite e copie autentiche delle domande (art. 10 Reg.). Non è prevista la consultazione del titolo depositato presso l'ufficio, come invece dispone l'art. 20, comma 4, l. 27 febbraio 1985, n. 52, per i titoli depositati presso le conservatorie dei registri immobiliari. Il che andrebbe corretto con apposita modifica del Regolamento in quanto soltanto la consultazione del titolo permette ai terzi di valutare la rispondenza ad esso delle note e l'eventuale invalidità delle formalità in caso di difformità.

## *2. L'iscrizione del pegno non possessorio*

Il procedimento di iscrizione e le attività demandate al conservatore sono ispirate alla disciplina della pubblicità immobiliare, che normalmente funge da modello per la regolamentazione di altre formalità. In altri ambiti la normativa speciale richiama direttamente gli articoli del codice civile dedicati alla trascrizione immobiliare, come avviene per la pubblicità di atti e sentenze aventi a oggetto i diritti su

opere cinematografiche<sup>3</sup>. Talvolta il richiamo ha contenuto più limitato e la normativa speciale riproduce soltanto alcune parti delle regole codicistiche sulla trascrizione immobiliare: questa è la scelta fatta dal Regolamento in esame.

Dunque il richiedente presenta in via telematica una *nota di iscrizione* del pegno non possessorio con sottoscrizione digitale. Tale termine è accolto dall'art. 1, comma 7 *ter*, d.l. 59/2016; il Regolamento invece pecca di genericità lessicale e adotta il termine di *domanda*.

Diversamente dal sistema della pubblicità immobiliare, nel quale qualunque interessato può richiedere il compimento di una formalità, per il pegno non possessorio la nota di iscrizione deve provenire da una delle parti (art. 3 Reg.). Inoltre se «l'iscrizione è richiesta da un rappresentante, al conservatore è presentata anche la procura sottoscritta digitalmente» (art. 3 Reg.). Il cha appunto esclude la legittimazione a presentare la nota di iscrizione ai terzi estranei al contratto.

Però il termine *parte* non va inteso nel senso proprio del diritto dei contratti, laddove esso indica il soggetto contraente, ma va inteso in senso più ampio, come *parte del rapporto* di garanzia. L'estensore del Regolamento non ha considerato che il pegno non possessorio può essere costituito per negozio unilaterale, in forza della sola dichiarazione del datore del pegno, secondo il modello ipotecario (art. 2821 c.c.)<sup>4</sup>; né che la garanzia può essere concessa mediante contratto bilaterale tra il terzo datore e il debitore garantito, figurando il creditore come terzo beneficiario *ex art.* 1411 c.c., ovvero direttamente tra il terzo datore e il creditore garantito. Non avrebbe alcun senso rifiutare l'iscrizione richiesta dal creditore o dal debitore, soggetti interessati alla nascita della prelazione, soltanto perché essi non hanno partecipato alla

---

<sup>3</sup> Per il Registro pubblico delle opere cinematografiche e audiovisive, previsto dall'art. 32 della L. 14 novembre 2016, n. 220, v. il decreto attuativo d.p.c.m. 8 gennaio 2018 (in G.U. 16 febbraio 2018, n. 39).

<sup>4</sup> Anche per il pegno ordinario la dottrina più recente ammette la concessione unilaterale, specie in relazione al pegno di crediti: G. GORLA, *Del pegno. Delle ipoteche*, 4<sup>a</sup> ed., in *Comm. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1992, 54; F. RUSCELLO, *Il pegno sul credito. Costituzione e prelazione*, Milano, 1984, 115; E. GABRIELLI, *Il pegno*, in *Tratt. Sacco*, Torino, 2005, 101; comunque anche per il pegno mobiliare, secondo Cass., 4 febbraio 2019, n. 3199, non è da dubitare l'idoneità della scrittura proveniente dal solo datore a integrare il documento richiesto dalla norma dell'art. 2787, comma 3, c.c.

stipulazione del contratto costitutivo del pegno. Allora vanno considerate *parti* legittimate all'iscrizione del pegno, oltre al soggetto concedente il pegno, sia il creditore, anche se non figura quale parte del contratto, sia il debitore, quando la garanzia proviene dal terzo datore senza suo intervento nel contratto.

Mentre il d.l. 59/2016 tace sul punto, l'art 3 Reg. richiede che alla domanda sia unito il *titolo* costitutivo del pegno non possessorio, che si è visto viene ugualmente conservato dall'ufficio. Nell'architettura del decreto legge il titolo coincide con il contratto costitutivo del pegno; nel Regolamento invece si aggiunge il provvedimento giudiziale<sup>5</sup>. Il che pare di scarsa utilità: il pegno non possessorio potrebbe trovare titolo in un provvedimento giudiziale soltanto in caso di sentenza di esecuzione in forma specifica dell'obbligazione di concedere la garanzia (art. 2932 c.c.), che servirebbe ben poco al creditore garantito considerati i tempi della giustizia italiana e l'assenza, in questo ambito, di formalità prenotative degli effetti della sentenza sulla falsariga dell'art. 2652, n. 2), c.c.

Il titolo va presentato in copia digitale, se si tratta di atto autentico o di provvedimento giudiziale, ma probabilmente va presentato in originale se si tratta di scrittura privata con sottoscrizione digitale. Così pare doversi ritenere quando la nota e il contratto costitutivo sono redatti contestualmente (art. 8, comma 7, Reg.).

Una lacuna concerne il contratto costitutivo del pegno stipulato per scrittura privata con sottoscrizione non autenticata né apposta digitalmente, che non risulta contemplata dal Regolamento e che pertanto dovrebbe condurre al rifiuto delle formalità *ex* art. 8, comma, 2, lett. c), Reg. Infatti per l'art. 1, comma 3, d.l. 59/2016 il contratto

---

<sup>5</sup> Art. 3, comma 4, Reg.: «Le iscrizioni e le altre formalità non si possono eseguire se non in forza di atto pubblico, di scrittura privata autenticata o accertata giudizialmente, di contratto sottoscritto digitalmente ai sensi dell'articolo 24 del decreto legislativo 7 marzo 2005, n. 82, o di provvedimento dell'autorità giudiziaria».

Per le scritture private di concessione del pegno non possessorio con sottoscrizioni autenticate il notaio è tenuto a conservare l'originale a raccolta a sensi dell'art. 72, comma 3, della l. 16 febbraio 1913, n. 89 (legge notarile), che impone appunto la conservazione per le scritture «soggette a pubblicità immobiliare o commerciale»: l'ampia dizione *pubblicità commerciale*, anche se inizialmente pensata per la pubblicità al registro delle imprese, abbraccia ora anche l'iscrizione del pegno non possessorio quale garanzia consentita soltanto su beni di impresa e a garanzia di crediti inerenti all'esercizio dell'impresa.

«deve risultare da atto scritto» a pena di nullità e quindi la scrittura privata non autenticata e non firmata digitalmente è pienamente valida ed efficace secondo le regole generali sulla forma del contratto. Non è chiaro in questo caso come il titolo possa essere unito alla nota di iscrizione; probabilmente è sufficiente la copia digitale prodotta a sensi dell'art. 22 del d.lgs. 7 marzo 2005, n. 82. Ma a tale fine occorre una modifica al Regolamento. Se invece il Regolamento intende ammettere soltanto la scrittura privata con sottoscrizione digitale, quale requisito per una sicura identificazione delle parti (come pare dal tenore dell'art. 3, comma 4, Reg.), con ciò rifiutando l'efficacia della scrittura privata ordinaria, pare sicuro che la fonte secondaria abbia travalicato la propria competenza e che tale esclusione sia illegittima.

L'acquisizione della richiesta di iscrizione da parte del sistema informatizzato comporta un *ordine di ricezione* con correlata assegnazione a ciascuna nota di un *numero d'ordine* (art. 2 Reg.). Questo elemento è essenziale perché il pegno *prende grado* in base all'ordine di ricezione della nota e – si è detto – il grado del pegno connota la prelazione pignorizia e rappresenta il criterio per la risoluzione dei conflitti e dei concorsi con altre formalità. Se le altre formalità sono comunque altre iscrizioni nel Registro, il numero d'ordine fornisce la loro reciproca graduazione, anche all'interno della medesima giornata. Se invece l'iscrizione del pegno non possessorio confligge o concorre con formalità prese in altri pubblici registri rileva il *giorno della richiesta* di iscrizione, che viene inserito nel Registro (art. 2 Reg.), dovendo l'interprete risolvere in altra maniera il concorso con l'altra formalità.

### 3. La nota di iscrizione

Il Regolamento all'art. 3 detta una disciplina (fin troppo) minuziosa delle menzioni che vanno riportate nella nota di iscrizione del pegno e che devono essere conformi al contenuto del titolo.

Alcune menzioni hanno natura essenziale, cioè sono necessarie a pena di rifiuto dell'iscrizione; altre menzioni hanno natura soltanto eventuale e vanno riportate in nota se il titolo contiene le corrispondenti pattuizioni; altre menzioni ancora non trovano corrispondenza con il testo del decreto legge istitutivo del pegno non possessorio e la loro richiesta da parte del Regolamento appare illegittima.

a) La nota deve riportare i dati di identificazione delle parti. In caso di omissioni o inesattezze di questi dati può trovare applicazione per analogia la disposizione dell'art. 2841 c.c., che considera invalida l'iscrizione ipotecaria soltanto se omissioni e inesattezze inducono l'incertezza sull'identità dei soggetti; altrimenti è consentita la rettifica a istanza e spese della parte interessata<sup>6</sup>.

Occorre altresì indicare la data del titolo costitutivo del pegno non possessorio.

Va inoltre indicato l'importo massimo garantito, che per l'art. 1, comma 3, d.l. 59/2016 deve risultare dal contratto di concessione del pegno. Non è possibile quindi la determinazione unilaterale dell'importo massimo ad opera del creditore, come è invece consentito per l'iscrizione ipotecaria dall'art. 2828, comma 1, c.c. qualora la somma non sia determinata nel titolo ipotecario: ciò appunto capita per l'ipoteca giudiziale presa in forza di sentenza di condanna priva di tale menzione.

E' noto che il limite massimo della garanzia, oltre il quale il creditore non ha più la veste privilegiata, rappresenta un importante tratto di connessione con il modello delle garanzie ipotecarie<sup>7</sup>. Viene così accolto il principio tipico delle garanzie reali rette da sistemi pubblicitari, per il quale la garanzia è iscritta per una somma massima e che si incontra, oltre che nella disciplina ipotecaria, anche nel privilegio industriale regolato dall'art. 46 tub. In sostanza, la tutela degli interessi del mercato e la possibilità che il bene dato in garanzia sia idoneo alla circolazione richiede che i terzi siano al corrente dell'importo massimo del vincolo sul bene.

La nota deve anche indicare la descrizione del credito garantito, se già esistente, ovvero la descrizione del rapporto giuridico esistente dal quale potrà sorgere il credito futuro. Il Regolamento presuppone – seguendo le indicazioni dottrinali<sup>8</sup> – l'applicabilità dell'art. 2852 c.c.

---

<sup>6</sup> Per l'applicazione dell'art. 2841 c.c. v. A. CHIANALE, *Il pegno non possessorio su beni determinati*, cit., 963.

<sup>7</sup> Per l'ipoteca immobiliare v. l'art. 2839 c.c.: «La nota deve indicare ... 4) l'importo della somma per la quale l'iscrizione è presa»; per quella navale v. l'art. 569 c.n.: «La nota deve enunciare ... d) l'importo della somma per la quale è fatta la trascrizione» dell'ipoteca.

<sup>8</sup> In tal senso v. A. CHIANALE, *Il pegno non possessorio su beni determinati*, cit., 962. La regola posta per il pegno non possessorio in apparenza è più flessibile: per il

anche al pegno non possessorio e quindi l'invalidità di un pegno *omnibus*, cioè concesso a garanzia di un credito del tutto futuro e eventuale<sup>9</sup>.

Per quanto concerne l'oggetto del pegno la nota deve indicare beni o crediti gravati con la descrizione degli elementi che ne permettono l'identificazione. In particolare bisogna indicare la natura dell'oggetto dato in pegno e se si tratta di bene o credito presente o futuro. In argomento, per la discussione di alcuni aspetti problematici, rinvio al par. seguente.

Poiché il pegno non possessorio si può atteggiare come garanzia reale su beni determinati è richiesta la menzione di marchio e numero identificativo dei beni vincolati, se indicati nel titolo costitutivo. L'art. 1, comma 6, d.l. 59/2016 richiede infatti «la specifica individuazione» del bene se il pegno non possessorio garantisce il finanziamento erogato per il suo acquisto. Se invece il pegno colpisce un insieme di beni, presenti e futuri, si indicano la loro qualità e quantità e la categoria merceologica, se rilevante, secondo la nomenclatura che verrà stabilita con apposito provvedimento del direttore dell'Agenzia delle entrate.

---

d.l. 59 del 2016 esso può «garantire i crediti ... presenti o futuri, se determinati o determinabili» inerenti all'esercizio dell'impresa e deve risultare, a pena di nullità, da atto scritto con indicazione «del credito garantito». La norma utilizza il tradizionale requisito imposto dall'art. 1346 c.c. all'oggetto del contratto (che deve essere appunto determinato o determinabile) come predicato del credito garantito. In tal modo viene però condotta un'operazione concettualmente scorretta perché si recupera una regola che appartiene all'autonomia contrattuale, dove le parti sono libere di determinare l'oggetto del loro accordo, e la si trasporta nella struttura delle garanzie pignoratorie opponibili ai terzi, riferendola al credito garantito. Nel suo settore di origine la regola è confacente alla libertà delle parti, mentre qui essa provoca esternalità e inefficienze estendendo eccessivamente il vincolo sui beni e ledendo gli interessi degli altri creditori. Un'interpretazione razionale della norma sul pegno non possessorio richiede il collegamento tra il credito futuro garantito con un rapporto già esistente: in termini generali v. A. CHIANALE, *Le garanzie reali*, in *Tratt. Iudica-Zatti*, Milano, 2019, 129 ss.

<sup>9</sup> La regola posta dall'art. 2852 c.c. viene applicata, considerando l'identità di *ratio*, anche al pegno ordinario: in tal senso v. D. RUBINO, *La responsabilità patrimoniale. Il pegno*, in *Tratt. Vassalli*, 1943, 190; G. GORLA, *op. cit.*, 25 ss.; G. STELLA, *Il pegno a garanzia di crediti futuri*, Padova, 2003, 91 ss.; E. GABRIELLI, *Il pegno*, cit., 85 ss. e 141 ss.; la soluzione comprare già in Cass., 16 maggio 1956, n. 1655, in *Banca borsa tit. cred.*, 1956, II, 449 ss.; e poi in Cass., 25 marzo 2009, n. 7214, in *Il Caso.it*, e Cass., 5 dicembre 2016, n. 24790.

b) Sono soltanto eventuali le menzioni di alcuni elementi che il d.l. 59/2016 consente di inserire nel contratto costitutivo del pegno e che in tale caso il Regolamento impone di indicare nella nota di iscrizione.

Si tratta in particolare della facoltà per il creditore di locare il bene oggetto di pegno ovvero di appropriarsi di tali beni al verificarsi degli eventi che ne determinano l'escussione.

Inoltre va menzionato in nota il divieto per il datore di trasformare, alienare o comunque disporre del bene oggetto del pegno: ma resta incerto l'effetto di questo divieto a fronte della disposizione generale dell'art. 1379 c.c.<sup>10</sup>.

L'art. 3 del Regolamento richiede nella nota «la specifica indicazione che l'acquisto del bene già gravato da pegno mobiliare non possessorio è stato finanziato con un credito garantito da riserva di proprietà o da altro pegno non possessorio, ove ricorra tale ipotesi» (lett. o). Questa disposizione tradisce un grave errore di prospettiva, perché l'art. 1, comma 5, d.l. 59/2016, si limita a rendere inopponibile un pegno non possessorio anteriore al finanziatore del successivo acquisto di un bene garantito da riserva di proprietà o da altro pegno non possessorio. Per il decreto legge ciò non significa che viene *acquistato un bene gravato da un precedente pegno non possessorio* concesso dal venditore, come pare intendere il Regolamento, ma significa che *un pegno non possessorio anteriore esteso ai beni futuri non prevale sulla garanzia di natura speciale del finanziatore del successivo acquisto di un bene*. In altre parole, il decreto legge fa prevalere il finanziatore dell'acquisto sui creditori anteriori garantiti da pegni non possessori rotativi iscritti in precedenza e che altrimenti si estenderebbero automaticamente al nuovo acquisto<sup>11</sup>; ma il d.l. 59/2016 non richiede alcuna menzione in proposito.

<sup>10</sup> Per tale questione rinvio a A. CHIANALE, *Il pegno non possessorio su beni determinati*, cit., 964 ss.

<sup>11</sup> La regola accolta dal d.l. 59/2016 rientra nella nutrita serie di ipotesi nelle quali al creditore, che finanzia l'acquisto di un bene determinato – sia egli il venditore non pagato sia egli il sovventore del prezzo –, viene riconosciuta una garanzia reale su quello specifico bene, che prevale sulla anteriore garanzia generale di altro creditore suscettibile di estendersi anche al nuovo bene. Il presupposto della regola è dunque l'esistenza di un creditore garantito anche su beni futuri e il suo concorso con il finanziatore del nuovo acquisto. Si possono ricordare: in diritto francese, l'ipoteca legale del venditore non pagato e del finanziatore del prezzo, rispetto ai precedenti privilegi generali che colpiscono anche gli immobili (art. 2374 *code civil*); in *common*

---

*law*, la *purchase money priority*, rispetto alla *floating charge* inglese e al *floating lien* del § 9 UCC statunitense; in diritto italiano il privilegio del venditore di macchine e del sovventore del prezzo disposti dall'art. 2762 c.c. e dalla Legge Sabatini, rispetto alle garanzie generali suscettibili di gravare anche il bene acquistato; questa soluzione compare nelle *model law* sulle garanzie mobiliari predisposte dagli enti sovranazionali e nei Principi del diritto europeo.

Ovviamente il problema sorge soltanto se l'ordinamento permette l'esistenza di garanzie generali, che colpiscono anche i beni futuri del debitore: si pensi ai privilegi sui complessi aziendali (l. 1075 del 1947 e art. 46 TUB), che colpiscono, ad esempio, i macchinari dell'impresa. In base agli artt. 2778 e 2783 c.c. questi privilegi sono posposti a quello riconosciuto dall'art. 2762 c.c. al venditore non pagato e al finanziatore dell'acquisto di macchinari. Quindi la banca, che ha erogato il finanziamento protetto dal privilegio industriale, si trova posposta al creditore che finanzia il successivo acquisto del macchinario.

Ci si è chiesti quale fondamento razionale abbia questa specifica deroga alle usuali regole che disciplinano il concorso tra creditori (da G. GILMORE, *The Purchase Money Priority*, in *Harvard Law Rev.*, 1962, 1333 ss., e T.H. JACKSON e A. T. KRONMAN, *Secured Financing and Priority Among Creditors*, in *Yale Law J.*, 1979, 1164 ss., fino a P. WANGERIN, *The Hierarchy of Priorities*, in *J. Bus. Entr. & Law*, 2016, 168 ss.). Ad esempio, nel nostro sistema giuridico l'introduzione del privilegio sui macchinari industriali, nelle sue varie tappe (prima l'art. 773 cod. comm. del 1882, poi l'art. 2762 c.c., poi la legge Sabatini), ha tutelato con sempre maggiore estensione il credito del sovventore delle somme impiegate per il loro acquisto. Con l'emanazione di ciascuna norma, relativa a quel privilegio, i preesistenti creditori chirografari del compratore di macchine hanno visto elevarsi il rischio di default del debitore, perché è aumentata la sua esposizione debitoria complessiva, senza però vedere aumentato il valore della loro garanzia generica sui beni del debitore, perché il macchinario acquistato a credito è sottratto da tale garanzia generica in forza del privilegio speciale.

In un mercato senza costi transattivi non vi sono ragioni perché il debitore conceda a un creditore la prelazione anche sui beni che saranno acquistati in seguito. Infatti, si è già detto, la riduzione del rischio per questo creditore si traduce immediatamente in un aumento del rischio per gli altri finanziatori; ciò comporta un maggiore tasso di interesse richiesto da questi ultimi, che corrisponde al minore tasso pagato al creditore con prelazione generale. Risulta economicamente equivalente estendere, di volta in volta, la prelazione del creditore anteriore ai nuovi beni che vengono in seguito acquistati dal debitore. In presenza di costi transattivi, invece, l'estensione automatica della prelazione ai beni futuri consente di evitare i costi connessi con l'estensione, di volta in volta, della prelazione del creditore. L'evoluzione delle clausole di rotatività del pegno nell'esperienza italiana ne è un esempio: la redazione di una scrittura con data certa, che indichi il nuovo oggetto del pegno, come richiesto per un certo periodo dalla Cassazione, introduce dei costi transattivi. Le garanzie legali che incorporano la rotatività, senza bisogno di ulteriori formalità (si pensi ai contratti di garanzia finanziaria e al privilegio dell'art. 46 tub), sono una risposta più efficiente al problema.



E' richiesta l'indicazione del luogo di ubicazione dei beni, se indicato nel titolo. Il d.l. 59/2016 nulla prescrive in merito, ma l'aggiunta è senz'altro opportuna quando il bene gravato è destinato a restare in un certo luogo (ad es. si tratta di una macchina adibita alla produzione). In tale ipotesi questa garanzia pignoratizia assume taluni tratti tipici dei privilegi speciali quasi-possessuali: lo spostamento del bene potrebbe costituire abuso nel suo utilizzo e legittimare il creditore alle azioni conservative e inibitorie previste dall'art. 1, comma 2, d.l. 59/2016; inoltre in caso di escussione del pegno la richiesta del creditore all'ufficiale giudiziario di prendere il bene va accompagnata dalla copia della nota di iscrizione, che riporta il luogo nel quale procedere.

Infine vanno menzionate le condizioni contrattuali che disciplinano il patto di rotatività.

c) Alcune menzioni richieste dal citato art. 3 non sono previste dalla legge quale contenuto del contratto costitutivo del pegno e pertanto appare illegittima la richiesta del Regolamento di indicarle nella nota, imponendole quindi anche nel titolo, con la sanzione del rifiuto di iscrizione.

La menzione del «valore complessivo dei beni gravati come indicato nell'atto di pegno» (art. 3, comma 2, lett. i), n. 8), Reg.) è del tutto priva di giustificazione perché nessuna norma richiede tale menzione nel contratto costitutivo del pegno. Forse l'estensore ha fatto confusione

---

L'estensione della prelazione ai beni futuri però crea una situazione di monopolio, perché il creditore gode di un vantaggio competitivo rispetto a ogni altro successivo creditore. Questa situazione di monopolio alla fine disincentiva l'acquisto a credito di nuovi beni da parte del debitore, vuoi perché non si trovano altri creditori disposti a finanziare l'acquisto senza garanzia reale sul bene, vuoi perché il debitore rifiuta di pagare il maggiore tasso di interesse correlato alla maggiore rischiosità del finanziamento per l'acquisto del bene. Ne segue quindi un esito inefficiente, in quanto il debitore potrebbe rinunciare ad acquistare nuovi beni (es. macchinari più moderni), che aumenterebbero la produttività e il profitto dell'impresa e in definitiva il valore dell'intero patrimonio aziendale. Lo stesso creditore con prelazione generale subirebbe quindi un detrimento: il valore dei beni oggetto della sua garanzia non aumenta; la mancata innovazione nei mezzi di produzione implica una minore competitività futura dell'impresa; ne segue un maggiore rischio di default e quindi un maggior rischio di perdita per il creditore.

La preferenza accordata al creditore, che finanzia l'acquisto successivo, viene così a mitigare l'effetto distorsivo e l'inefficienza proprie della situazione di monopolio vantata dal primo creditore con prelazione generale rotativa.

con il valore dei beni che viene stimato al momento dell'escussione, affinché siano validi i meccanismi marziani accolti dalla legge. In ogni caso nessuna garanzia reale di diritto positivo impone la dichiarazione del valore di mercato del bene gravato al momento della sua costituzione.

Parimenti ingiustificata – se intesa come obbligatoria – è la menzione della «destinazione economica del bene gravato come dichiarata dal datore del pegno nell'atto di costituzione» (art. 3, comma 2, lett. 1), Reg.). Invece è opportuna la sua menzione, qualora sia espressa nell'atto costitutivo: la destinazione economica del bene rileva nella disciplina del pegno non possessorio, che è opponibile ai terzi in caso di alienazione non conforme ad essa, e nonostante il decreto legge non richieda la sua menzione nel contratto bene ha fatto l'estensore del regolamento a permetterla nella nota.

Egual considerazione merita la richiesta di riportare «la dichiarazione del debitore e, se diverso, del datore del pegno, che i beni o i crediti oggetto di pegno, nonché il credito garantito, sono destinati ovvero inerenti l'esercizio dell'impresa» (art. 3, comma 2, lett. q), Reg.). Il decreto legge non impone una simile dichiarazione nel titolo costitutivo. E per la verità tale dichiarazione, anche se presente, non ha alcun effetto: ciò che rileva è l'effettiva destinazione/inerenza all'impresa di beni e crediti vincolati.

Sulla dichiarazione di eventuali precedenti garanzie diverse dal pegno non possessorio si è già detto.

Addirittura va considerato un errore tecnico, dovuto alla confusione dei piani tra credito garantito e credito oggetto di garanzia, oppure alla confusione con l'opponibilità della cessione dei crediti futuri<sup>12</sup>, il testo

---

<sup>12</sup> Come è noto Cass., 26 ottobre 2002, n. 15141, in *Giur. it.*, 2003, 636 ss., con nota di G. TUCCI, *L'efficacia della cessione di crediti futuri riguardo ai terzi: una decisione innovativa della Corte di cassazione*, decide che in tema di efficacia della cessione di crediti futuri in pregiudizio del creditore pignorante (art. 2914, n. 2 c.c.) occorre distinguere tra crediti maturandi con origine da un unico e già esistente rapporto-base e crediti soltanto eventuali non ancora identificati in tutti gli elementi oggettivi e soggettivi; la cessione dei primi prevale sul pignoramento nell'ambito di un triennio, purché prima del pignoramento sia stata notificata o accettata dal debitore ceduto, mentre perché prevalga la cessione dei secondi è necessaria la notificazione o accettazione dopo che il credito sia venuto ad esistenza, ma prima del pignoramento; la soluzione, poi seguita tra le altre da Cass., 28 luglio 2014, n. 17054, in *Banca borsa*

dell'art. 3, comma 2, lett. i), n. 9), Reg., che richiede nella nota di iscrizione «la specifica descrizione del credito gravato, se trattasi di credito presente, o la descrizione del rapporto giuridico esistente dal quale potrà sorgere il credito futuro». Come se l'art. 2852 c.c. fosse applicabile al credito dato in pegno!

#### 4. Segue. *Alcuni dubbi sull'oggetto della garanzia*

Il citato art. 3, comma 2, Reg. menziona quale possibile oggetto della garanzia, da indicare nella nota di iscrizione, tre tipi di beni per i quali in dottrina è discussa l'ammissibilità del pegno non possessorio e quindi esso presuppone risolta in senso positivo la relativa questione. Si tratta di quei «beni immateriali» che per l'art. 1, comma 2, d.l. 59/2016 sono idonei a rientrare nell'oggetto del pegno, essendo espressamente esclusi dal pegno soltanto i beni mobili registrati.

La prima menzione riguarda «il tipo di diritto di proprietà industriale o intellettuale e i relativi estremi di registrazione, se indicati nel titolo». Però va ricordato che le garanzie reali su marchi e brevetti registrati, disciplinate dall'art. 140 del Codice della proprietà industriale, si costituiscono mediante trascrizione presso l'Ufficio italiano marchi e brevetti<sup>13</sup>.

La seconda menzione riguarda «la natura, la quantità e gli estremi identificativi ... delle partecipazioni gravate». Essa pare chiaramente riferita alle partecipazioni in società oggetto di garanzia. Però occorre ricordare che il pegno su quote di società a responsabilità limitata

---

*tit. cred.*, 2015, II, 525 ss., con nota di R. VIGO, *Sul conflitto fra il factor cessionario di crediti futuri e il creditore pignorante*.

<sup>13</sup> Per marchi e brevetti registrati il sistema di pubblicità disposto dal c.p.i. rispecchia la pubblicità dichiarativa immobiliare (v. G. PIEPOLI, *Autonomia privata e garanzie reali sulla proprietà industriale*, in *Contr. Impr.*, 2009, 627 ss.; A. CHIANALE, *Funzione dei registri pubblicitari per la costituzione delle garanzie su privative titolate*, in *Ann. it. dir. aut.*, 2009, 116 ss.). Parimenti le garanzie reali su opere filmiche, dimenticate dal Regolamento qui in esame, si costituiscono mediante trascrizione nell'apposito registro istituito dall'art. 32 della l. 14 novembre 2016, n. 220: v. M. MAGGIOLO, *Le garanzie nel credito cinematografico*, in *Ann. it. dir. aut.*, 2009, 148 ss.; ID., *Prolegomeni a una riflessione sui beni mobili registrati: sfruttamento dell'opera cinematografica e riservato dominio nella vendita di macchine*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, I, 233 ss.; A. CHIANALE, *Le garanzie reali su opere cinematografiche*, in *Rass. dir. civ.*, 2019, II, 686 ss.

richiede – secondo l’opinione che si va consolidando – la pubblicità nel registro delle imprese<sup>14</sup>. Inoltre è discussa la qualifica della quota di s.r.l. come bene mobile registrato a fronte del sistema di pubblicità legale *ex artt.* 2193 e 2740, comma 3, c.c.<sup>15</sup>. Invece il pegno sulle quote di società di persone costituisce una modifica del contratto sociale e non un vincolo reale su bene mobile registrato. Esse pertanto non sono oggetto del pegno non possessorio regolato dal d.l. 59/2016.

In realtà la menzione di privative industriali titolate e di partecipazioni sociali nel Regolamento va considerata priva di effetti. Per questi diritti la costituzione di garanzie reali è disciplinata dalle rispettive normative speciali e la prelazione sorge mediante il compimento delle formalità pubblicitarie che tali normative prescrivono<sup>16</sup>. Esattamente si osserva che occorre preservare l’integrità dei vari sistemi pubblicitari ed evitare i conflitti che sarebbero generati dalla creazione di un nuovo e differente canale per la costituzione e la pubblicità delle prelazioni sugli stessi beni<sup>17</sup>. Questi diritti quindi non sono idoneo oggetto di pegno non possessorio, esattamente come non rientrano nell’oggetto del privilegio industriale dell’art. 46 tub che

---

<sup>14</sup> In tal senso decide Cass., 27 novembre 2019, n. 31051, in *Giur. it.*, 2020, 1679 ss.

<sup>15</sup> Favorevole Trib. Milano, 22 dicembre 2017, in *Società*, 2018, 418 ss., e ivi critico E. PEDERSOLI, *Commento*, con ulteriori citazioni; per Cass., 27 novembre 2019, n. 31051, cit., le quote non assumono la qualifica di beni mobili, ma di altri diritti (cui si applica in tema di pegno l’art. 2806 c.c.).

<sup>16</sup> Per F. MURINO, *Prime considerazioni sul c.d. pegno non possessorio*, cit., 244 e 248, marchi e brevetti non sono idoneo oggetto del pegno non possessorio, mentre lo sono le quote di s.r.l.; per queste ultima similmente S. AMBROSINI, *op. cit.*, 6.

<sup>17</sup> In tal senso M. CAMPOBASSO, *op. cit.*, 708 ss., che esclude il vincolo su privative titolate e su quote di s.r.l.; in senso opposto R. MARINO, *op. cit.*, 773, sul debole argomento della prevalenza della *lex specialis* costituita dal pegno non possessorio sulle discipline dei beni predetti; sia pure con cautela, v. F. DELL’ANNA MISURALE, *op. cit.*, che richiama i criteri di risoluzione del conflitto tra leggi e considera la nuova normativa speciale e successiva rispetto al Codice della proprietà intellettuale, a mio avviso dovendosi al contrario ritenere l’art. 1 del d.l. n. 59/2016 norma generale quanto all’oggetto della garanzia e gli artt. 138 e 140 CPI norma speciale in quanto relativa ai soli titoli di proprietà industriale.

Contro la duplicità di formalità concorrenti in differenti registri va ricordato il principio generale dell’unicità dello strumento pubblicitario trattato da C. IBBA, *La pubblicità delle imprese*, 2a ed., Padova, 2012, 87 ss.

viene reso pubblico mediante trascrizione nei registri di cancelleria del tribunale a sensi dell'art. 1525 c.c.<sup>18</sup>.

Le diverse soluzioni astrattamente ipotizzabili non convincono.

Da un lato si può immaginare il cumulo delle formalità necessarie per creare la prelazione, nel senso che il creditore può escutere il pegno se viene rispettata sia la pubblicità nel Registro pegni sia la specifica pubblicità disposta dalla legge per il bene considerato<sup>19</sup>. La soluzione appare piuttosto irrazionale perché, invece di semplificare e incentivare le garanzie del credito alle imprese, raddoppia le formalità. Inoltre essa stravolge il principio alla base del pegno non possessorio, che attribuisce la prelazione esclusivamente secondo le risultanze temporali del Registro pegni e non prevede integrazioni della fattispecie derivanti da altre forme di pubblicità<sup>20</sup>.

D'altro lato si ipotizza sufficiente l'iscrizione nel Registro pegni, che supererebbe le diverse formalità pubblicitarie per i vari beni. In sostanza verrebbe creato un sistema speciale per la garanzia mobiliare non possessoria di impresa, alternativa al sistema di diritto comune sia per le modalità di costituzione sia per quelle di gestione ed escussione<sup>21</sup>. Si introdurrebbe così nel sistema la duplicità tra garanzie mobiliari civili e commerciali tipica dell'ordinamento francese, nel quale solleva infiniti problemi di coordinamento e varie inefficienze.

D'altro lato ancora si potrebbe immaginare l'alternatività delle formalità, cosicché la garanzia su marchi e brevetti sorgerebbe con la trascrizione nel Registro nazionale loro dedicato oppure con l'iscrizione nel Registro pegni, e il pegno su quote di s.r.l. parimenti sorgerebbe con l'iscrizione nel Registro delle imprese oppure nel Registro dei pegni non possessori. Sorgerebbero qui problemi e inefficienze ancora maggiori, ad esempio in caso di concorso tra i vari tipi di garanzia reale. Con questa soluzione sarebbe coerente l'art. 3,

<sup>18</sup> Cfr. R. COSTI, *L'ordinamento bancario*, 4° ed., Bologna, 2007, 476.

<sup>19</sup> La duplicazione delle formalità non è sconosciuta all'ordinamento: essa opera per il privilegio industriale convenzionale creato dall'art. 3 del d.lgs.C.p.S. 1° ottobre 1947, n. 1075, che espressamente include sia gli immobili sia i marchi e i brevetti: v. A. CHIANALE, *Il privilegio industriale per il credito agevolato (d.lgs. n. 1075 del 1947)*, in questa *Rivista*, 2017, 6 ss.

<sup>20</sup> Osservazione di M. CAMPOBASSO, *op. cit.*, 709.

<sup>21</sup> Idea di G. PETRELLI, *Pegno non possessorio nei finanziamenti alle imprese*, in [www.gaetanopetrelli.it](http://www.gaetanopetrelli.it).

comma 2, lett. r), Reg. che prevede sia compresa nella nota di iscrizione «la dichiarazione del datore del pegno, sottoscritta digitalmente ..., sull'esistenza o meno di precedente garanzia sui beni o i crediti dati in pegno, costituita a norma di disposizioni diverse dall'articolo 1 del decreto-legge 3 maggio 2016, n. 59». L'unico senso di questa disposizione è di ammettere la costituzione di una garanzia reale sull'oggetto del pegno non possessorio mediante altre formalità pubblicitarie, produttive degli effetti loro riconosciuti dalla legge<sup>22</sup>. Ma essa, per la sua genericità, non prova l'ammissibilità del pegno sui beni immateriali in esame. Piuttosto essa va riferita soltanto alle formalità costitutive di altre garanzie reali, suscettibili di colpire i beni ammessi come oggetto del pegno (ad es. il privilegio convenzionale dell'art. 46 tub). La dizione *garanzia costituita* sembra poi escludere la necessità di menzionare l'esistenza di privilegi legali.

La terza menzione di un caso dubbio riguarda «la natura, la quantità e gli estremi identificativi delle azioni ... gravate». Qui il Regolamento pecca per vari profili perché trascura il regime di circolazione dei titoli e il principio di letteralità. Intanto il pegno non possessorio non è configurabile per le azioni al portatore, permesse dall'art. 2354 c.c., perché soltanto la consegna attribuisce al creditore la legittimazione all'esercizio del credito incorporato nel titolo, sia pure nei limiti (efficaci solo *inter partes*) derivanti da una costituzione di pegno e secondo le pattuizioni del contratto costitutivo. Neppure è configurabile per le azioni nominative perché soltanto l'annotazione sul titolo e sul registro dell'emittente (art. 3, comma 3, del r.d. n. 239 del 1942, e art. 2024 c.c.) oppure la girata in pegno accompagnata dalla consegna (art. 2026 c.c.) conferiscono al creditore pignoratorio la necessaria legittimazione<sup>23</sup>. Neppure è configurabile per gli strumenti finanziari

---

<sup>22</sup> La cessione di crediti futuri in funzione di garanzia non andrebbe indicata perché il credito sarebbe di titolarità del creditore e non potrebbe essere vincolato al pegno; l'unica garanzia reale concorrente con il pegno non possessorio, con prelazione costituita mediante altra formalità, sarebbe in effetti il privilegio convenzionale *ex* art. 46 tub; oppure ancora si potrebbe trattare del pegno mobiliare ordinario, nel quale lo spossessamento viene fatto a mani di un terzo e il bene continua a essere utilizzato dal debitore concedente nell'esercizio della propria impresa (ad es. un server dato in pegno e ancora sfruttato dal concedente).

<sup>23</sup> Per Cass., 23 luglio 1996, n. 6596, in *Società*, 1997, 283 ss., con nota di Cupido, in *Giust. civ.*, 1997, I, 1378 ss., e in *Riv. not.*, 1997, 899 ss., il pegno di titoli azionari non ha effetto, nei confronti della società emittente, se non in seguito all'annotazione

dematerializzati perché la garanzia reale sorge con le scritturazioni previste per legge nei registri previsti dalla legge. Le regole di circolazione dei titoli azionari operano come *lex specialis*, in ragione del loro oggetto, rispetto alla disciplina del pegno non possessorio<sup>24</sup>. Inoltre il principio di letteralità delle azioni tollera i limiti derivanti da modifiche statutarie e da vicende sociali risultanti dal registro delle imprese, ancorché non annotate sul titolo (es. la riduzione del valore nominale di ciascuna azione), mentre non può essere derogato elementi risultanti *aliunde*, come sarebbe per l'iscrizione nel Registro pegni.

Pertanto merita di essere confermata l'interpretazione che esclude la concessione del pegno non possessorio su marchi e brevetti registrati, partecipazioni sociali e azioni<sup>25</sup>. In effetti la relativa indicazione nel Regolamento è contraria al contenuto del decreto legge 59/2016 e supera il limite assegnato alla fonte secondaria, che non è in grado di rendere legittimo ciò che il diritto sostanziale non consente.

##### 5. *Le altre formalità pubblicitarie*

L'iscrizione del pegno non possessorio conserva efficacia per dieci anni a sensi dell'art. 1, comma 6, d.l. 59/2016. La distinzione tra titolo costitutivo della garanzia e formalità pubblicitaria di iscrizione è di rilevante importanza e conduce ad applicare talune regole appartenenti al modello ipotecario. In particolare la durata decennale investe l'efficacia dell'iscrizione ma non la durata del diritto reale di garanzia sul piano sostanziale. Trascorso il decennio il pegno resta efficace verso il concedente, ma senza prelazione esercitabile nel concorso con altri creditori né opponibilità ai terzi acquirenti.

La principale conseguenza di questa impostazione è che l'iscrizione è «rinnovabile per mezzo di una nuova iscrizione nel registro effettuata

---

nel libro dei soci: ciò non soltanto per l'esercizio dei diritti sociali, ma per l'effettiva disponibilità del titolo azionario, comportante l'esercizio del diritto di credito rappresentato dal titolo stesso.

<sup>24</sup> Favorevole invece al pegno non possessorio di azioni sociali, ma senza distinguere tra le modalità di costituzione della garanzia, v. F. MURINO, *Pegno non possessorio di azioni, potenziata autotutela esecutiva e attualità del divieto di accettazione di azioni proprie in garanzia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, I, 297 ss.

<sup>25</sup> Al più il pegno non possessorio vincola marchi e brevetti non registrati, di minore importanza nell'ottica della prelazione pignoratizia.

prima della scadenza del decimo anno» (comma 6 cit.). L'art. 4 Reg. dispone che per la rinnovazione sia presentata al conservatore un'apposita nota (*domanda*), conforme a quella dell'iscrizione in cui si dichiara che si intende rinnovare l'iscrizione originaria. Non occorre unire alla nota alcun titolo.

Ulteriore conseguenza dell'efficacia propria riconosciuta alla formalità pubblicitaria è la possibilità di reiscrizione del pegno nel registro informatizzato accolta dall'art. 4, comma 2, Reg.<sup>26</sup>. Ciò può avvenire quando sia trascorso il termine decennale in assenza di rinnovazione, se il titolo costitutivo garantisce un debito di più lunga scadenza e conserva la propria efficacia (v. art. 2848 c.c.). La stessa soluzione vale se, dopo la cancellazione dell'iscrizione, la causa estintiva dell'obbligazione garantita è dichiarata nulla o perde i propri effetti, ovvero se è dichiarata nulla la rinuncia fatta dal creditore alla garanzia, cosicché si può procedere a una nuova iscrizione del pegno. In queste ipotesi secondo il modello ipotecario la nuova iscrizione prende grado dalla propria data di esecuzione (art. 2881 c.c.). La reiscrizione si effettua mediante la presentazione di una nuova di iscrizione; non occorre presentare nuovamente il titolo, che si trova già nella raccolta del conservatore.

Per l'art. 5 Reg. la cancellazione dell'iscrizione è eseguita dal conservatore in forza di apposita richiesta con presentazione dell'atto contenente il consenso del creditore o del provvedimento definitivo con cui essa viene ordinata giudizialmente. Opportunamente il Regolamento non riproduce l'erronea idea che la «cancellazione della iscrizione può essere richiesta *di comune accordo* da creditore pignoratizio e datore del pegno», presente nell'art. 1, comma 6, d.l. 59/2016. Infatti la rinuncia della garanzia da parte del creditore sul piano sostanziale è certamente unilaterale e pertanto anche l'assenso alla cancellazione deve essere unilaterale. Il Regolamento esercita qui correttamente il potere delegato dal decreto legge.

La cancellazione dell'iscrizione del pegno non possessorio mette in gioco nuovamente il bipolarismo tra titolo e formalità tipico della materia ipotecaria. Se il credito si estingue anche il pegno si estingue e l'iscrizione perde efficacia; la sua cancellazione è un atto dovuto per il

---

<sup>26</sup> Per l'ammissibilità della reiscrizione, pur nel silenzio del d.l. 59/2016, v. A. CHIANALE, *Il pegno non possessorio su beni determinati*, cit., 964.



debitore (art. 1200 c.c.). Se il creditore rinuncia al pegno il suo consenso investe anche la formalità e permette la cancellazione. Se invece il creditore presta il consenso soltanto per la cancellazione della formalità, il pegno resta efficace verso il debitore ma privo di prelazione e non più opponibile ai terzi. In questa ipotesi il creditore può curare la reinscrizione del pegno nel registro, come appena ricordato, con la nascita quindi di una nuova prelazione che prende grado dalla data della reinscrizione.

Inoltre vanno ammesse le varie ipotesi di cancellazione parziale dell'iscrizione, denominate riduzioni della garanzia, sia per quanto concerne il suo oggetto, sia per la somma garantita. A tale fine occorre sempre il consenso del creditore, in assenza nel d.l. 59/2016 di una norma corrispondente alla riduzione legale di cui agli artt. 2872 ss. c.c. Le norme tecniche di attuazione del Regolamento dovrebbero allora prevedere le modalità da seguire per le correlative annotazioni nel registro.

Infine per l'art. 6 Reg. le disposizioni sull'iscrizione del pegno «si applicano, in quanto compatibili, a tutte le vicende modificative del rapporto e della garanzia di cui viene chiesto l'inserimento nel Registro pegni, che vengono eseguite, previa presentazione della domanda di annotazione, con riferimento alla formalità» alla quale si riferiscono. La norma contiene l'ingresso di annotazioni atipiche, che però in sostanza corrispondono alle ulteriori formalità che possono essere eseguite in un sistema di garanzie reali soggette a pubblicità e fondate sul grado della prelazione derivante dal numero progressivo di iscrizione nel Registro. Il richiamo alle disposizioni precedenti comporta la necessità di unire alla richiesta di annotazione il titolo (contratto, provvedimento giudiziario, testamento) dal quale viene prodotta la vicenda oggetto di pubblicità, secondo le regole già illustrate.

L'annotazione a margine dell'iscrizione – che nel modello ipotecario trova espressione nell'art. 2843 c.c. – va eseguita sia per le vicende relative al credito garantito (principalmente cessione, surrogazione, costituzione in usufrutto, dazione in pegno, pignoramento) sia per le vicende relative alla graduazione della garanzia<sup>27</sup>. Tra queste ultime

---

<sup>27</sup> Soluzione proposta in A. CHIANALE, *Il pegno non possessorio su beni determinati*, cit., 964.

assumono rilievo i negozi di disposizione del grado della garanzia, con i quali i creditori titolari di pegni non possessori convengono la permuta o l'equiparazione dei gradi delle rispettive iscrizioni, nel rispetto dei limiti elaborati dagli interpreti<sup>28</sup>. Parimenti va ammessa la richiesta di iscrizione in pari grado da parte di creditori differenti (ad es. per finanziamenti in *pool*) che presentano contestualmente le note di iscrizione dei rispettivi pegni.

#### 6. *Le operazioni del conservatore del Registro*

L'art. 8 Reg. disciplina le attività del conservatore adottando in parte, con rilevanti semplificazioni, il modello accolto dal codice civile per l'attività del conservatore dei registri immobiliari.

Prima di procedere all'iscrizione oppure alle altre formalità previste dalla legge «il conservatore verifica la presenza delle condizioni richieste per il relativo inserimento nel registro e la conformità della domanda al titolo». Per comprendere i poteri di verifica assegnati al conservatore occorre tenere presente che i casi di rifiuto a compiere una formalità sono tassativi *ex art. 8, comma 2, Reg.* Il conservatore non può ricevere le domande e i titoli se essi sono non intellegibili o in lingua diversa da quella italiana (salvo quanto previsto in tema di bilinguismo), se non sono trasmessi per via telematica, se il titolo non ha i requisiti formali prescritti, se la nota non contiene le indicazioni prescritte dall'art. 3, comma 2, Reg. in conformità al titolo (il che, come già rilevato *supra*, crea il problema delle menzioni non previste dalla legge, che però il Regolamento rende necessarie per l'iscrizione del pegno nel Registro).

Inoltre l'assenza nella nota di iscrizione della menzione di clausole soltanto eventuali, pur contenute nel contratto costitutivo, non deve portare al rifiuto della formalità. Piuttosto, sorta correttamente la prelazione, il creditore non potrà avvalersi delle regole sostanziali che presuppongono la presenza di tali menzioni nella nota. Ad esempio, se il contratto prevede la facoltà del creditore, in sede di escussione, di locare a terzi il bene oppure di appropriarsene (art. 1, comma 7, d.l. 59/2016), e se però tale clausola non è riportata nella nota di iscrizione,

---

<sup>28</sup> Cfr. A. CHIANALE, *L'ipoteca*, cit., 436 ss.

il conservatore iscrive comunque il pegno, ma il creditore non può avvalersi dei relativi poteri.

Non pare dubbio quindi che il conservatore svolge un controllo soltanto formale sulla nota, sul titolo e sulla conformità della nota al titolo. Non gli compete alcun controllo di merito, ad esempio sull'inerenza dell'oggetto del pegno all'esercizio dell'impresa oppure sulla legittimazione delle parti (ad es. per i poteri del rappresentante di società e per le autorizzazioni per gli incapaci), che in caso di scrittura non autenticata sfuggono anche all'ordinario controllo notarile.

In caso di difformità tra il titolo e la nota, si può ritenere che la formalità eventualmente eseguita sia invalida soltanto se la difformità genera incertezza sui soggetti, sul credito garantito, sui beni oggetto del pegno (arg. *ex art.* 2841 c.c.).

Una volta eseguita la formalità richiesta il conservatore restituisce al richiedente un certificato con indicazione della data e del numero di formalità (art. 9 Reg.).

Invece in caso di rifiuto a procedere a una qualche formalità (iscrizione, rinnovo, cancellazione e altre annotazioni) il conservatore indica sulla domanda i motivi del rifiuto e la restituisce telematicamente alla parte richiedente. Contro il rifiuto del conservatore la parte richiedente può avvalersi del procedimento stabilito nell'art. 745, comma 2, c.p.c., come stabilisce l'art. 8, comma 3, Reg., con norma che ricalca l'art. 113 *bis* disp.att.c.c.<sup>29</sup>. Si tratta di un rimedio snello, consistente in un ricorso di volontaria giurisdizione che viene deciso in camera di consiglio, senza instaurazione del contraddittorio, con un provvedimento inidoneo a passare in giudicato. Poiché si tratta di accertare con cognizione sommaria l'eventuale illegittimità del rifiuto e quindi si tratta in sostanza di ordinare alla pubblica amministrazione il regolare svolgimento della propria funzione, si giustifica l'adozione del modello del procedimento camerale.

La competenza spetta al giudice di pace oppure al Presidente del tribunale, in veste di giudici monocratici, nella cui circoscrizione si trova l'ufficio del conservatore: quindi quelli di Roma. Oltre al conservatore, deve essere sentito anche il pubblico ministero. La

---

<sup>29</sup> Il procedimento speciale è in alternativa all'instaurazione di un ordinario giudizio di cognizione, nel quale fare affermare il proprio diritto al compimento della formalità.

decisione è presa con decreto motivato, non reclamabile in appello<sup>30</sup>; essa non è suscettibile di ricorso per cassazione<sup>31</sup>. Non è ammessa la revocabilità del provvedimento, qualora la formalità, in origine rifiutata, sia stata eseguita per ordine del giudice.

Per la verità, l'art. 745 c.p.c. appresta il ricorso di volontaria giurisdizione contro il rifiuto di un pubblico depositario di rilasciare copie degli atti conservati. Nel settore della pubblicità immobiliare un simile procedimento si adatta alla perfezione all'ipotesi, contemplata dal secondo comma dell'art. 113 *bis* disp.att.c.c., di rifiuto o ritardo del conservatore nel rilascio di certificati o copie. Essa invece appare inadeguata per risolvere le questioni derivanti dal rifiuto del conservatore di compiere una formalità pubblicitaria. E' noto che per il ricorso avverso il rifiuto di cancellare un'ipoteca, per quello conseguente a trascrizioni e iscrizioni effettuate con riserva e per quello avverso i provvedimenti del conservatore del registro delle imprese viene predisposto dalla legge, pur sempre nell'ambito della volontaria

---

<sup>30</sup> L'opinione prevalente nega la reclamabilità dei provvedimenti emessi dal giudice singolo, diverso dal giudice tutelare, poiché essa non è disposta dall'art. 739 c.p.c.: cfr. per tutti già M. D'ORAZI FLAVONI, *Conservatore dei pubblici registri*, in *Enc. Dir.*, IX, Milano, 1961, 168; poi A. JANNUZZI, *Manuale della volontaria giurisdizione*, 7a ed., Milano, 1995, 724 ss., e *ivi* segnalazioni di giurisprudenza; P. BOERO, *Il procedimento. La trascrizione con riserva*, in E. Gabrielli-F. Gazzoni (diretto da), *Tratt. della trascrizione*, III, Torino, 2014, 195; favorevole alla reclamabilità, alla luce del contenuto decisorio del provvedimento, v. però App. Milano 7 luglio 1988, in *Giust. civ.*, 1988, I, 2698 ss., con nota di C. SMURAGLIA.

Peraltro, in passato si affermava la natura amministrativa-disciplinare del procedimento *ex art.* 745 c.p.c., in base al rapporto di dipendenza del conservatore, all'epoca privato esercente pubbliche funzioni, dal ministero di Grazia e giustizia: v. T. PESCATORE, *Posizione gerarchica del Conservatore RR. II. e del personale addetto al suo ufficio*, in *Riv. dir. ipotecario*, 1963, 215; ID., *Procedura su rifiuto di cancellazione in caso di mancata esibizione della cambiale ipotecaria*, *ivi*, 1966, 251.

<sup>31</sup> Favorevole al ricorso in cassazione cfr. G. GABRIELLI, *Questioni recenti in tema di pubblicità immobiliare*, in *Contr. Impr.*, 1989, 827, sul rilievo che si discute di un diritto soggettivo all'attuazione della pubblicità immobiliare; Cass., Sez. un., 20 marzo 1986, n. 1973, in *Giust. civ.*, 1986, I, 1276 ss., e in *Nuova giur. comm.*, 1987, I, 59, con osservazioni di P. COMOGLIO, in quanto si tratta di provvedimento decisorio incidente su diritti soggettivi, non altrimenti reclamabile; contraria poi Cass. 29 ottobre 1992, n. 11751, in *Giust. civ.*, 1993, I, 1227 ss., che nega al provvedimento contenuto decisorio, in quanto il giudice si limita a imporre la regolare esplicazione del potere attribuito al conservatore nell'attuazione della pubblicità immobiliare; contrario anche P. BOERO, *op. cit.*, 196 ss.

giurisdizione, un modello camerale con giudice collegiale e decreto reclamabile (artt. 2888 c.c. 113 e 113 *ter* disp.att.c.c.; artt. 2189 e 2192 c.c.) che assicura maggiori livelli di tutela al richiedente. Soltanto per ragioni storiche accidentali di stratificazione delle regole l'ordinamento utilizza il procedimento *ex* art. 745 c.p.c. per il rifiuto di trascrizioni e iscrizioni<sup>32</sup>. Questa poteva essere l'occasione per non seguire supinamente le soluzioni esistenti in materia immobiliare.

Il Regolamento non prevede l'iscrizione con riserva, ammessa in materia immobiliare per le trascrizioni e le iscrizioni ipotecarie dall'art. 2674 *bis* c.c., qualora emergano gravi e fondati dubbi sulla trascrivibilità di un atto o l'iscrivibilità di un'ipoteca. Quindi un'iscrizione di pegno non possessorio con riserva non è ammessa.

---

<sup>32</sup> Per ogni ipotesi di rifiuto diverso dalla cancellazione dell'ipoteca, espressamente previsto dall'art. 2888 c.c. e regolato dall'art. 113 disp.att.c.c. (es. rifiuto di iscrivere l'ipoteca, oppure di effettuare annotamenti diversi dalla cancellazione), a fronte del silenzio serbato dal codice civile previgente, l'art. 30, l. 25 giugno 1943, n. 540 – ripetendo l'identico rinvio all'allora vigente codice processuale, effettuato dall'art. 32, l. 13 settembre 1874 – affidava il richiedente alla procedura camerale regolata dall'art. 745 c.p.c. per il rifiuto dei depositari a rilasciare copia degli atti pubblici da loro conservati. Questa soluzione viene ripresa dalla l. 27 febbraio 1985, n. 52, che introduce nella trama del codice civile l'art. 113 *bis* disp.att.c.c. e nuovamente consente al richiedente di avvalersi del procedimento stabilito e regolato dall'art. 745 c.p.c.



## Smart contracts in the financial sector

**SOMMARIO:** 1. The digital age and the potential of blockchain. – 2. Market rules and digital dynamism. – 3. The coexistence between traditional regulation and technological innovation. – 4. The partiality of approaches and their temporal scanning of the regulatory phenomenon. – 5. Banking/financial contracts at the test of digitalization. – 6. Regulatory initiatives of the European Union. – 7. Smart contracts features. – 8. The language of smart contracts: the codification of contract clauses. – 9. The critical issues underlying the use of smart contracts. – 10. Disintermediation, financial inclusion, robo-advice, stock options, and derivatives. – 11. Smart contracts in banking services. – 12. Fintech in insurance: automated claims management. – 13. Concluding remarks.

### 1. *The digital age and the potential of blockchain*

The digital era is having a significant and disruptive impact on contract law, such as to accentuate the process of progressive distancing (if not, indeed, abandonment) from the single paradigm of the contract, already initiated with the crisis of classical liberal thought. The structural differentiation between markets, which depends on the specificity of the good and/or service provided, is leading to a parallel stratification of contractual models, which, in adapting to specific sectoral needs, tend to take on increasingly atomistic features<sup>1</sup>.

The banking and financial sector seems to be the segment in which the significant potential offered by the so-called distributed ledger technologies (DLT) is best represented, among which the best known is the blockchain<sup>2</sup>, with its three main functional characteristics, namely: a) immutability of the data entered; b) transparency and accessibility of the information recorded; c) traceability of operations. The blockchain contributes to enrich the category of digital contracts, notably imposing an assessment of compatibility between this

---

<sup>1</sup>In that respect, M. MAUGERI, *Smart Contracts e disciplina dei contratti*, Bologna, 2021.

<sup>2</sup>See, P. L. RIET, *Blockchain-Based Smart Contracts for beginners*, in *Rivista di Diritto del Risparmio*, fasc. 2, 2020.

innovative form of negotiation “not in presence” and the traditional schemes. In other words, the profound economic changes connected to the creation and affirmation of telematics, as a function not only economic, but also dialogical of modernity, have implied the start of a profound rethinking of some legal concepts and interpretations, in the attempt of the conjugation between innovation and tradition. A reconsideration of the overall discipline of contracts<sup>3</sup>, including those that “make themselves” (so-called “self-driving contracts”)<sup>4</sup> is, thus, requested. Mass bargaining (and, therefore, contractual standardization), which was initially relegated to an ancillary role, has progressively established itself as a rule and has led to the transition from the centrality of the individual to that of the market.

As the financial sector is the main user of digital technologies, as well as an important driver of the digital transformation of the economy and society, it represents the cornerstone between financial services and the single digital market (as stated by the European Commission in its «Financial Technologies Action Plan: Towards a more competitive and innovative European financial sector»). In that respect, we can think at the automation and simplification of various types of operations, from trading and payment to risk management, with a considerable compression of processing and execution times, associated with an ever-increasing reliance on security measures to protect individual market users. In this context, the banking sector proves to be an excellent hub for the collection of proposals and the development of the best and most promising innovations brought by smart contracts.

## *2. Market rules and digital dynamism*

The relationship between rules and innovation is usually seen in terms of conflict, since, on the one hand, we experience the slowness, lack of understanding and receptiveness of the regulator towards the new phenomena; on the other, instead, we do experience the speed and disruptive force of technological and market innovations. In the field of

---

<sup>3</sup>V. D. FAUCEGLIA, *Il problema dell'integrazione dello smart contract*, in *Contratti*, 2020, 5, 591.

<sup>4</sup>In that respect, C. AMATO, *La 'computerizzazione' del contratto (Smart, data oriented, computable e self-driving contracts. Una panoramica)*, in *Europa e diritto privato*, 2020, fasc. 4, 1259.



physics, the situation described would be defined as a parallax error, which is an error of reading and evaluation dictated by the adoption of an unsuitable perspective of analysis. The conflict develops exclusively on an apparent plane, just as it would be the displacement of the object in the physical projection: the force of regulation is indeed considered in a single-dimensional vision, which intends the rules as a defensive instrument for the purpose of a contingency of the risks of abuse and criminal phenomena<sup>5</sup>.

The regulatory framework must also be appreciated from a more constructive point of view, in the same way as the equivalence (to remain again in the mathematical field) of normative propositions equal to paternalism. The rules, in fact, aim also at giving a sense of orientation to final consumer; but they also offer solutions that are oriented at greater security, sustainability and virtuosity, and, at the same time, they aim at discouraging distortive conducts of the competitive dynamics<sup>6</sup>.

Against this background, there is an inherent complexity in first creating, and then implementing, a stable, effective and efficient regulatory architecture that is immediately understandable to all classes of recipients (across the board) and, last but not least, that can be sufficiently coordinated with the rapid and (most often) unpredictable and fragmented financial technological innovation.

Technological and digital evolution cannot be stopped, but, in order to make the change of gear as comfortable as possible, the clutch shall be activated. The need for greater and more punctual attention towards the entry of digital technology into market, commercial and financial dynamics, has even contributed to an adjustment of public institutions themselves, which have created special departments dedicated to digital transition.

---

<sup>5</sup>See, A. PERRAZZELLI, *Le iniziative regolamentari per il Fintech: a che punto siamo?*, 4 maggio 2021.

<sup>6</sup>See, A. PERRAZZELLI, *op. cit.*

### *3. The coexistence between traditional regulation and technological innovation*

One of the classical issues in dealing with financial technologies is the adjustment of classical regulatory models, that find their roots in civil law, to the new technological and digital needs. Pre-digital market rules reveal to be inadequate to regulate phenomena which did not exist at the moment of their formalization; in other words, in the legal sector of Fintech, we find ourselves before a lack of regulation, which we have tried to fill through the elaboration of some supplementary regulatory approaches, thanks to the widespread diffusion of an innovative financial phenomena, such as, above all, crowdfunding and virtual currencies: phenomena that have transversally involved the market and its protagonists, including regulations.

Authoritative scholars<sup>7</sup> have identified a categorization of the approaches adopted so far, which can be divided into three types, depending on the attitude towards digitization; specifically:

- *wait-and-see*<sup>8</sup> approach; the guideline is: do not intervene (with the introduction of new rules) until there is a current and pressing need. In other words, it is advisable to let the “new” financial services and/or products coexist with the “old” ones, in a process of sustainable integration, at least until the actual foreseeability of a risk of system failure, as conceived. In other words, heterodirection would represent the residual remedy. The approach in question should not, however, be merely relegated to a choice of passivity, since it is more akin to a ghostly regulation, silent but present, which is expressed in warnings and communications, aimed at making the market aware of the risks of deregulation and which remains, in any case, prodromal to the subsequent introduction of sectoral legislation.

- An “*osmotic*” approach, based on the principle of “*same business, same risk, same rules*”. Although the activities may appear, *prima facie*, to be different, they underpin the same economic function. Despite being digitized, the new market frontiers lead to the same risks as

---

<sup>7</sup>Reference is to M. AMSTAD, *Regulating Fintech: Objectives, Principles and Practices*, ADBI Working Paper Series, No. 1016, Asian Development Bank Institute (ADBI), Tokyo, 2019.

<sup>8</sup>AA.VV., *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, in *Quaderno FinTech* n. 3, gennaio 2019.

already regulated activities. In essence, this is an extensive approach (in this sense, osmotic), which disregards the concrete implementation of the process and, therefore, the choice of individual means used, to focus on the substance and content. Technology, almost, fades away and is relegated to an accessory circumstance.

A “*futuristic*” approach, which is, in a certain sense, in open discontinuity with previous approaches. New technologies can only correspond to new rules (“*new functionality, new rules*”): the “*novelty*” can realistically imply risks that are already known, as well as problems that are still unknown and, consequently, not covered by effective and efficient protection mechanisms. Hence the need for a legislative interventionism, aimed at filling, in a precise and specific way, the new market dynamics.

#### 4. *The partiality of approaches and their temporal scanning of the regulatory phenomenon*

The three definitions above, do not imply alterity, but, on the contrary, complementarity. We have already had the opportunity to point out, in fact, as each of the three approaches present criticalities, which would compromise their use in atomistic key.

The “*wait-and-see*” approach has the advantage of guaranteeing the public institutions a more than adequate period of time for the adaptation process (*rectius*, of transition), with the possibility of better investigating the phenomena and intervening, therefore, in a more focused manner; however, the counter-risk is evident: delaying the intervention in front of a phenomena that is already faster in itself could be equivalent to increasing (rather than contracting) the intervening delay. The *wait-and-see* phase of the study can just be viable only in the preliminary moment of the development of a service and/or product,

Similarly, the second way of dealing with fintech, rightly defined as “*osmotic*”, reveals its fallacy in the possible underestimation of the differences between two different ways of conducting the same economic function. Although it is the most widespread approach and the most convenient (at least in the short term), the application of uniform conditions to “new” and “old” types of contracting, to “new” and “old” operators, contributes to frustrate the innovativeness underlying the technological component itself. Indeed, evading new

risks do not help to defuse them; artificial intelligence, as well as blockchain, are particularly incisive on the executive phase of contractual relationships, introducing new service risks, which, by physiognomy, require new analyses and new regulatory measures.

Lastly, there is the third approach, the one defined as “*futurist*”, also in consideration of its complete referability to the final phase of the regulatory process. Being completely detached from the first two, the identification and development of new rules is the natural conclusion of the process: a phase, in substance, executive, which is the most natural outcome of those of study and implementation.

The effective contextual and coexistence of the three different regulatory approaches has already been sufficiently proven by the experience of the so-called crypto-assets<sup>9</sup>, which started out as a phenomenon of little importance and were the subject of a phase of study and in-depth analysis by national and supranational authorities; they expanded rapidly (in view of the large number of requests on the market) and gradually came into conflict with the regulations in force; finally, they were incorporated into an *ad hoc* legislative and regulatory apparatus, which was able to detail the innovativeness without, at the same time, thwarting the traditional financial discipline<sup>10</sup>.

##### 5. *Banking/financial contracts at the test of digitalization*

MiFID II, as is well known, has introduced, in the overall work of strengthening the protection of the investor, a sort of regulatory paternalism, by means of reinforced contractual transparency which require the execution of a contract, that shall necessarily be in written form. This translates, for the purposes of the valid conclusion of the contract, into the inadequacy of the information technology solutions, mainly used (such as, for example, flags to be ticked, pop-ups, icons to be selected), because they are not sufficient to guarantee compliance with the civil law requirements, in terms of form *ad substantiam* and

---

<sup>9</sup>V. M. DE MARI, *Prime ipotesi per una disciplina italiana delle Initial Token Offerings (ITOs): token crowdfunding e sistemi di scambio di crypto-asset*, in *Rivista ODC*, 2019, fasc. 2.

<sup>10</sup>See, A. PERRAZZELLI, *op. cit.*

signature, provided for by the civil code (ex art. 1350 and 2702 Italian Civil Code) and by the sectoral regulations (art. 23 TUF)<sup>11</sup>.

Digital bargaining does not require the contextual physical presence of the contracting parties, it pursues a fast realization of the effect of the contract and it uses techniques of communication at a distance, to reach a finalization of the agreement; it appears as there are not the margins for a formalization in writing and a traditional collection of the signature of the customer. It seems far away from the re-propositions of civil law stereotypes of contract conclusion, such as the exchange of proposal and acceptance through correspondence: this would certainly be a solution of immediate realization, but which would be outside the scope of smart contracts. The computerization of the contract would, on the other hand, be implemented with recourse to electronic signature, using the tools provided by the Digital Administration Code (CAD)<sup>12</sup>: a perspective already adopted in payments through internet banking, with the production of a temporary identification code (so-called OTP).

## 6. Regulatory initiatives of the European Union

Starting from an analogical approach that included some “futuristic” vision, the European Commission has launched several initiatives aimed primarily at clarifying the application of existing regulations to new financial activities and, at the same time, at reinforcing the system of complementary controls. In this sense, the Digital Finance Strategy and the Retail Payment Strategy represent two true cornerstones. More specifically:

- the Digital Finance Strategy aims to make the digital transition easier, in the continuous search for solutions that can, effectively, contribute to adapt the pre-existing regulatory framework to the new technologies. The two main areas of intervention have been crypto markets (so-called “MiCAR”)<sup>13</sup> and digital operational resilience (so-

---

<sup>11</sup> V. AA.VV., *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, in *Quaderno FinTech* n. 3, gennaio 2019.

<sup>12</sup>V. G. FINOCCHIARO, *Il contratto nell’era dell’intelligenza artificiale*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2018, fasc. 2, 441.

<sup>13</sup>MiCAR is aimed at the harmonization of the Community (rectius, Union) of the regulatory framework relating to the issuance of crypto-assets, with an expansion of the subjects and activities supervised and the management of trading platforms. See,

called “DORA”)<sup>14</sup>. The significance of this ambitious project is to be found in the mixture of two of the three approaches mentioned above: the *leitmotif* of the Union's work is, in fact, the search for a balance between the application of existing rules to activities that are operationally new (although functionally “old”) and the proposal of new rules for phenomena that cannot be effectively subsumed within the group of those already known (and regulated). This complex balance is, in good substance, an excellent metaphor for the state of the art in the field of Fintech and smart contracts. The activity of methodical innovation, based on the principles of proportionality, adequacy and, as far as possible, standardization, is clearly affected by the difficulties of definition and perimeter of activities and phenomena now widespread, but susceptible to sudden developments, changes and reversals methodological and operational: there is, in essence, a step-by-step update, with phases of study and settlement, interspersed with the clearance of new proposals.

- The Retail payments strategy is based, on the other hand, on a different factual observation, namely that payments methods are a driving sector in the digital evolution. In a nutshell, the strategy focuses on four different areas of development (i.e., increasingly digital and instant payment solutions with pan-European reach; innovative and competitive retail payments markets; efficient and interoperable retail payment systems and other supporting infrastructure; and efficient international payments, including remittances). The adoption of increasingly instantaneous payment solutions, which disregard any legacy of materiality, fully describes the competitive and innovative vocation, as well as the promotion of new and different market dynamics. The PSD2 Directive, although very recent, is already beginning to show some symptomatic traits of anachronism compared to the quick developments in the macro-area of payment services, requiring revisionist adjustments with reference to the regulation of instant payments and crypto-activities. This is an unequivocal sign of

---

F. ANNUNZIATA, *Verso una disciplina europea delle cripto-attività. Riflessioni a margine della recente proposta della Commissione UE.*, in *Diritto Bancario*, Approfondimenti, ottobre 2020.

<sup>14</sup> DORA aims to introduce uniform, cross-cutting ICT security standards for financial sector players, with the provision of a European regime of direct oversight of service providers.

the profound difference in speed, already pointed out in the introduction, between the times of standardization and those of innovation.

From the national perspective, the recent interventions aimed at introducing a regulatory sandbox and the simultaneous simplification of the onboarding processes for bank customers are certainly worth on mention. The reference is, in particular, to art. 36 of Law Decree no. 34/2019 (the so-called “Growth Decree”), as amended by conversion law no. 58/2019, which introduced the “sandbox”, i.e. a space for the experimentation of innovative technological applications in the credit, financial and insurance sectors<sup>15</sup>.

Lastly, as part of the so-called emergency legislation, Law Decree no. 76/2020 (the so-called “Simplification Decree”) introduced specific simplification measures, mainly aimed at facilitating the widespread use of advanced electronic signatures and forms of digital identity (such as, for example, the SPID or the CIE) for access to banking services.

### 7. *Smart contracts features*

Smart contracts<sup>16</sup>, originally conceived as computer protocols aimed at implementing an automation of the executive phase of some standardized, univocal, measurable, contractual clauses<sup>17</sup>, can be defined as self-enforceable software<sup>18</sup> implemented on a blockchain platform. In other words, they pair certain outcomes with certain

---

<sup>15</sup>This is a favorable authorization regime, pursuant to the textual provisions of art. 36-bis, paragraph 2-bis, «*experimentation relating to techno-finance activities (FinTech) aimed at pursuing, by means of new technologies such as artificial intelligence and distributed registers, the innovation of services and products in the financial, credit, insurance and regulated markets sectors*». V. E. BATTELLI, *Le nuove frontiere dell'automatizzazione contrattuale tra codici algoritmici e big data: gli smart contracts in ambito assicurativo, bancario e assicurativo*, in *Giust. civ.*, 2020, fasc. 4, 681 ss.

<sup>16</sup> See, L. CASALINI, *Blockchain and smart contracts*, in *Rivista di Diritto del Risparmio*, 2019, n. 9.

<sup>17</sup>The original definition was the work of Nick Szabo, during the 1990s. According to the Author, «[...] the basic idea of smart contracts is that many types of contract clauses (such as liens, encumbrances, property rights delineation, etc.) can be built into the hardware and software we are dealing with, in such a way as to make breach of contract costly (if desired, sometimes prohibitively expensive) for the violator».

<sup>18</sup>In that sense see, C. AMATO, *op. cit.*, 1259.

conditions: they perform specific actions, pre-set by the parties, upon the verification of certain events, by means of an algorithmic code. The predetermination of conditions, in fact, leads to the realization of the contractual *synallagma*<sup>19</sup>; the formula is (almost) algebraic: if this, then that.

This method of contracting and/or executing the contract<sup>20</sup> eliminates any possibility of non-fulfillment<sup>21</sup>, making it logically, even before being legally, impossible. In fact, the smart contract, once programmed and started, executes itself automatically, according to the commands indicated in its code (according to the principle elaborated by Lawrence Lessing “code is law”): once the agreement between the parties is reached, through a process of cryptographic identification<sup>22</sup>, the contract is concluded and, moreover, unchangeable. For the sake of completeness, we cannot fail to mention how this last reading lends itself to being an alternative to another specular one, according to the basic choice of understanding (or not) smart contracts as alternatives to contract law<sup>23</sup>. In fact, to Lessing's approach, one could knowingly reply with the empirical consideration for which the correct execution of the “code” is not always superimposable on the correct execution of the contract, since there could well remain an area, however limited, of “non-fulfilment” (also in accordance with art. 1374 Italian Civil Code), the evaluation of which would be referred, however, to the enforcement of the judging authority (which, however contingent, however, would persist)<sup>24</sup>.

---

<sup>19</sup>They may, however, also concern only one or more phases of the contract.

<sup>20</sup>The issue is conceptually debated in doctrine and is exacerbated in the banking-financial sector. As will be discussed in more detail in the course of the discussion, the automatic transfer of funds, which is one of the main applications of smart contracts, represents, rather than a contract, a mere act of execution of a contract (the current account contract, in this case).

<sup>21</sup>In such respect, D. DI SABATO, *Gli smart contracts: robot che gestiscono il rischio contrattuale*, in *Contr. Impr.*, 2017, 2, 378; P. CUCCURU, *Blockchain ed automazione contrattuale. Riflessioni sugli smart contract*, in *Nuova giur. comm.*, 2017, 1, 107.

<sup>22</sup>See, G. FINOCCHIARO, *op. cit.*, 441.

<sup>23</sup>V. D. FAUCEGLIA, *Il problema dell'integrazione dello smart contract*, in *Contratti*, 2020, 5, 591.

<sup>24</sup>See, M. MAUGERI, *op. cit.*



The regime of absolute immodiability (which, however, seems to become a less and less intangible canon)<sup>25</sup> and indissolubility implies the emergence of specific problems relating to the eventuality of contractual contingencies<sup>26</sup>, which, in a certain sense, represent an source of risk of each economic operation, especially where there is a large time lapse between the conclusion of the contractual agreement and its execution. In this sense, it has been argued by a part of the doctrine that smart contracts could even allow a better management of contractual contingencies, being able to rely on the ability of the algorithmic program to consider an almost infinite series of variables; however, the mathematical rigidity of the code seems to make the forecasting of the potential risks of a duration contract more complex, because the contracting parties should, in any case, not only know and hypothesize them, but also translate them into binary code<sup>27</sup>.

Referring to smart contracts, it is necessary to make a systematic distinction between software, which governs the negotiation circumstances, and the reality of things, which, complementarily, characterize (or can characterize) the economic environment that serves as a framework for the contractual transaction. Digitization can minimize the occurrence of unforeseen risks by managing them in a preventive way, with the choice of the contractual scheme to be used and, therefore, of an optimal risk allocation model; at the same time, it

---

<sup>25</sup>It is opportune to point out, at least incidentally, how the development of the blockchain is progressively orienting itself towards functional solutions to achieve a dissolution of the contract or, alternatively, its ineffectiveness ab origine. In this way, one can include the possibility of resorting to an instrument for the removal of the smart contract, which would satisfy any requirement linked to the invalidity of the contract, as well as the specific permissive functions of a modification of the computer codes, capable of resolving other flaws (such as the error of a contracting party) or allowing the reduction to equity, the termination for excessive onerousness and rescission. For an in-depth study of the institutions in question. F. CARNELUTTI, *Preclusione dell'offerta di riduzione ad equità*, in *Riv. dir. priv.*, 1953, II, 108; A. DALMARTELLO, *Lesione, riduzione del contratto all'equità e svalutazione monetaria*, in *Temi*, 1948, 37; E. REDENTI, *L'offerta di riduzione ad equità*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1947, 576.

<sup>26</sup>See, F. CALISAI, *Rischio contrattuale e allocazione tra i contraenti*, Napoli, 2016, 21.

<sup>27</sup>See, M. GIACCAGLIA, *Gli Smart Contracts. Vecchi e nuovi(?) paradigmi contrattuali nella prospettiva della protezione dei consumatori*, in *Diritto mercato e tecnologia*, 2020.

can define *ex ante* the conditions relating to the effectiveness of the contract (or, alternatively, of its individual parts) upon the occurrence of an event<sup>28</sup>. The recourse to the condition is a sort of *passpartout*, which, for the contracting parties, opens the way to: *iusvariandi* (with an indirect flexibility of the smart contract, before the occurrence of circumstances not foreseen and not determinable at the time of stipulation) and right of withdrawal (with the characterization as a merely potestative resolutive condition, admissible by art. 1355 Italian Civil Code)<sup>29</sup>.

Ultimately, an algorithmic punctuation of preventive risk management can aspire to be an effective counterbalance to the immodiability and irrevocability inherent in the protocol<sup>30</sup>; everything that persists outside or beyond the algorithm can no longer have any autonomous relevance.

From a legislative point of view, in the Italian legal panorama, a definition is contained in art. 8ter D. L. Semplificazioni 14 December 2018, no. 135, converted with l. 11 February 2019, no. 12 (headed «Technologies based on distributed registers and smart contracts»); pursuant to the aforementioned provision, «technologies based on distributed registers» can be defined as «IT technologies and protocols that use a shared, distributed, replicable, simultaneously accessible, architecturally decentralized register on a cryptographic basis, such as to allow the recording, validation, updating and storage of both plaintext and further cryptographically protected data verifiable by each participant, not alterable and not modifiable. [...]». It is, moreover, provided that «the storage of a computer document through the use of technologies based on distributed registers produces the legal effects of

---

<sup>28</sup>V. G. CASTELLANI, *Smart contracts e profili di diritto civile*, in *Comparazione e diritto civile*, aprile 2019.

<sup>29</sup> Cfr. S. PAGLIANTINI, voce *Modificazione unilaterale del contratto (diritto civile)*, in *Enc. dir.*, Annali, VI, 2013, 527 s.; A. BARENGHI, *Determinabilità e determinazione unilaterale del contratto*, Napoli, 2006; G. IORIO, *Le clausole attributive dello ius variandi*, Milano, 2008; P. GAGGERO, *La modificazione unilaterale nei contratti bancari*, Padova, 1999; A. A. DOLMETTA, *Linee evolutive di un ius variandi*, Milano, 2012; A. SCARPELLO, *La modifica unilaterale del contratto*, Padova, 2010; D. BARBERO, voce *Condizione (diritto civile)*, in *Novissimo Dig.*, III, Torino, 1959, 1101; S. MAIORCA, voce *Condizione*, in *Digesto/civ.*, Torino, 1998, vol. III, 281.

<sup>30</sup>See, M. BESSONE, *Adempimento e rischio contrattuale*, Milano, 1969.

electronic time validation referred to in Article 41 of Regulation (EU) No 910/2014 of the European Parliament and of the Council of 23 July 2014. Within ninety days of the date on which the law converting this decree comes into force, the Digital Italy Agency shall identify the technical standards that technologies based on distributed registers must possess for the purposes of producing the effects referred to in paragraph 3.» This is a qualifying attempt that does not erase all definitional problems, since, as accurately observed by attentive doctrine, it can lend itself to contrasting interpretative readings: if from a more strictly literal point of view, the informative execution of the code would seem to bind the parties (without, as highlighted, the possibility of a subsequent modifying intervention), with a coincidence between the conclusion of the contract and the execution of the algorithm, quite antithetically, a different interpretation could lead to consider the algorithmic protocol side by side with the contractual regulation<sup>31</sup>.

On a comparative basis, in Arizona, a different legislative definition was given, whereby «Blockchain technology means distributed ledger technology that uses a distributed, decentralized, shared and replicated ledger, which may be public or private, permissioned or permissionless, or driven by tokenized crypto economics or tokenless. The data on the ledger is protected with cryptography, is immutable and auditable and provides an uncensored truth». This last concept is interesting because it implies a distinction between: a) the so-called “permissionless blockchain”, i.e. those in which anyone can participate in the process of validation of transactions and anyone can become a node of the network<sup>32</sup>; b) the so-called “permissioned blockchain”, i.e. those in which anyone can become a node of the network. “blockchain permissioned”, characterized, on the other hand, by an access to the network restricted to some authorized participants and by a validation process delegated to a restricted group of actors (with important inferences also on the identifiability of the parties)<sup>33</sup>; c) finally, some hybrid solutions (such as Ripple), in which anyone can participate in the network, but only some can deal with the validation of transactions.

---

<sup>31</sup> V. E. BATTELLI, *op. cit.*, 681 ss.

<sup>32</sup> Among the most popular permissionless blockchains are the cryptographic mounts Bitcoin and Ethereum.

<sup>33</sup> These include Rope and Hyperledger.

If we want to draw the lines of what has been described up to this point, the smart contract is a contract without human intermediation (confined to the initial phase of negotiations), endowed with a “life of its own”, given that the contractual program is codified through computer algorithms in which the execution of the contractual conditions occurs automatically. The algorithm absorbs the risk of non-performance, governs the contract and takes care of its execution, without requiring any external intervention and/or any maintenance heterodirection.

In the case of the banking-financial sector, these same characteristics do not constitute limits but, on the contrary, make the management of exchanges more effective, giving the sector an almost precursor status. Smart contracts are particularly suitable for “executing” standardized and unambiguous contractual clauses, measurable and automatically executable by a program, i.e. they reflect all the typical characteristics of the financial sector, where they tend to refer to unambiguously defined mathematical parameters, without leaving significant room for discretion or uncertainty. Similarly, there is another condition of compatibility, namely the use of registers and complex accounting systems, easily implemented through blockchain.

By way of example, in a sense of the benefits of digitalization, reference can be made to the so-called “Nasdaq Linq”, the platform that allows the exchange of shares of unlisted companies, in a closed market, at drastically reduced costs. The Australian stock exchange (ASX) has decided to focus on a post-trading system based on blockchain to replace the current clearing system; SWIFT, likewise, has invested in blockchain to improve the reconciliation of its overseas correspondent current accounts, in real time, with the ultimate aim of optimizing liquidity management. The reduction in the time required for each securities settlement transaction would be accompanied by the automation of back-office processes, resulting in a minimization of the risk of errors and litigation.

#### *8. The language of smart contracts: the codification of contract clauses*

It is evident that the drafting of the smart contract must imply a “compromising” choice in terms of the language of the contractual

conditions. The so-called coding of the lines of code containing the instructions for the functioning of the software requires particular attention, given that, once the execution has begun, there will be no possibility of modifying the contract, nor the possibility of revocation by the parties. The lexical choice must certainly be oriented by the pursued automation of the contractual execution: the predetermined clauses must be computerized and, therefore, translated into a language immediately comprehensible to the protocol algorithms. It follows that all the stylistic and content formulas that may, due to their too broad or too ambiguous conformation, give rise to interpretative and operational misunderstandings, are excluded “upstream”. The denial of non-fulfillment, therefore, suffers from a first structural limit: the related lack of flexibility of the contractual text<sup>34</sup>, with a necessary opening towards a more marked negotiation approximation.

#### 9. *The critical issues underlying the use of smart contracts*

The use of blockchain and smart contracts would imply an increase in the subjective requirements for access to negotiation and, consequently, a worsening (at least, in an abstract way) of the position of the consumer, who could see his information-knowledge gap widen, in the face of the need to learn and manage a specific technical-computational language. For structural and functional characteristics, smart contracts would seem, *prima facie*, to assume almost “anti-democratic” connotations, in order to be better suited to “*business to business*” relationships (so-called “B2B”), i.e. between professional contracting parties, possessing the necessary technical and professional capacity to understand and, above all, govern the cryptographic format<sup>35</sup>. On the other hand, the automation of the executive phase requires the availability of a considerable quantity of data, to be managed in terms of its custody and archiving. In this respect, the use of blockchain and smart contracts does not neutralize the typical risks of financial markets, but could, paradoxically, be functional to their exacerbation.

---

<sup>34</sup>See, J.M. SKLAROFF, *Smart contract and the cost of inflexibility*, in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. CLXVI.

<sup>35</sup>Cfr. M. DUROVIC E F. LECH, *The Enforceability of Smart Contracts*, in *Italian Law Journal*, 2019, 2, 509 ss.

The centrality (and accessibility) of personal data is undoubted, given the preordained need for prediction and personalization of the proposal, first, and of the contractual *synallagma*, later. Although, as pointed out, the blockchain can boast an extremely reliable architecture, from the point of view of computer security, it cannot be a priori excluded that an instrumental use of technological evolution can lead to a fraudulent forcing of the cryptographic algorithms, at the basis of the blockchain. Similarly, the programming, “upstream”, of the smart contract, remaining a process substantially entrusted to human activity, remains fallible, with the possibility that one or more errors may occur, generating operational risks, with a domino effect. If the outcome of the adoption of a smart contract is the simplification of the procedure of formation of the contractual agreement and of its effective implementation, nevertheless, the principle is represented, by particularly sophisticated technologies, the management and monitoring of which require specialist skills (not yet fully diffused) and not negligible resources.

10. *Disintermediation, financial inclusion, robo-advice, stock options, and derivatives*

A mixture of the wait-and-see approach, with recourse to soft regulation and forward-looking supervision, based on technological neutrality and proportionality with respect to potential risks<sup>36</sup>, can be found in automated advice (so-called “robo-advice”). “Robo-advice”, which is often indicated as a phenomenon potentially able to fill the so-called “advice gap”, or rather, to be able to reveal an effective instrument of financial inclusion, being able to reach an audience of recipients including those “excluded” from traditional intermediation. More specifically, this refers to the wide range of so-called “underserved” investors, who are unable to access the financial service in its standard version, since they do not have the necessary requisites: holding adequate assets; having sufficient funds compared to the price at which the product and/or service is offered. Robo-advice breaks down all preclusions, providing access to capital thresholds and costs

---

<sup>36</sup>V. AA.VV., *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, in *Quaderno FinTech* n. 3, gennaio 2019.

that are lower than those of traditional advice and, as a result, are more attractive for investors, willing to (re)enter the market dynamics, through a digital platform. In the financial sector, digitization becomes almost a wild card, metaphorically inviting those who would otherwise have been excluded to participate.

The counterbalance to this wide-ranging, inclusive vocation can be intuitively found in the pricing of the value of financial consultancy, to be understood as the right compromise between the human component and automation, to be tested on three different levels (attitudinal, emotional, and rational)<sup>37</sup>:

- under the first profile, curiosity and openness towards innovation and its discoveries play a role of primary importance;

- from the emotional point of view, there is a tendency to weaken the digital service, which, due to its conformation, lends itself to the lack of a human reference point that is stable over time, which, in turn, implies having to take decisions in complete autonomy, without a fixed point of reference or support. This leads to the fear of losing control of one's own portfolio, as well as apprehension about computer security and the handling of personal and sensitive data.

- The rational aspect intervenes, instead, as a buttress, for its proven objectivity, as well as for the capacity, also in this case for conformation, of not being able to replicate eventual negative previous experiences. The merits of robo-advice are, therefore, to be found in the objectivity of the recommendations, in the continuity of the (automated) monitoring of the portfolio, in the accessibility to the market (in terms of minimum asset thresholds and related costs), and in the autonomous decision-making management.

Automated consultancy, in addition to being more “democratic”, offers an “aseptic” service. The objectivity of the algorithm and the direct accessibility through the platform represent, from this point of view, qualities of primary level.

Now, the preference seems to be for a compromise solution, that is, the recourse to a “hybrid” model, which can combine prevalent automated part with another residual part which is still human: the

---

<sup>37</sup>Sul punto, M. CARATELLI, C. GIANNOTTI, N. LINCiano e P. SOCCORSO, *Valore della consulenza finanziaria e roboadvice nella percezione degli investitori. Evidenze da un'analisi qualitativa*, in *Quaderno FinTech n. 6*, dicembre 2019.

digital channel still coexists with physical supervision, which, in its assisting and guiding function, acts as a collector between innovation and tradition. This solution seems preferable, also in view of the central role of financial education, which is necessary for a better understanding of financial dynamics and their possible realization through new technologies. One cannot knowingly believe that one can effectively bridge the social, cognitive, informational, and economic gap only with free access to the new market, without adequate (and, above all, pre-arranged) theoretical and pragmatic preparation, which allows for a correct planning of one's financial plan. Still today, the silent presence of the consultant must be, therefore, understood also in an assistential key, just in favour of the subjects holding less informative and cognitive power, which are, as highlighted, the main referents and recipients of the automation processes. Ultimately, unlike electronic payments (see below), we are witnessing a “new” intermediation, rather than a true disintermediation, with cascading consequences also on the regulatory level (which, as seen previously, is, at times, still characterized by opacity).

As a manifestation of fintech in the strictly financial field, the robo-advice can be placed side by side with two typical dynamics, the stock options, and the derivatives, which have elements such as to adapt perfectly to the predetermination exasperated by the smart contracts. In fact, the former, as known, give the right to purchase shares (or, however, securities representing risk capital), in a given time frame, at a given price: three predefined and circumstantiated elements, from the initial phase of granting the right, to the final phase of its possible exercise, passing through the intermediate phase of the offer. In a not dissimilar way, derivative contracts lend themselves very well to automation, being privileged by the high documentary standardization and by the easy transposability in computer code<sup>38</sup>; more specifically, the value of the instruments *de quibus* depends on the variations of the so-called underlying; in the case of the so-called commodity futures, a party is committed to purchase certain goods, within a certain term, at a certain price: also in this case, three predefined and circumstantial elements.

---

<sup>38</sup>V. D. AQUARO, *Smart contract: cosa sono (e come funzionano) le clausole su blockchain*, in *ISole24Ore*, 24 giugno 2019.



Lastly, the management of company dividends could be more immediately subsumed within the smart contract framework, with an automated crediting operation, subject to the realization of the conditions set in the algorithmic protocol.

#### 11. *Smart contracts in banking services*

The advent of smart contracts in banking services has induced a process of “banking decentralization”, which, in turn, develops on two fronts, interconnected between them: the one of the traceability of operations, in the first place; the one of transparency, in the second place. The fact that smart contracts are, by conformation, dependent on the simultaneous management of a considerable volume of data (personal and sensitive) is an aspect that has already been highlighted; the adoption of the digital tool contributes to facilitating the traceability of information relating to the various economic transactions and, consequently, the profiling of individual users.

The response of the banking sector has been the creation of what could be defined as “Open Banking”, a definition that aims to summarize the innovations that have affected the system and that have, in fact, imposed a coexistence between old and new operators (among the latter, the so-called “*Third Party Providers*”<sup>39</sup>).

The so-called “*mobile payment*” represents the cornerstone of the application of smart contracts in banking services. The possibility, simplified and immediate, of being able to make agreements concerning money transfers between two subjects, is the best example of banking digitalization and which best responds to the new contractual executive mode: the amount is mathematically defined; inserted and processed in an algorithm code; blocked, until the realization of the suspensive condition defined by the contracting parties. The disintermediation (which represents, therefore, a sort of *fil rouge* of the discussion) of the so-called “*instant payment*” is flanked by bank guarantees and the deposit. With specific reference to the accessory guarantee contracts, the interested parties would insert all the conditions in the algorithm,

---

<sup>39</sup>Third Party Providers can be divided into two categories: a) the so-called “Payment Initiation Service Providers”, which offer services for the provision of payment orders; b) the so-called “Account Information Service Providers”, which, conversely, make available information services on current accounts.

on the occurrence of which the executive mechanism would be activated (and the guarantee enforced, linked to the current accounts of the parties involved). Likewise, in the deposit, the sum would be deposited virtually, with subsequent (re)transfer to the current account of the party identified by the IT protocol. The immediacy and simplification of the operations presuppose, however, a parallel reinforcement of the standards of protection (which should guarantee a level equivalent to that foreseen by the traditional contractual form, of the written form)<sup>40</sup> and an implementation of the controls (especially in consideration of the potential *vulnus* connected to the computer security).

Incidentally, it should be noted that creditworthiness (i.e., the assessment of creditworthiness) also represents a particularly profitable sector segment. The European Commission has taken steps to achieve the introduction of uniform rules on the introduction on the market and the subsequent use of artificial intelligence systems, imposing risk-based assessment procedures and forms of certification for artificial intelligence (AI) applications considered to be the most risky; among those with the highest risk, mechanisms for assessing the creditworthiness of individuals should be included. Algorithmic evaluation of creditworthiness is already widely adopted in lending marketplace activities, which take the form of a wide range of services, from direct management of cash flows, matching of applications, diversification of investments according to investment objectives, category and risk appetite, duration of the investment and sector of activity (which can be summarized in the definition of “account management financial services”), to co-lending and preparation of secondary markets<sup>41</sup>.

---

<sup>40</sup>See S.L. FURNARI, *Validità e caratteristiche degli smart contracts e possibili usi nel settore bancario finanziario*, in E. CORAPI e R. LENER (a cura di), *I diversi settori del Fintech*, Padova, 2019, 106.

<sup>41</sup>See E. MACCHIAVELLO e A. SCIARRONE ALIBRANDI, *L'inquadramento giuridico delle attività svolte dai lending marketplace. Linee di fondo*, in *Quaderni FinTech* n. 5, July 2019.

### 12. *Fintech in insurance: automated claims management*

At the end of the discussion, the insurance sector, which smart-contracts' cornerstone is in the equivalence between the profiling of the insurance customers and the flexibility of the offer. The opportunity to profile each individual user in detail, on the basis of the data collected, and to activate specific predictive algorithms, on the basis of the results obtained, allows a more precise definition, differentiation and stratification of the policy offer, with an optimization both of the quantification of insurance premiums (more customizable and modifiable over time), and of the management of risks. In other words, the insurance sector is the one (perhaps) most devoted to a "*client-centrism*", a user-friendly model, which is best suited to individual personal insurance needs.

However, the technological breakthrough demonstrates all its potential risks, which can be found, in particular: a) in the possible distorting dynamics of the offer; b) in the violation of the principle of mutuality; c) in the emergence of variously discriminatory profiles (through the packaging of algorithms); d) in the conflict with the principle of compulsoriness of some policies; e) in the erosion of the physiological insurance risk. The automatic activation of insurance cover against damage caused, for example, by a road accident or the automatic crediting of compensation in the event of flight cancellation<sup>42</sup> are prospects (in part already achieved) which must still be compared with inescapable problems of privacy protection, underlying every process of automation and simplification in the management, depersonalized, of policies.

### 13. *Concluding remarks*

The systemic framework is evidently inherent in a certain, complex, fragmentary nature, physiological in the context of a process (that of digitization) which is still in progress, and which creates conflicts with the traditional regulation and civil law architecture. As already

---

<sup>42</sup> In this case, the smart contract could query an "application programming interface" (API) to obtain information on departure times and, consequently, in the event of a flight delay guaranteed by the policy, execute the contract and indemnify individual insured.

mentioned in the first paragraphs, a fundamental choice must be made, consciously: adopt smart contracts or refuse to do so. Pretending to be able to discipline a new phenomenon with anachronistic interpretations seems to have all the characteristics of an operation which, in the long run, will be fruitless.

The smart contract is a contract of data, self-managed, with a mathematical outcome; it is not a contract of people, progressive and fluctuating, with an uncertain outcome<sup>43</sup>. Perhaps, even the same canonical definition of contract, of codicil matrix, turns out to be inadequate, where it generates contrasts on the identification of the parties (attributed to electronic certifications), on the object of the contract (preferably to be translated into data), on the finalization of the agreement (with a contraction of executive times), on the form (which loses its sacredness of *vestimentum*, sacrificed to immediacy). As already hypothesized by many, a more atomistic approach should be preferred, a sort of contract law. It would be a vain claim to lead technology and its findings back to something that is structurally and functionally incapable of recognizing and regulating it. What is needed, in essence, is a new idea of contract, just as, as we have seen, a new idea of intermediation was needed. Consequently, some related concepts should also be abandoned, for example that of “contingencies”: Indeed, once the contractual terms and conditions have been predefined, there is no margin to make *ex post* modifications to the codified agreement, precisely because of its self-enforceable nature, and, therefore, for an effective management of the events that have occurred, which the algorithm does not know, does not detect and does not codify; but even in the event that the contingencies were foreseeable and foreseen, they would obviously no longer be such, in the codified sense, having to be classified as mere conditions.

In a composite systemic panorama, it is undeniable how the Supervisory Authorities must play a central role, legitimized also by their privileged perspective position. In fact, in consideration of their institutional role, they can fulfil a precursor function, of “lookout”, having the possibility to intercept, with suitable advance, the innovative phenomena and, at the same time, for their task of mediators between

---

<sup>43</sup> See, F. DI CIOMMO, *Smart contract e (non-)diritto. Il caso dei mercati finanziari*, in *Nuovo diritto civile*, 2019, n. 1.

opposing instances, they have the possibility to search, in an open, dialogic and constructive way, the best compromise solutions, to support and/or tame the transformations of the market. In their being crossroads, the Authorities become (at least abstractly) the best candidates for the implementation of the so-called “*facilitators of innovation*”<sup>44</sup>. Similarly, Authorities are requested to play an active role in the transition process, to guarantee sustainable digital development, under the banner of democracy, which can even out disparities (aiming at the inclusion of the weaker and less intercepted by traditional mechanisms), instead of exacerbating the information, knowledge and, also, application gap between the different categories of market players (with a fundamental role, therefore, also in terms of financial literacy and potentially of sectoral knowledge and skills). They must, moreover, channel the use of new technological advances towards improving the financial world.

---

<sup>44</sup> A. PERRAZZELLI, *op. cit.*



RECENSIONI

**Il codice del capitale. Come il diritto crea ricchezza e disuguaglianza: a proposito di un recente libro di Katharina Pistor**

Che il diritto sia uno strumento potente per garantire l'ordine sociale non è dato mettere in discussione. Come pure può stimarsi del tutto sicuro che il diritto assolve un ruolo cruciale per l'organizzazione dei mercati e delle risorse che ivi vengono scambiate.

Il libro di Katharina Pistor non si limita tuttavia a tracciare un quadro dei rapporti tra "libertà" e "autorità", tra "disordine" e "ordine" che, a ben vedere, segna l'evoluzione del diritto privato dalla modernità ad oggi. Bensì si muove su un territorio diverso, quello cioè della dialettica tra capitale e diritto. La tesi dell'autrice è tanto intuitiva quanto gravida di conseguenze: il capitale è codificato nella legge. La terra, il debito privato, le abilità, la conoscenza, il codice genetico della natura sono risorse che esistono di per sé fuori dalla legge. Ma è tramite il diritto che queste risorse possono trasformarsi in capitale e creare ricchezza per chi le detiene. Senza il diritto, insomma, non c'è capitale.

Mettere insieme queste due constatazioni significa cercare risposta a due quesiti particolari: "Come è stata creata inizialmente la ricchezza? E perché il capitale spesso sopravvive a scosse e cicli economici che lasciano tutti gli altri alla deriva, senza i guadagni accumulati in precedenza?" (p. 14). Quesiti che denotano *mal-être* su più livelli: come i fenomeni di profonda disuguaglianza che si sono raggiunti a séguito di una impennata di riforme economiche e legali nei paesi che si considerano democrazie; come, soprattutto, i privilegi che la legge finisce per accordare a taluno, nonostante tutti siano uguali al cospetto di essa. Nel suo rapporto con il capitale, il diritto viene così a invertire e, in fondo, a tradire i propri postulati di fondo, solo apparentemente democratici: uguaglianza che crea disuguaglianza, concorrenza che strutturalmente crea monopoli, ordine pubblico che sancisce e protegge la totale privatizzazione del vivere comune (economico, ma non solo).

Posta la situazione descritta, Pistor va alle radici del codice giuridico del capitale, che identifica come una miscela formata da due

ingredienti: le risorse e il diritto. Tramite moduli giuridici – fra i quali, il diritto patrimoniale (contratti, proprietà, garanzie, *trust*, successioni), societario, fiscale e fallimentare – gli *asset* vengono trasformati in capitale, così da favorire processi di accumulazione di ricchezza per chi li detiene.

La via prescelta dall'autrice muove dalla constatazione che solo il richiamato sistema modulare è idoneo ad assegnare a una determinata risorsa quei quattro connotati fondamentali idonei al processo di trasformazione. Si tratta, in particolare, di: (i) *priorità*, cioè di un diritto (: privilegio) che antepone il titolare rispetto agli altri concorrenti nella gerarchia delle rivendicazioni; (ii) *durevolezza*, che protegge la vita delle risorse nel tempo, come avviene con il conferimento dei beni in *trust*, ovvero con le *corporation* moderne che tramite lo scudo della personalità giuridica difendono le proprie risorse da tutti tranne che dai creditori diretti (così vale per gli azionisti e i creditori particolari degli azionisti); (iii) *universalità*, cioè di un attributo che consente di estendere *erga omnes* i primi due connotati attraverso meccanismo di *forum shopping*. Da questo angolo visuale, la duttilità dei moduli giuridici nel contesto transazionale consente di imporre come sistema d'uso comune quello preferibile; (iv) *convertibilità*, ossia il potere di trasformare (*i.e.* liquidare) la risorsa in valuta legale, cioè in valuta pubblica.

Nella curvatura del ragionamento, solo una volta trasferito il codice genetico-legale a una data risorsa (: armata degli attributi giuridici richiamati) essa assume valore creando ricchezza per chi la detiene. Radicalizzando, quindi, è tramite le istituzioni legali che si dà vita al capitale e al capitalismo: “La legge è la stoffa dalla quale viene ricavato il capitale; assegna a chi ne detiene gli asset il diritto all'uso esclusivo e alle rendite che ne scaturiranno; consente al capitale di non imperare grazie alla forza, ma secondo diritto” (p. 213).

Le risorse cambiano continuamente. Un tempo i latifondi, poi le imprese, i debiti, i *know how*, le risorse digitali, ecc. Le tecniche legali per codificare le risorse, invece, rimangono costanti, condividendo un unico paradigma: garantire l'accumulo di ricchezza sul lungo periodo. Su questo fronte, i dati empirici raccolti dalla Pistor dimostrano come, nel corso della storia, le istituzioni legali siano state utilizzate come potente strumento di protezione delle risorse. Così, a titolo esemplificativo, con il *trust* si è apportata durevolezza ai diritti di



proprietà; con la personalità giuridica delle moderne *corporation* si sono schermate le risorse per proteggere i guadagni del passato; con i meccanismi legali di cartolarizzazione si sono creati *asset* convertibili: il debito, in altri termini, può essere trasferito senza soluzione di continuità da un investitore a un altro e liquidato in qualunque momento in valuta corrente; la modulazione dei diritti di proprietà intellettuale ha assicurato la trasformazione delle conoscenze, compreso il codice genetico umano, in risorse in grado di produrre ricchezza attraverso fenomeni di esclusione.

A ben vedere, la stessa idea di capitale che ne esce si slega dal processo fisico di produzione, trasmutando in quella di codifica legale; come pure risulta negata in radice l'identificazione – ingenua, verrebbe a questo punto da dire – tra capitale e denaro. Dall'angolo visuale dell'autrice, il capitale non è una cosa, né può essere legato a un periodo storico, a un regime politico o, ancora, a una dimensione ideologica. In contrasto con le nozioni neoclassiche anche gli esseri umani possono essere codificati come capitale dacché possono capitalizzare il proprio lavoro. Sulle tracce di questa impostazione metodologica, la Pistor identifica il capitale in una qualità giuridica e dimostra come le più importanti istituzioni legali abbiano operato nel corso della storia per creare nuovo capitale.

Altra questione affrontata dall'autrice è quella relativa alla paternità dei processi di codifica legale. Chi è l'imperatore del regno della legge? Chi è il “signore del codice”? Nella prospettiva della Pistor – alquanto originale, invero – il vero regista della codifica del capitale è l'avvocato d'affari. Colui che padroneggia i moduli del codice, che utilizza con maestria la “cassetta degli attrezzi” per rivestire le risorse con gli attributi del capitale. Beninteso: non un avvocato qualsiasi. Il signore del codice studia nelle facoltà di diritto più elitarie dei sistemi di *common law*. È persona intelligentissima che opera negli studi legali dei più grandi centri commerciali e finanziari (: New York e la City). Non si tratta, quindi, di un giureconsulto che fornisce “semplici” servizi legali, bensì di un “rent seeker” in grado di strutturare transazioni mediante strategie di codifica innovative. La clientela, ci ricorda l'autrice, contatta “gli avvocati per accedere all'impero della legge, assemblato da questi ultimi nel corso dei secoli, un impero che oltrepassa i confini di qualunque stato-nazione”. Insomma sono gli

avvocati i veri registi del capitalismo. Capaci di utilizzare materiale preesistente per creare nuovo capitale.

Se tanto è vero, affinché i principi democratici possano prevalere la politica deve riappropriarsi del codice del capitale, togliendo il controllo agli avvocati, “stregoni” del capitale, e limitando le scelte a loro disposizione. Da questo angolo visuale, la soluzione prescelta è duplice: da una parte, quella estrema, che muove nella direzione dei c.d. “mercati radicali”; dall’altra, quella che favorisce la trasformazione dei privilegi duraturi in diritti mutevoli nel tempo. Sembra evidente, peraltro, che queste due prospettive finiscono per rivelarsi alternative tra loro.



**Vincolatività delle politiche di *engagement* e responsabilità civile degli esponenti aziendali rispetto a profili ESG. Note a Cass. 3 gennaio 2019, n. 5 e 9 gennaio 2019, n. 301**

**SOMMARIO:** 1. Il caso e il principio di diritto in tema di vincolatività dei regolamenti interni. – 2. Responsabilità civile per violazione di regolamenti interni o di codici di comportamento. – 3. La politica di *engagement*. – 4. Responsabilità degli amministratori per violazione dell’art. 124-*quinquies* t.u.f. rispetto a profili ESG.

*1. Il caso e il principio di diritto in tema di vincolatività dei regolamenti interni*

Le sentenze gemelle qui in commento<sup>1</sup> si occupano dei profili di responsabilità del collegio sindacale di una società quotata che, in violazione di un regolamento interno, ha omesso di informare la Consob sulla mancata sottoposizione al consiglio di amministrazione del comunicato stampa concernente l’emissione di un prestito obbligazionario.

In particolare, l’autorità di vigilanza ha sanzionato i sindaci per violazione dell’art. 149, co. 1, lett. b) e *c-bis*) t.u.f. – e quindi per mancata vigilanza “sul rispetto dei principi di corretta amministrazione” e “sulle modalità di concreta attuazione delle regole di governo societario previste da codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria, cui la società, mediante informativa al pubblico, dichiara di attenersi” – e dell’art. 149, co. 3 t.u.f., per omessa segnalazione delle irregolarità riscontrate. La sanzione irrogata dalla Consob è stata pertanto conseguenza dell’omesso controllo sul rispetto di *procedure aziendali interne* per la gestione e comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate.

---

<sup>1</sup> Cass. 3 gennaio 2019, n. 5 e Cass. 9 gennaio 2019, n. 301, che riguardano l’impugnazione della sanzione irrogata ai componenti del collegio sindacale della stessa società e hanno il medesimo contenuto relativamente ai fatti di causa e alle ragioni della decisione.

I sindaci hanno impugnato le delibere sanzionatorie dinnanzi alla Corte di Appello di Milano, la quale ha rigettato il gravame e confermato la sanzione anche nel *quantum*, ritenendo, nel merito, che le condotte contestate ai ricorrenti integrassero le ipotesi di cui all'art. 149 t.u.f. I membri dell'organo di controllo hanno allora presentato ricorso in Cassazione nei confronti della sentenza della Corte d'appello, formulando quattro distinti motivi di ricorso. Nella presente nota viene in particolare a rilevare il secondo motivo, con cui i ricorrenti lamentavano la violazione e falsa applicazione dell'art. 149, co. 1, lett. b) e c-bis) t.u.f., in quanto "la Corte di Appello avrebbe erroneamente ritenuto non rilevante la circostanza che l'obbligo di controllo sulla mancata approvazione formale, da parte del Consiglio di Amministrazione della società, del testo del comunicato relativo al prestito convertendo di cui all'atto di contestazione, fosse contenuto in un regolamento interno della società stessa". Secondo i ricorrenti, infatti, la mancata approvazione del comunicato da parte dell'organo gestorio non costituiva violazione né del principio di corretta amministrazione, né delle modalità di concreta attuazione delle regole di governo societario che sono poste da codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria e sono oggetto di condivisione da parte degli operatori dello specifico settore. Di conseguenza, non si sarebbe trattato né di omessa vigilanza su una c.d. attività di *governance*, né di violazione di una norma di condotta posta da un codice di autodisciplina, ma semplicemente della violazione di una disposizione non attinente al governo della società contemplata da un regolamento interno. La difesa dei ricorrenti su questo profilo, dunque, è basata sulla natura esclusivamente "interna" del regolamento che disponeva la necessaria approvazione da parte del consiglio del comunicato relativo all'operazione prima della sua diffusione al mercato.

La Suprema Corte giudica il motivo infondato. Primariamente evidenzia come la complessa articolazione della struttura organizzativa di una società di investimenti non comporti l'affievolimento del poterdovere di controllo riconducibile a ciascuno dei componenti del collegio sindacale. Anzi, con riferimento alle società quotate nei mercati regolamentati, il dovere di vigilanza e di controllo imposto ai sindaci "si fa ancora più stringente, in vista della funzione di garanzia

dell'equilibrio del mercato"<sup>2</sup>. In particolare, il collegio sindacale è investito del compito di verificare costantemente la corrispondenza dei meccanismi di gestione della società al paradigma della corretta amministrazione, così come definito dalla scienza dell'economia aziendale. E per la Corte, proprio la corretta applicazione di tale principio "impone di considerare cogenti, per la società, anche le norme di autodisciplina previste da disposizioni interne, ancorché maggiormente stringenti rispetto alle disposizioni di portata generale poste dalla legge, dalle fonti regolamentari o dai codici di autodisciplina. Nel momento in cui la società, all'esito di una scelta del tutto libera, decide di adottare norme di condotta aziendale e di estrinsecare tale decisione al mercato, è infatti vincolata alla loro osservanza, rappresentando la scelta di cui sopra una volontaria autolimitazione da parte dell'operatore del mercato".

La decisione in commento, quindi, conferma in sede di legittimità la rilevanza delle *best practices* contemplate dal Codice di autodisciplina e dai regolamenti interni, ritenendole cogenti quando adottate volontariamente dalle singole società e manifestate all'esterno. Infatti, laddove la società nella propria autonomia abbia deciso di dotarsi di norme di condotta aziendale e di estrinsecare tale decisione al mercato, tali norme di condotta assumono carattere vincolante, rappresentando una volontaria autolimitazione da parte dell'operatore del mercato<sup>3</sup>. In altre parole, il rilievo della Suprema Corte discende dalla libertà concessa alle società di adottare o meno talune norme di condotta e di rendere nota la decisione al mercato. Scelta che, se da un lato, consente alle società di modulare la propria *governance* anche interna e concorre a definirne l'assetto organizzativo e amministrativo, dall'altro, non può rimanere priva di conseguenze in caso di inosservanza dell'impegno assunto da parte dell'emittente<sup>4</sup>.

---

<sup>2</sup> Sul tema vengono richiamate Cass., Sez. Un., 30 settembre 2009, n. 20934 e Cass., 29 marzo 2016, n. 6037.

<sup>3</sup> Cfr. N. SODATI, *Sanzioni consob e responsabilità del sindaco di società quotata*, in *Società*, 2019, 8-9, 986 ss.

<sup>4</sup> Come osservato da M. L. PASSADOR, *Collegio sindacale e autodisciplina - cassazione e autodisciplina: un punto di svolta*, in *Giur. It.*, 2020, 1, 118 ss.

## *2. Responsabilità civile per violazione di regolamenti interni o di codici di comportamento*

Il principio di diritto richiamato ha importanti implicazioni per la responsabilità civile degli esponenti aziendali degli emittenti.

E difatti, ricondurre l'inosservanza di disposizioni interne comunicate al mercato alla violazione dell'obbligo di corretta amministrazione, significa riconoscere la configurabilità di una responsabilità risarcitoria degli amministratori (ed eventualmente dei sindaci per omessa vigilanza) quando da tale inadempimento sia derivato un danno.

Come noto, la riforma del diritto societario ha elevato i principi di corretta amministrazione – consistenti, in sintesi, nella conformità delle scelte di gestione ai criteri di razionalità economica posti dalla scienza dell'economia aziendale e alla ragionevolezza – a clausola generale di comportamento degli amministratori di s.p.a.<sup>5</sup>. L'obbligo di correttezza riveste oggi un rilievo centrale (e via via crescente)<sup>6</sup> sia nel definire il contenuto dei doveri dei consiglieri sia nell'individuare la responsabilità, avendo consentito una ricollocazione della diligenza come criterio di verifica dell'adempimento della prestazione dovuta e non come fattore integrativo della condotta<sup>7</sup>.

---

<sup>5</sup> N. ABRIANI-P. MONTALENTI, *L'amministrazione: vicende del rapporto, poteri, deleghe e invalidità delle deliberazioni*, in *Trattato di diritto commerciale*, G. Cottino (diretto da), Volume IV, *Le società per azioni*, Padova, 2010, 615: "Il rispetto delle regole, anche tecniche e non solo giuridiche, di buona gestione è, dunque, oggi norma di diritto comune". Ma v. anche V. BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quinto, del codice civile*, in *Giur. Comm.*, I, 2006, 7 ss.

<sup>6</sup> Si veda A. TOFFOLETTO, *Amministrazione e controlli*, in AA. VV., *Diritto delle società [Manuale breve]*, V ed., Milano, 2012, 214 ss. Nonché V. CALANDRA BUONAURA, *Corretta amministrazione e adeguatezza degli assetti organizzativi nella Società per azioni*, in *Giur. Comm.*, I, 2020, 439 ss.

<sup>7</sup> Cfr. F. VASSALLI, *L'art. 2392 novellato e la valutazione della diligenza degli amministratori*, in *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, G. Scognamiglio (a cura di), Milano, 2003, 23 ss.; M. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005; ID., *L'obbligo di corretta amministrazione e gli assetti adeguati*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2009, XVIII, 9 ss.; G. MERUZZI, *I flussi informativi endosocietari nella società per azioni*, Padova, 2012, 21 ss.; P. MONTALENTI, *I principi di corretta amministrazione: una nuova*

Le considerazioni svolte per i regolamenti interni valgono (a maggior ragione) anche per i codici di autodisciplina, tra cui emerge in particolare il codice di *corporate governance* per le società quotate<sup>8</sup>. L'adesione al codice ha natura volontaria, seguendo il principio *comply or explain*, tuttavia il legislatore impone agli emittenti l'obbligo di informare il pubblico circa l'ampiezza dell'adesione. In specie, l'art. 123-bis, co. 2, lett. a), t.u.f. richiede che una apposita sezione della "Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari" riporti le informazioni riguardanti "l'adesione ad un codice di comportamento in materia di governo societario promosso da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria, motivando le ragioni dell'eventuale mancata adesione ad una o più disposizioni, nonché le pratiche di governo societario effettivamente applicate dalla società al di là degli obblighi previsti dalle norme legislative o regolamentari. La società indica altresì dove il codice di comportamento in materia di governo societario al quale aderisce è accessibile al pubblico". Le informazioni circa la conformità (o meno) al codice, quindi, costituiscono una vera e propria comunicazione sociale. La violazione di tale obbligo informativo determina anzitutto l'applicazione delle sanzioni amministrative previste dall'art. 192-bis, co. 1, t.u.f. a carico dell'emittente e dei suoi esponenti aziendali (nonché delle sanzioni penali ove "il fatto costituisca reato"). Inoltre, sul collegio sindacale grava l'obbligo di vigilare sull'attuazione del codice, con la conseguenza che in caso di irregolarità nell'adempimento di tale dovere, potranno essere applicate anche le sanzioni di cui all'art. 193, co. 3, lett. a), t.u.f. Pertanto, con riferimento al rilievo giuridico del codice di autodisciplina, ferma la sua natura non vincolante, non si può considerare alla stregua di un mero strumento di *soft law*<sup>9</sup>.

---

*clausola generale*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, M. Irrera (a cura di), Torino, 2016, 3 ss.

<sup>8</sup> Il codice di *corporate governance* è stato adottato nella sua ultima versione il 31 gennaio 2020 dal Comitato per la Corporate Governance, costituito nel giugno del 2011 ad opera delle Associazioni di impresa (ABI, ANIA, Assonime, Confindustria) e di investitori professionali (Assogestioni), nonché di Borsa Italiana S.p.A. Disponibile su <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2020.pdf>.

<sup>9</sup> Cfr. M. VENTORUZZO, *Il nuovo codice di corporate governance 2020: le principali novità*, in *Società*, fasc. 4, 2020, 439 ss.



Discussa è però l'idoneità delle previsioni del codice di autodisciplina a vincolare il comportamento degli organi sociali dell'emittente sotto forma di responsabilità risarcitoria per il caso di inosservanza di doveri nascenti dalla sua adozione. In letteratura vi è chi ha affermato che le omissioni e le falsità circa l'adozione del codice di autodisciplina denoterebbero “una più ampia carenza nelle procedure interne della società, se non una vera e propria disfunzione organizzativa rilevante ai sensi dell'art. 2381 c.c.”<sup>10</sup>. In altri termini, si fa leva sulla connessione esistente tra la difettosità dell'informazione al mercato e l'inadeguatezza degli assetti organizzativi che presiedono alla sua elaborazione e diffusione<sup>11</sup>. Seguendo questa impostazione, le violazioni dei codici di comportamento verrebbero a rilevare per i profili di responsabilità degli organi sociali degli emittenti sul piano dell'organizzazione dei processi decisionali concernenti la gestione dell'impresa.

La giurisprudenza di legittimità qui annotata sembra condividere tale soluzione, ricomprendendo l'osservanza di regolamenti interni o di codici di autodisciplina comunicati al mercato all'interno del dovere di gestire la società secondo il paradigma della corretta amministrazione, che si declina, tra l'altro, nell'obbligo di creazione di assetti adeguati<sup>12</sup>.

### 3. La politica di engagement

Le pronunce della Suprema Corte potrebbero avere riflessi significativi anche con riferimento alla c.d. “politica di impegno” o “engagement policy”, che deve recare una descrizione delle modalità con cui investitori istituzionali e asset manager monitorano le società partecipate su questioni rilevanti, quali la strategia, le performance

---

<sup>10</sup> Così M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Il Testo Unico finanziario*, M. Cera-G. Presti (diretto da), II, Bologna, 2020, 1275.

<sup>11</sup> Sul punto, si veda V. CARIDI, *Danno e responsabilità da informazione al mercato finanziario*, Milano, 2012, 179 ss.

<sup>12</sup> M. IRRERA-M. SPIOTTA, *Gli obblighi e i doveri*, in *Parte I. L'amministrazione*, in *Diritto del governo delle imprese*, M. Irrera (diretto da), Torino, 2020, 73 ss., secondo cui: “Attraverso l'obbligo di dotarsi di adeguati assetti organizzativi si fornisce, infatti, <spessore> al canone generale della buona (rectius: corretta) amministrazione e si consente di valutare in modo obiettivo un'eventuale responsabilità da <inadeguatezza>”.

finanziarie e non finanziarie, i rischi, la struttura del capitale, ma anche l'impatto sociale e ambientale e il governo societario<sup>13</sup>.

È stata la Direttiva 2017/828/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 maggio 2017 (c.d. "Shareholder Rights Directive II" o "SRD II"), che modifica la Direttiva 2007/36/CE (c.d. "Shareholder Rights Directive" o "SRD"), a prevedere per gli investitori istituzionali e per i gestori di attivi l'obbligo di sviluppare una politica di *engagement* nei confronti delle società partecipate<sup>14</sup> (o, in caso contrario, in merito alle motivazioni circa la mancata adozione della stessa, secondo la logica *comply or explain*<sup>15</sup>) e di comunicare la stessa al pubblico<sup>16</sup>. Il motivo per cui il legislatore europeo ha deciso di introdurre una disciplina sulla politica di impegno – considerata l'"architrate"<sup>17</sup> della SRD II – si rinviene al considerando n. 15, laddove si spiega che "l'esperienza degli ultimi anni ha dimostrato che spesso gli investitori istituzionali e i gestori di attivi non si impegnano nelle società di cui detengono le azioni e che i mercati dei capitali esercitano sovente pressioni sulle società per ottenere risultati a breve termine, il che può mettere a repentaglio i risultati finanziari e non finanziari a lungo termine delle società e può condurre, tra le varie conseguenze negative, a un livello non ottimale di investimenti, per esempio nel settore della ricerca e sviluppo, a scapito dei risultati a lungo termine sia per le società che per gli investitori". La SRD II, quindi, mira a utilizzare l'attivismo degli intermediari finanziari (e in

---

<sup>13</sup> S. ALVARO-M. MAUGERI-G. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship. Problemi e prospettive*, in *Quaderni giuridici Consob*, 19 gennaio 2019, 20.

<sup>14</sup> Si tratta dell'art. 3 *octies* della SRD II.

<sup>15</sup> Sulle carenze di un modello che ricorra al principio *comply or explain* nel promuovere l'impegno degli investitori istituzionali nella *governance* della società quotata, si vedano B. CHEFFINS, *The Stewardship Code's Achilles' Heel*, in 73 *Modern Law Review*, 2010, 1004 ss.; D. ARSALIODU, *Shareholders and Corporate Scrutiny: The Role of the UK Stewardship Code*, in *ECFR*, 3/2012, 355 ss.

<sup>16</sup> D. KATELOUZOU-K. SERGAKIS, *When Harmonization is Not Enough: Shareholder Stewardship in the European Union*, in *Eu. Bus. Org. L. Rev.*, 2021, 1-28 sottolineano che: "Article 3g juridifies new normative features of shareholder stewardship obligations with which most of the Member States are not familiar. The requirement of developing and implementing an engagement policy is not something with which national regulatory authorities and regulatees are instinctively familiar".

<sup>17</sup> P. MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, fasc. 2, 2018, 303 ss.

particolare la politica di impegno) come una leva per indurre le società emittenti a perseguire risultati di lungo termine<sup>18</sup>.

Nel nostro ordinamento, la trasposizione della disciplina in materia di politica di *engagement* è avvenuta ad opera dell'art. 3, co. 2, del d.lgs. 10 maggio 2019, n. 49 (che ha dato recepimento alla SRD II), il quale ha introdotto nel t.u.f. l'art. 124-*quinquies*. La disposizione prevede un dovere per gli investitori istituzionali (intesi come fondi pensione e imprese di assicurazione)<sup>19</sup> e i gestori di attivi (intesi principalmente come le imprese di investimento che prestano servizi di gestione dei portafogli agli investitori)<sup>20</sup> di adottare e comunicare al pubblico la policy. In particolare, la politica di *engagement* deve descrivere le modalità con cui investitori istituzionali e gestori di attivi: integrano l'impegno in qualità di azionisti nella loro strategia di investimento; monitorano le società partecipate su questioni rilevanti, compresi la

---

<sup>18</sup> E. GLIOZZI, *Lo short-termismo e la direttiva n. 828 Ue del 2017*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, fasc. 3, 2020, 841 ss. V. altresì S. ALVARO-M. MAUGERI-G. STRAMPPELLI, *op. cit.*: “la direttiva europea sui diritti degli azionisti, partendo dal presupposto che il disinteresse dei soci nelle società quotate sia stato uno dei fattori all'origine della crisi finanziaria del 2007/2008 in quanto avrebbe favorito comportamenti speculativi dei manager, assegna agli investitori istituzionali il compito di monitorare la condotta degli amministratori e di esercitare i propri diritti sociali (c.d. “engagement”) al fine di assicurare una crescita di valore delle azioni equilibrata e sostenibile nel lungo periodo”. Sul dibattito relativo all'incidenza di investitori istituzionali e asset manager sul c.d. *short-termism*, si veda, *ex multis*, P. FRENTROP, *Short-Termism of Institutional Investors and the Double Agency Problem*, 2012, SSRN Electronic Journal <<http://www.ssrn.com/abstract=2249872>>.

<sup>19</sup> L'art. 124-*quarter* t.u.f. precisa che nella sezione I-*ter* rubricata “Trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto” per “investitore istituzionale” si intende “1) un'impresa di assicurazione o di riassicurazione come definite alle lettere u) e cc) del comma 1 dell'articolo 1 del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209, incluse le sedi secondarie in Italia di imprese aventi sede legale in uno Stato terzo, autorizzate ad esercitare attività di assicurazione o di riassicurazione nei rami vita ai sensi dell'articolo 2, commi 1 e 2, del medesimo decreto; 2) i fondi pensione con almeno cento aderenti, che risultino iscritti all'albo tenuto dalla COVIP e che rientrino tra quelli di cui agli articoli 4, comma 1, e 12 del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, ovvero tra quelli dell'articolo 20 del medesimo decreto aventi soggettività giuridica”.

<sup>20</sup> L'art. 124-*quarter* t.u.f. precisa che nella sezione I-*ter* rubricata “Trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto” per “gestore di attivi” si intendono “le Sgr, le Sicav e le Sicaf che gestiscono direttamente i propri patrimoni, e i soggetti autorizzati in Italia a prestare il servizio di cui all'articolo 1, comma 5, lettera d)”.

strategia, i risultati finanziari e non finanziari nonché i rischi, la struttura del capitale, l'impatto sociale e ambientale e il governo societario; dialogano con le società partecipate; esercitano i diritti di voto e altri diritti connessi alle azioni; collaborano con altri azionisti; comunicano con i pertinenti portatori di interesse delle società partecipate; e gestiscono gli attuali e potenziali conflitti di interesse in relazione al loro impegno (art. 124-*quinquies*, co. 1). Occorre, poi, che investitori istituzionali e gestori di attivi comunichino al pubblico, su base annua, le modalità di attuazione di tale politica di impegno, includendo una descrizione generale del comportamento di voto, una spiegazione dei voti più significativi e del ricorso ai servizi dei consulenti in materia di voto. Si deve infine informare il pubblico di come è stato espresso il voto nelle assemblee generali delle società di cui sono azionisti (art. 124-*quinquies*, co. 2). Qualora intendano non adempiere ad uno o più di tali doveri, devono fornire una comunicazione al pubblico chiara e motivata (art. 124-*quinquies*, co. 3). In aggiunta, in attuazione dell'art. 124-*novies*, co. 2 e 3 t.u.f., Consob, Covip e Ivass hanno disciplinato, con tre regolamenti sostanzialmente identici<sup>21</sup>, termini e modalità di pubblicazione della politica di impegno rispettivamente di gestori di attivi, fondi pensione e imprese di assicurazione<sup>22</sup>.

Ci si è interrogati sul valore da attribuire alla politica di impegno comunicata al pubblico e sulla rilevanza che possano avere le

---

<sup>21</sup> In particolare, in attuazione della delega contenuta all'art. 124-*novies* t.u.f.: la Consob ha introdotto nel Regolamento Emittenti l'art. 143-*sexies*; la Covip, con deliberazione del 2 dicembre 2020, ha adottato il "Regolamento in materia di trasparenza della politica di impegno e degli elementi della strategia di investimento azionario dei fondi pensione"; l'Ivass il 17 novembre 2020 ha pubblicato il Regolamento n. 46 "recante Disposizioni in materia di trasparenza della politica di impegno e degli elementi di strategia di investimento azionario delle imprese di assicurazione o di riassicurazione, ai sensi dell'articolo 124-*novies*, comma 3 del Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria".

<sup>22</sup> In sintesi, si prevede che: la politica di impegno (così come le sue eventuali modifiche) è pubblicata entro quindici giorni dalla sua adozione e rimane a disposizione del pubblico almeno per i tre anni successivi al termine della sua validità; le informazioni di cui all'art. 124-*quinquies*, co. 2, t.u.f., relative alle modalità di attuazione della politica di impegno in ogni anno solare, sono pubblicate entro il 28 febbraio dell'anno successivo e rimangono a disposizione del pubblico almeno per i tre anni successivi; le stesse modalità e gli stessi termini sono rispettati per le informazioni di cui all'art. 124-*quinquies*, co. 3, t.u.f., inclusa l'eventuale decisione di non adottare la politica di impegno.

dichiarazioni ivi contenute, in grado di definire i rapporti tra l'investimento e la società, gli altri soci e gli *stakeholders* ed enunciare fini e obiettivi generali<sup>23</sup>. Con riferimento alla legislazione europea, è stato detto che la SRD II ha introdotto un “*duty to demonstrate engagement on the part of institutional investors and asset managers*”<sup>24</sup>, che è “*sostanzialmente vincolante*”<sup>25</sup> e qualificabile in termini di “*(semi-) hard law*”<sup>26</sup>. Questo poiché l'obbligo di elaborare e pubblicare la policy, sebbene operi secondo il principio del *comply or explain*, presenta carattere coercitivo, discostandosi dalla volontarietà delle norme di *soft law*: i soggetti vigilati *devono* o conformarsi o spiegare pubblicamente le ragioni per cui hanno deciso di non farlo<sup>27</sup>.

Il diverso livello di vincolatività discende poi dalla concreta attuazione della disposizione della SRD II in tema di *enforcement*. L'art. 14 *ter*, infatti, autorizza – non obbliga – gli stati membri a introdurre misure e sanzioni applicabili in caso di violazione delle disposizioni nazionali adottate in attuazione della direttiva<sup>28</sup>. Con la conseguenza che l'obbligo di elaborare e pubblicare la politica di impegno può essere assoggettato a forme di *public enforcement*. Da questo angolo di visuale, sono emersi due *trend* nel recepimento

---

<sup>23</sup> A. DACCÒ, *Il ruolo degli investitori nella governance delle società*, in *Il Testo Unico finanziario*, M. Cera-G. Presti (diretto da), II, Bologna, 2020, 1811.

<sup>24</sup> I. H-Y CHIU-D.KATELOUZOU, *From Shareholder Stewardship to Shareholder Duties: Is the Time Ripe?*, in *Shareholder's Duties*, Birkmose (a cura di), Kluwer Law International, 2017, 133.

<sup>25</sup> Così S. ALVARO-M. MAUGERI-G. STRAMPELLI, *op. cit.*, 10.

<sup>26</sup> I. H-Y CHIU-D.KATELOUZOU, *op. cit.*, 151.

<sup>27</sup> Chiari in proposito D. KATELOUZOU-K. SERGAKIS, *When Harmonization is Not Enough: Shareholder Stewardship in the European Union*, cit.: “*the requirement to develop, disclose and implement an engagement policy under the transposed SRD II rules even though it operates on a comply-or-explain basis, it still has strong coerciveness: the regulatees have to comply or explain with regard to the transposed national rule*”.

<sup>28</sup> Si riporta l'art. 14 *ter* della SRD II: “*Gli Stati membri stabiliscono le norme relative alle misure e alle sanzioni applicabili in caso di violazione delle disposizioni nazionali adottate in attuazione della presente direttiva e adottano tutti i provvedimenti necessari per assicurarne l'applicazione. Le misure e le sanzioni previste sono efficaci, proporzionate e dissuasive. Gli Stati membri comunicano alla Commissione, entro il 10 giugno 2019, tali norme e misure di esecuzione e la informano, immediatamente, di qualsiasi modifica apportata successivamente*”.

dell'art. 14 *ter*<sup>29</sup>. Alcuni stati membri come Regno Unito<sup>30</sup>, Lussemburgo<sup>31</sup> e Spagna<sup>32</sup> non hanno introdotto alcuna sanzione con riferimento alla policy di *engagement*. Altri, come la Grecia<sup>33</sup> e i Paesi Bassi<sup>34</sup>, hanno previsto l'irrogazione di sanzioni amministrative da parte delle autorità di vigilanza. L'Italia rientra nel secondo gruppo: ai sensi dell'art. 193-*bis*.1 t.u.f., in caso di violazione dell'art. 124-*quinquies*, Consob, Ivass e Covip, secondo le rispettive competenze, applicano sanzioni amministrative pecuniarie da euro 2.500 a euro 150.000.

Nell'ordinamento domestico, dunque, la cogenza della disciplina in materia di politica di impegno si evince chiaramente da un sistema di *public enforcement* che è stato peraltro reputato anche eccessivamente severo<sup>35</sup>.

---

<sup>29</sup> Per una panoramica delle trasposizioni dell'art. 14 *ter* con riferimento all'obbligo in materia di *engagement policy*, si veda D. KATELOUZOU-K. SERGAKIS, *Shareholder Stewardship Enforcement*, in *TLI Think! Paper* 07/2020; *European Corporate Governance Institute (ECGI)*, Law Working Paper No. 514/2020.

<sup>30</sup> Cfr. FCA, *Proposals to Promote Shareholder Engagement: Feedback to CP19/7 and Final Rules*, Policy statement PS19/13, 2019, <<https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps19-13.pdf>>. Il Regno Unito ha infatti ufficialmente lasciato l'Unione Europea solo il 31 dicembre 2020.

<sup>31</sup> Cfr. Loi du 1er août 2019 modifiant la loi modifiée du 24 mai 2011 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires aux assemblées générales de sociétés cotées aux fins de transposer la directive (UE) 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, *Journal Officiel du Grand-Duché de Luxembourg*, N° 562 du 20 août 2019.

<sup>32</sup> Cfr. Anteproyecto de Ley por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, para adaptarlas a la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas.

<sup>33</sup> Cfr. Art. 36 della Σχέδιο νόμου για την εταιρική διακυβέρνηση ανωνύμων εταιριών, σύγχρονη αγορά κεφαλαίου και ενσωμάτωση της οδηγίας (EE) 2017/828 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου.

<sup>34</sup> Cfr. Art. 1, Sezione II, della *Wet giraal effectenverkeer*, <<https://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/straffen-en-maatregelen/vraag-en-antwoord/hoe-hoog-zijn-de-boetes-in-nederland>>.

<sup>35</sup> Si vedano le risposte alla consultazione pubblica concernente lo schema di decreto legislativo per l'attuazione della direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2017 di Minerva Analytics

#### 4. *Responsabilità degli amministratori per violazione dell'art. 124-quinquies t.u.f. rispetto a profili ESG*

Le decisioni in commento vengono però in rilievo soprattutto nella prospettiva della configurabilità di una responsabilità civile degli amministratori per la violazione della disciplina in materia di politica di impegno, in particolare con riferimento ai profili c.d. *environmental, social and governance* (ESG). In proposito, i meccanismi di *private enforcement* sono considerati essenziali per la effettiva promozione di obiettivi di sviluppo sostenibile da parte degli intermediari finanziari, soprattutto quando esperiti dagli investitori finali<sup>36</sup>. Investitori istituzionali e asset manager, infatti, sono obbligati ad agire nell'interesse di clienti e beneficiari finali<sup>37</sup> e le preferenze di investimento di questi sono sempre più incentrate su fattori di sostenibilità ambientale e sociale<sup>38</sup>. Si tratta, quindi, dei soggetti che

---

(<[http://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/regolamentazione\\_bancaria\\_finanziaria/regolamentazione\\_bancaria\\_finanziaria/consultazione\\_828/MINERVA\\_ANALYTICS.pdf](http://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/regolamentazione_bancaria_finanziaria/regolamentazione_bancaria_finanziaria/consultazione_828/MINERVA_ANALYTICS.pdf)>) e di Assonime Confindustria (<[http://www.dt.mef.gov.it/modules/documenti\\_it/regolamentazione\\_bancaria\\_finanziaria/regolamentazione\\_bancaria\\_finanziaria/consultazione\\_828/Assonime\\_Confindustria.pdf](http://www.dt.mef.gov.it/modules/documenti_it/regolamentazione_bancaria_finanziaria/regolamentazione_bancaria_finanziaria/consultazione_828/Assonime_Confindustria.pdf)>), nonché K. SERGAKIS, 'Consultazione pubblica concernente lo schema del "Regolamento in materia di trasparenza della politica di impegno e degli elementi della strategia di investimento azionario dei fondi pensione"' (<[https://www.covip.it/wpcontent/uploads/Konstantinos-Sergakis\\_SHRD2.pdf](https://www.covip.it/wpcontent/uploads/Konstantinos-Sergakis_SHRD2.pdf)>). In dottrina, cfr. A. BASON, *Institutional investors and asset managers' long-term engagement under the SRD II: a comparative study between Italy and the UK*, disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3734384> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3734384>; D. KATELOUZOU-K. SERGAKIS, *Shareholder Stewardship Enforcement*, cit., 19 ss.

<sup>36</sup> Al riguardo, puntualmente, D. KATELOUZOU-K. SERGAKIS, *Shareholder Stewardship Enforcement*, cit., 26-27.

<sup>37</sup> Cfr. R.J.GILSON-J.N.GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, in 113 Colum. L. Rev. 863, 2013, 874 ss.

<sup>38</sup> Cfr. M. BARZUZA ET AL., *Shareholder Value(s): Index Fund ESG Activism and the New Millennial Corporate Governance*, forthcoming, So. Cal. L. Rev. (2020), disponibile su [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3439516](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3439516); R. G. ECCLES-S. KLIMENKO, *The Investor Revolution*, in *Harvard Business Review*, 2019, <https://hbr.org/2019/05/the-investor-revolution>; A. ZAKRZEWSKI ET AL., *Managing the Next Decade of Women's Wealth*, BCG Women in Wealth, Aprile 2020: "Tracey Woon, vice chairman of UBS Wealth Management for the Asia-Pacific region, said

hanno gli incentivi più forti a che gli intermediari integrino effettivamente i parametri ESG nelle strategie di investimento<sup>39</sup>.

Ci si chiede allora se le dichiarazioni in tema di sostenibilità contenute nella politica di impegno, una volta conosciute o conoscibili dal pubblico, possano far sorgere dei profili di responsabilità in capo agli amministratori degli intermediari (soprattutto qualora una specifica politica di impegno sia stata annunciata, ma poi non è stata realizzata), nonché se i beneficiari finali abbiano la legittimazione ad agire e per quale danno.

Sotto il primo profilo, una risposta affermativa si può ricavare proprio dalla giurisprudenza di legittimità qui annotata. Si ritiene, infatti, che il ragionamento svolto dalla Suprema Corte con riguardo ai regolamenti interni (esteso ai codici di autodisciplina) possa essere applicato altresì alla politica di *engagement*. Anche in questo caso è la società che decide se dotarsene, ma una volta che viene elaborata e resa pubblica, gli amministratori sono vincolati alla sua osservanza, la quale costituisce parte integrante di un adeguato sistema di *governance* dell'intermediario. Si giunge, quindi, alle medesime conclusioni: il mancato rispetto delle dichiarazioni in tema ESG contenute nella *engagement policy* pubblicata da investitori istituzionali e asset manager integra una violazione dell'obbligo di corretta

---

< Women do not just want to boost the bottom line; they also want to help develop the communities we live in, by investing in education, health care, and our planet >. In our survey, 64% of women said that they factor environmental, social, and governance (ESG) concerns into their investment decisions. As women accrue greater wealth, such topics factor even more heavily in their thinking"; G. TETT, *Millennial Heirs to Change Investment Landscape*, Fin. Times, (Sep. 20, 2018), <https://www.ft.com/content/59f6562a-786d-11e8-af48-190d103e32a4>.

<sup>39</sup> J. G. RUGGIE, *Corporate Purpose in Play: The Role of ESG Investing*, HKS Faculty Research Working Paper Series RWP19-034, 2019, <https://www.hks.harvard.edu/publications/corporate-purpose-play-role-esg-investing>; A. MOONEY, *Biggest asset managers attacked over role in climate change*, in Financial Times, 11 gennaio 2020, rileva come un numero rilevante di fondi pensione clienti dei principali asset managers utilizzi parametri ESG nella selezione dei propri investimenti; infine in BlackRock, *Sustainability: The tectonic shift transforming investing*, 2020, disponibile su <https://www.blackrock.com/us/individual/insights/blackrock-investment-institute/sustainability-in-portfolio-construction>, si osserva che l'incorporazione dei fattori di sostenibilità nella costruzione dei portafogli rappresenta un "tectonic shift" in grado di trasformare il settore del risparmio gestito.



amministrazione da cui può discendere la responsabilità dei componenti dell'organo gestorio (così come del collegio sindacale in ipotesi di omessa vigilanza).

Sotto il secondo profilo, occorre premettere che i clienti finali godono generalmente di una limitata tutela giudiziaria rispetto agli amministratori degli intermediari finanziari<sup>40</sup>. In realtà, la situazione è significativamente diversa a seconda della forma giuridica prescelta come veicolo di gestione collettiva del risparmio e, cioè, del modello (societario o contrattuale) secondo il quale è organizzato il gestore. Nel primo caso (Sicav e Sicaf) l'investitore è un'azionista e pertanto dispone di tutti gli strumenti di tutela che discendono dal rapporto sociale. Nei fondi comuni di investimento, invece, l'investitore – attraverso il Regolamento del fondo – instaura unicamente un rapporto contrattuale con la Sgr. Invero in questa sede, alla luce dell'assoluta marginalità del fenomeno di Sicav e Sicaf nel mercato italiano<sup>41</sup>, la questione viene affrontata a proposito dei fondi comuni d'investimento. Sul punto, la dottrina prevalente<sup>42</sup> e l'unica giurisprudenza che si è espressamente pronunciata a riguardo<sup>43</sup> ritengono che il partecipante a un fondo di investimento non sia legittimato all'esercizio di una azione di responsabilità nei confronti degli amministratori della Sgr, non

---

<sup>40</sup> A. DACCÒ, *Il ruolo degli investitori nella governance delle società*, op. cit., 1793.

<sup>41</sup> Cfr. R. LENER-C. PETRONZIO, *La gestione collettiva del risparmio a quindici anni dal tuf*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, 385; P. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 6, 2015, 1138 ss.; nonché P. GIUDICI, *La responsabilità civile nella prestazione del servizio di gestione collettiva*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, R. D'Apice (a cura di), Bologna, 2016, 748, che parla di "assoluto insuccesso dell'istituto italiano delle Sicav".

<sup>42</sup> G. FERRI JR, *L'incapienza dei fondi comuni di investimento tra responsabilità patrimoniale e responsabilità per danni*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, R. D'Apice (a cura di), Bologna, 2016, 722 ss.; ID., *Gestione dell'investimento e responsabilità*, in *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, E. Ginevra (a cura di), Torino, 2019, 130 ss.; P. GIUDICI, *La responsabilità civile nella prestazione del servizio di gestione collettiva*, cit., 739 ss.; S. CORSO, *Azione di responsabilità per danni al fondo comune di investimento e legittimazione ad agire*, in *Giur. Comm.*, 3, 2016, 619 ss.; S. CICCHINELLI, *Danno e patrimonio nel sistema dei fondi comuni di investimento*, in *Corr. Giur.*, 2016, 841.

<sup>43</sup> Si tratta di Trib. Milano, 11 maggio 2015, in *Società*, 2015, 1132 ss.

potendo trovare applicazione l'art. 2395 c.c.<sup>44</sup>. La conclusione è sostenuta essenzialmente da due argomentazioni, tra loro significativamente differenti<sup>45</sup>. Secondo la prima, la legittimità di iniziative risarcitorie dei quotisti verso gli amministratori sarebbe preclusa dalla titolarità esclusiva del fondo in capo alla Sgr. In base a questa tesi, i sottoscrittori non hanno azione nei confronti degli amministratori della Sgr per i danni subiti dal fondo, perché tali danni non ineriscono al loro patrimonio, ma a quello (separato) del fondo di cui non sono titolari, con la conseguenza che il pregiudizio che si ripercuote sul valore della quota sarebbe solo un “danno riflesso”, come tale non risarcibile *ex art. 2395*<sup>46</sup>. Tale impostazione non può essere condivisa<sup>47</sup>. Al contrario, in forza della posizione di terzietà assunta dai quotisti rispetto ai rapporti sociali (e, quindi, al capitale sociale), nonché della separazione patrimoniale *ex lege* tra fondo e patrimonio della società, il danno al fondo sembra integrare proprio una fattispecie tipica di danno “diretto” per il singolo sottoscrittore<sup>48</sup>. D'altra parte, si

---

<sup>44</sup> Non mancano le posizioni di segno contrario. Si vedano in particolare P. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, cit.; ID., *La gestione collettiva del risparmio*, in *Il Testo Unico finanziario*, M. Cera-G. Presti (diretto da), I, Bologna, 2020, 609 ss.; L. SEMINARA, *Natura dei fondi comuni d'investimento e responsabilità della SGR*, in *Giur. Comm.*, 5, 2016, 1115 ss.; nonché parrebbe R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2020, 208. Infine, Trib. Milano, 21 aprile 2017, in *Soc.*, 2017, 1148 ss. seppure in *obiter dictum* sembra implicitamente non escludere la legittimazione dei partecipanti all'esercizio dell'azione *ex art. 2395 c.c.* contro gli amministratori della Sgr.

<sup>45</sup> P. SPOLAORE, *La gestione collettiva del risparmio*, cit., 610 le definisce “argomentazioni (quasi) diametralmente opposte”.

<sup>46</sup> Cfr. Trib. Milano, 11 maggio 2015, cit., secondo cui “i partecipanti al fondo non hanno azione nei confronti degli amministratori della SGR per i danni che il fondo abbia subito (es.: vendita di un bene del fondo a prezzo inferiore al suo valore) perché tali danni non ineriscono al loro patrimonio, ma a quello – che è separato – del fondo, di cui non sono titolari ed il danno che si ripercuote sul valore della quota è solo un danno riflesso, come tale non risarcibile in base ai principi generali”; nonché S. CORSO, *op. cit.*

<sup>47</sup> In proposito, si vedano le critiche di P. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, cit.; L. SEMINARA, *op. cit.*; P. GIUDICI, *L'azione di responsabilità contro gli amministratori di SGR*, in *Società*, 2015, 10, 1132 ss.

<sup>48</sup> P. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, cit., nt. 107, correttamente evidenzia che: “la soluzione si mostra poco condivisibile — finendo per costituire una traslazione impropria dell'art. 2395 c.c. al problema analizzato — già ove si consideri soltanto che, nel sistema societario, il termine di raffronto per la

considerano diretti tutti i danni che non si producono “immediatamente” sul patrimonio sociale, inclusi quelli che risultano sì “mediati”, ma da un patrimonio dal primo autonomo. Di conseguenza, il danno arrecato al fondo – e quindi a una massa patrimoniale autonoma dal patrimonio della società – per definizione pregiudica “direttamente” i partecipanti al fondo, in quanto non è mediato dal patrimonio sociale. Altrimenti detto, è vero che il pregiudizio si produce tramite il fondo, ma colpisce esclusivamente la sfera giuridica dei quotisti, non anche, ed è proprio questo il punto, quella della società di gestione<sup>49</sup>. La seconda argomentazione evidenzia l'impossibilità di esercitare l'azione individuale *ex art. 2395 c.c.* nei confronti degli amministratori della Sgr tutte le volte in cui il danno per cui si chiede il risarcimento sia derivato dall'inadempimento da parte della stessa Sgr di obblighi contrattuali o legali verso i partecipanti. In altre parole, si circoscrive l'applicabilità della disposizione agli atti “interni” di organizzazione, gli unici direttamente imputabili agli amministratori, a esclusione per converso dell'attività di gestione del fondo, che è riferita giuridicamente in via diretta ed esclusiva alla società di gestione e non anche a coloro che materialmente la svolgono<sup>50</sup>. Tale ragionamento sembra corretto e coerente con il consolidato orientamento giurisprudenziale secondo cui il creditore non può agire contro gli amministratori ai sensi dell'art. 2395 c.c. quando la società si sia resa volontariamente inadempiente<sup>51</sup>. Tuttavia, è una considerazione che non rileva rispetto alla fattispecie su cui si è pronunciata la Cassazione

---

*natura “diretta” o “riflessa” del pregiudizio è il patrimonio sociale, con il quale il quotista, per definizione, non ha rapporti”.*

<sup>49</sup> Cfr. G. FERRI JR, *op. cit.*, 720.

<sup>50</sup> Cfr. Trib. Milano, 11 maggio 2015, cit.: “*Né i partecipanti al fondo hanno azione contro gli amministratori della SGR per il risarcimento dei danni derivanti dall'inadempimento degli obblighi previsti dal contratto con la SGR o dall'art. 36 comma 5 TUF, poiché il referente di quegli obblighi e della responsabilità prevista ex lege, nonché correlativamente legittimato passivo della relativa azione, è soltanto la SGR e non i suoi amministratori, terzi rispetto a detti rapporti*”. In dottrina, G. FERRI JR, *op. cit.*, 721 afferma la necessità che il danno “*sia cagionato da un atto che, anche nei confronti dei terzi, risulti <giuridicamente> riferibile [agli amministratori], e non anche alla società*”; nonché P. GIUDICI, *L'azione di responsabilità contro gli amministratori di SGR*, cit.

<sup>51</sup> Cfr. P. GIUDICI, *L'azione di responsabilità contro gli amministratori di SGR*, cit.

nelle sentenze in commento. Nel nostro caso, infatti, viene lamentata la violazione non di un obbligo contrattuale o legale della Sgr verso i quotisti, ma del dovere di corretta amministrazione che grava in capo ai membri dell'organo gestorio. Da questa angolatura, non sussistono dubbi che la *mala gestio* del fondo o l'inadempimento all'obbligo di predisporre assetti organizzativi adeguati realizzino il presupposto – necessario ai fini dell'attivabilità dell'art. 2395 c.c. – che la condotta lesiva afferisca alle attività poste in essere dell'amministratore nell'esercizio della sua funzione, dato che la gestione del fondo costituisce un segmento essenziale e qualificante dell'incarico dell'amministratore di Sgr<sup>52</sup>.

Stante quindi l'ammissibilità in astratto dell'azione di cui all'art. 2395 c.c., ci si può brevemente soffermare sul terzo profilo, verificando se dalla inosservanza delle dichiarazioni contenute nella *engagement policy*, specie in tema di sostenibilità, possa effettivamente discendere un danno diretto per l'investitore finale. In proposito, si osserva che l'art. 2395 storicamente nasce proprio da fattispecie di informazione inesatta (in particolare relativa ai dati contenuti nel bilancio di esercizio)<sup>53</sup> ed è considerato “*il centro di un sistema di responsabilità civile eretto a tutela dell'esattezza informativa*”<sup>54</sup>. In questa prospettiva, la politica di *engagement* è il veicolo attraverso cui gli intermediari forniscono agli investitori finali informazioni circa il loro impegno rispetto a, tra l'altro, obiettivi di sostenibilità. In caso di inosservanza delle dichiarazioni contenute nella policy, si può allora ipotizzare che l'investitore con preferenze di investimento legate ai fattori ESG possa subire un danno rappresentato anzitutto – come nelle ipotesi tipiche di danno da informazione economica inesatta – dalla lesione della propria autonomia contrattuale, non avendo potuto determinarsi liberamente

<sup>52</sup> Cfr. P. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, cit.

<sup>53</sup> Si vedano, *ex multis*, G. MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956, 325 ss.; F. RANIERI, *La responsabilità da false informazioni*, in *Le operazioni bancarie*, G.B. Portale (a cura di), I, Milano, 1978, 292; G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, Milano, 1986, 147 ss.; F. BONELLI, *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, Milano, 1992, 215 ss.

<sup>54</sup> Così P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008, 337. Si veda altresì F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Milano, 2011, 275, che nell'ambito della disciplina dell'art. 2395 c.c. inquadra il “danno al risparmio”.

nelle scelte riguardanti il proprio patrimonio, a causa delle informazioni inveritiere derivanti dalla condotta degli amministratori<sup>55</sup>. In applicazione delle regole generali del diritto civile, è comunque sempre necessario che l'inadempimento degli amministratori sia stato la causa del pregiudizio patito dall'investitore e, quindi, nel nostro caso, non è sufficiente una qualsiasi inottemperanza rispetto alla politica di impegno, ma occorre che l'attività dell'organo gestorio si sia tradotta in un comportamento non conforme ai criteri di sostenibilità così come descritti nella policy<sup>56</sup>. Una ipotesi che si può immaginare è quella in cui nella politica di impegno – in conformità alla decisione di investire il capitale anche in ragione di obiettivi sociali, che devono pertanto essere integrati nei processi di ricerca, analisi e selezione degli investimenti – si dichiara di escludere dai propri investimenti le imprese che abbiano un impatto sociale negativo. In tale contesto, l'intermediario finanziario che nell'assemblea della partecipata voti favorevolmente all'acquisizione di una società operativa in un Paese che viola sistematicamente i diritti umani, non solo disattende la policy, ma lede anche gli interessi non finanziari del sottoscrittore che ha investito con l'intenzione di generare un impatto sociale. In riferimento alla sostenibilità ambientale, invece, un esempio può essere rappresentato dall'investitore istituzionale che contravvenga alla dichiarazione di non effettuare investimenti diretti in società che generano più del 25% dei loro ricavi dalla produzione di carbone termico, considerato un prodotto ad elevato rischio per l'ambiente<sup>57</sup>.

---

<sup>55</sup> Cfr. G. FACCI, *Il danno da informazioni finanziaria inesatta*, Bologna, 2009, 226, laddove specifica come in questo caso l'interesse tutelato trovi protezione nell'art. 41 Cost.

<sup>56</sup> D'altro canto, come attentamente osservato da M. STELLA RICHTER JR, *Long-termism*, Destinato agli Scritti in onore di Vincenzo Di Cataldo, 2021, la formula ESG – ricomprendendo al suo interno profili ambientali, sociali e di buon governo societario – si riferisce a interessi disomogenei, tendenzialmente non coincidenti e spesso neppure coerenti tra loro. La stessa nozione di “sostenibilità” compendia sia fattori “sociali” sia fattori “ambientali”, che all'atto pratico rischiano di entrare in collisione, potendo il perseguimento di finalità sociali andare a detrimento degli aspetti ambientali e viceversa. Di conseguenza, è essenziale che l'intermediario finanziario decida e comunichi con precisione quali obiettivi di sostenibilità intende perseguire, in che misura e con quali modalità.

<sup>57</sup> L'esempio è tratto dalla lettera annuale indirizzata dai top manager di BlackRock (il più grande asset manager del mondo), ai propri clienti nel 2020 (BlackRock, *Sustainability as BlackRock's New Standard for Investing*, 2020),

Il tema – che merita sicuramente ulteriori e numerosi approfondimenti rispetto alla limitatezza di queste note – si inserisce all’interno del più ampio dibattito circa l’individuazione di strumenti giuridici che possano contribuire effettivamente alla transizione verso un’economia più sostenibile. Solo un adeguato sistema di *enforcement*, del resto, consente ai precetti in materia di sostenibilità di spostarsi da una dimensione meramente retorica e declamatoria al piano della vincolatività giuridica. La responsabilizzazione degli amministratori degli intermediari finanziari nel considerare i fattori ESG nel processo di corretta gestione dell’investimento si muove in questa direzione per un triplice ordine di ragioni. *In primis*, all’evidenza, si pone a tutela degli interessi particolari dei beneficiari finali, consentendo a questi ultimi di reagire dinnanzi all’operato dei gestori quando sia negligente perché non conforme agli impegni da questi assunti in tema di sostenibilità. In secondo luogo, agevola il contenimento di pratiche di c.d. *socialwashing* o *greenwashing* che sono lesive dell’interesse generale all’integrità del mercato<sup>58</sup>. Da ultimo, consente di rafforzare il ruolo che gli investitori istituzionali – in forza della partecipazione sempre più significativa nella proprietà delle società quotate di tutti i

---

laddove si legge: “*we are in the process of removing from our discretionary active investment portfolios the public securities (both debt and equity) of companies that generate more than 25% of their revenues from thermal coal production, which we aim to accomplish by the middle of 2020. [...] In addition, BlackRock’s alternatives business will make no future direct investments in companies that generate more than 25% of their revenues from thermal coal production*”.

<sup>58</sup> Sulle strategie di c.d. “socialwashing” o “greenwashing”, D. LENZI, *La finanza d’impatto e i green e social bonds. Fattispecie e disciplina tra norme speciali e principi generali*, in *Banca imp. soc.*, 1, 2021, 121, nt. 21: “L’espressione «greenwashing» – a cui si è poi ispirato il corrispondente «socialwashing» – è un neologismo tratto dal verbo «whitewash» che significa imbiancare e che è inteso, in questo contesto, nell’accezione di velare, nascondere. Con tale espressione si fa riferimento alla pratica di costruire un’immagine positiva in termini di impatto ambientale del prodotto, servizio o attività d’impresa, non corrispondente a realtà”; nonché E. GLIOZZI, *op. cit.*, che le definisce come “operazioni di marketing volte a dare una patina di verde e di responsabilità sociale alle strategie di investimento che i fondi intraprendono”.

più importanti mercati finanziari<sup>59</sup> – possono giocare nella promozione all'interno degli emittenti di una *corporate governance* sostenibile<sup>60</sup>.

---

<sup>59</sup> C. MAYER, *Prosperity: Better Business Makes the Greater Good*, cit., 120 li definisce come “*the largest owners of financial capital*”, evidenzia come: “*There is currently over \$70 trillion in assets under management by institutional investors*”. L. E. STRINE JR., *Toward Fair and Sustainable Capitalism: A Comprehensive Proposal to Help American Workers, Restore Fair Gainsharing between Employees and Shareholders, and Increase American Competitiveness by Reorienting Our Corporate Governance System toward Sustainable Long-Term Growth and Encouraging Investments in America's Future* (September 26, 2019). U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 19-39, disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3462454> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3462454>, rileva invece che: “*Institutional investors wield over 75% of stockholder voting power*”. In ambito europeo, CENTRO STUDI E RICERCHE ITINERARI PREVIDENZIALI IN COLLABORAZIONE CON BORSA ITALIANA, *Quaderno di approfondimento 2019. Investire in Italia: attivare le potenzialità del PaInvestitori istituzionali e asset alternativi: buone pratiche e strumenti per investire in economia reale*, 11 riporta che: “*L'aggregato degli asset totali degli investitori istituzionali (asset manager, fondi pensione e assicurazioni) ha ormai superato a livello europeo i 40 trilioni di euro raggiungendo una dimensione simile a quella del sistema bancario*”.

<sup>60</sup> L. E. STRINE JR., *op. cit.* Si veda altresì G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, in *Riv. soc.*, 1, 2020, 51 ss.

## **Moneta, cose fungibili e azione di rivendica fallimentare.**

**SOMMARIO:** 1. Il fatto e il principio di diritto: un'eccezione che conferma la regola? – 2. Danaro-bene fungibile e danaro-strumento di pagamento: presupposti qualificatori e corollari applicativi. – 3. *Segue*. Moneta *versus* cose: moneta-cosa nel *decisum* della Cassazione. – 4. Rivendica di cose fungibili, commistione e tutele nel fallimento. – 5. *Segue*: rivendica fallimentare, opponibilità e risoluzione del conflitto tra creditori.

### *1. Il fatto e il principio di diritto: un'eccezione che conferma la regola?*

La Cassazione torna a pronunciarsi sulla esperibilità della azione di rivendica nei confronti delle cose fungibili e sceglie di dare continuità all'orientamento più recente che la ammette includendo nell'ambito applicativo dell'art. 103 l. fall. anche il danaro<sup>1</sup>. Riassunto in questi termini il principio di diritto enunciato dai giudici di legittimità, sembrerebbe di essere dinanzi a una pronuncia rivoluzionaria, che sovverte i principi giuridici per tradizione applicati alla circolazione della moneta, riconducendola alle strette forme dei beni materiali. Ma ogni principio di diritto va letto in relazione alle caratteristiche del fatto che ha condotto le parti sino all'ultimo grado di giudizio e dette caratteristiche paiono invero ridimensionare la portata del *decisum*, quanto meno sul piano della individuazione della natura giuridica del danaro quale strumento di pagamento.

Questi i termini della questione: le imprese Alfa e Beta concludono un contratto in ragione del quale la seconda si obbliga nei confronti della prima a svolgere l'attività di "prelievo, trasporto, custodia, contazione, trattamento, confezionamento dei valori ritirati dalle stazioni e di successiva consegna degli stessi alla banca destinataria". Beta affida successivamente all'impresa Gamma l'incarico di contavalori, consegnandole a sua volta il danaro ricevuto. L'impresa Gamma fallisce e Beta, in surrogata di Alfa, esercita l'azione di rivendica al fine di ottenere la restituzione dei danari, sin dall'origine separati dal patrimonio della fallita, ma confusi con quelli degli altri clienti.

---

<sup>1</sup> Cass., 8 febbraio 2021, n. 2935, in *dirittobancario.it*.



La Cassazione si pronuncia sulla legittimità della decisione del Tribunale di Treviso che, in riforma del provvedimento del giudice delegato alla procedura di amministrazione straordinaria della società Gamma, riconosceva che il contratto intervenuto tra Alfa e Beta «non fosse comunque idoneo all'acquisto della proprietà dei denari affidati, poiché la loro consegna era avvenuta senza trasferimento di tale diritto, che era rimasto in capo alla mandante in qualunque fase dei servizi resi»<sup>2</sup>. I giudici di ultima istanza confermano in parte la posizione del Tribunale, riconoscendo, in continuità con il proprio più recente orientamento, che la consegna di beni fungibili non necessariamente determina il trasferimento della titolarità, ben potendo le parti escludere tale effetto, come d'altronde testimoniato dalla disposizione contenuta nell'art. 1782 c.c., in materia di deposito irregolare, la quale, nel prevedere che, «se il deposito ha per oggetto una quantità di danaro o di altre cose fungibili, con facoltà per il depositario di servirsene, questi ne acquista la proprietà ed è tenuto a restituirne altrettante della stessa specie e qualità», ammette implicitamente anche l'ipotesi contraria.

Tenuto conto della commistione dei danari dei clienti della società Gamma, la Cassazione considera altresì corretto il rinvio fatto dal Tribunale all'ultima parte dell'art. 939, comma 1, c.c., poiché la confusione del danaro avrebbe formato «un sol tutto», con conseguente impossibilità di separazione senza notevole deterioramento, venendo perciò a determinare una proprietà comune «in proporzione del valore delle cose spettanti a ciascuno». Cassa, invece, la sentenza impugnata nella parte in cui, al fine di calcolare le quote di spettanza di ciascun cliente, decide di dividere le somme rinvenute per il numero dei clienti, in proporzione di ciascuna quota, senza tenere conto di quanti effettivamente avessero domandato la restituzione, così ripartendo il rischio di eventuali ammanchi tra tutti. Secondo i giudici di legittimità, il Tribunale avrebbe dovuto «preoccuparsi di verificare se questi beni rientrassero nella disponibilità della procedura per la consistenza dovuta in restituzione [...], procedendo poi allo scioglimento della comunione e alla restituzione della somma reclamata in misura pari all'entità dovuta» e soltanto in presenza di un numero di domande di restituzioni tali da non consentire il soddisfacimento integrale di tutti avrebbe dovuto preoccuparsi «di ripartire gli ammanchi fra i

---

<sup>2</sup> Trib. Treviso, 20 gennaio 2016, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, II, 90 ss.

rivendicanti, perché unicamente in un simile frangente la restituzione in natura sarebbe stata resa impossibile dalla limitata quantità delle somme disponibili ed il problema del concorso nelle perdite [...] sarebbe divenuto attuale».

2. *Danaro-bene fungibile e danaro-strumento di pagamento: presupposti qualificatori e corollari applicativi.*

La pronuncia è di grande interesse per una serie di profili, il primo dei quali riguarda il suo impatto sulla qualificazione del danaro alla stregua di un bene giuridico inquadrabile alla luce della teoria dei beni allo stesso modo di qualunque altra cosa fungibile. È tradizionale l'insegnamento secondo il quale la moneta avente corso legale non assume rilevanza giuridica in ragione delle sue qualità fisiche, con la conseguenza che lo stesso attributo della fungibilità si atteggierebbe in maniera differente, nei termini cioè di una fungibilità assoluta<sup>3</sup>. Vale la pena sottolineare che i giudici di legittimità neppure si pongono il problema della equiparabilità della moneta alle cose fungibili, ove rappresentata dal pezzo di carta o dalla moneta metallica. Meglio, il presupposto concettuale che adottano a monte è esattamente l'opposto: ossia che la moneta materiale sia un bene fungibile. D'altra parte, il pur acclarato riconoscimento della peculiare rilevanza giuridica della banconota come strumento di pagamento non sempre è stato portato sino alla estrema conseguenza di negarne la riconducibilità al novero dei beni materiali ai fini della individuazione della disciplina applicabile. Spesso è stato infatti reputato sufficiente sottolineare che i requisiti della genericità, fungibilità e divisibilità assumono

---

<sup>3</sup> Al riguardo, la dottrina che si è occupata dei profili di qualificazione della prestazione monetaria è concorde. La mancanza di rilievo delle qualità fisiche del bene è insito nel riconoscimento dell'assenza di valore d'uso della moneta: tra gli altri, espressamente L. MOSCO, *Gli effetti giuridici della svalutazione monetaria*, Milano, 1948, 33 ss.; P. FERRO-LUZZI, *Il tempo nel diritto degli affari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2000, 404 ss.; O.T. SCOZZAFAVA, *Gli interessi monetari*, Napoli, 1984, 140 ss. Nello stesso senso B. INZITARI, *La moneta*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, F. Galgano (diretto da), Padova, 1986, 11 ss.; ID., *Obbligazioni pecuniarie*, in *Comm. c.c. Scialoja Branca*, Bologna-Roma, 2011, 22 ss.; ID., *L'adempimento dell'obbligazione pecuniaria nella società contemporanea: tramonto della carta moneta e attribuzione pecuniaria per trasferimento della moneta scritturale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, I, 133 ss.

caratteristiche tali da annullare il relativo rilievo proprio sul piano della selezione delle regole applicabili alla obbligazione pecuniaria<sup>4</sup>. Ciò, nel senso che la corrispondente prestazione sarebbe sempre generica, fungibile e divisibile, non dandosi perciò ai contraenti la possibilità di costruirla come specifica, infungibile o indivisibile<sup>5</sup>.

Ha scarsa utilità dilungarsi su tale aspetto, tenuto conto che le costruzioni prevalenti e anche la stessa giurisprudenza, preso atto della non riferibilità alla moneta avente corso legale dello statuto normativo proprio delle cose fungibili, costruiscono la prima come una *ideal unit*, superando l'inquadramento più risalente che riconduceva l'obbligazione pecuniaria alla obbligazione di genere<sup>6</sup>. Se la moneta legale è una unità ideale che non rileva giuridicamente per le sue qualità fisiche, si risolve in un non senso tentare di comporre i conflitti di interessi che la vedono come oggetto del contendere ricorrendo a schemi e categorie che invece presuppongono il rilievo di quelle qualità. Vero è che potrebbe sostenersi – come in effetti è stato fatto – che l'unità ideale circola per mezzo della banconota, che è pur sempre un documento cui si applicano le regole delle cose mobili. Non sembra tuttavia questa la strada per comprendere appieno il ruolo svolto dalla

---

<sup>4</sup> Emblematica al riguardo è la decisione di Trib. Mil., 19 gennaio 2004, in *Giur. it.*, 2004, 796, che, con specifico riferimento ai rapporti tra mandante e mandatario afferma che «la rimessione di somme incassate da parte del mandatario (con o senza rappresentanza) al mandante costituisce pagamento, in quanto tale revocabile in presenza degli altri requisiti previsti dalla l. fall., in considerazione della natura del danaro, quale bene fungibile, che, come tale, una volta entrato nel patrimonio di un soggetto, in assenza di un atto di individuazione, si confonde con ogni altra somma di sua proprietà, senza che altri possa quindi avanzare, allo scopo di ottenerne il trasferimento, pretesa diversa da un diritto di credito per l'importo a sé dovuto».

<sup>5</sup> Per tutti, T. ASCARELLI, *La moneta. Considerazioni di diritto privato*, Padova, 1928, 49; ID., *Obbligazioni pecuniarie*, in *Comm. c.c. Scialoja Branca*, Bologna-Roma, 1959, 126.

<sup>6</sup> In dottrina, B. INZITARI, *La moneta*, cit., 24 ss.; ID., *Obbligazioni pecuniarie*, cit., spec. 36 ss. In giurisprudenza, capofila è Cass., Sez. Un., 18 dicembre 2007, n. 26617, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, II, 553 ss., con commenti di v. G. LEMME, *La rivoluzione copernicana della Cassazione: la moneta legale, dunque, non coincide con la moneta fisica*, *ibidem*, 2008, II, 553 ss.; A. VENTURELLI, *Esibizione di assegno ed esatto adempimento dell'obbligazione pecuniaria*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2008, 1407 ss.; M. PENNASILICO, *L'estinzione della obbligazione pecuniaria mediante assegno circolare: a proposito di interpretazione "evolutiva" della legge*, in *Rass. dir. civ.*, 2010, 777 ss.

banconota nell'ambito della circolazione della ricchezza monetaria. Gli è infatti che la banconota, ove assuma rilevanza giuridica nell'ambito di una operazione economica alla stregua di uno strumento di pagamento, presuppone sempre l'esistenza di una relazione materiale con il suo titolare ai fini della imputazione del valore da essa rappresentato e della sua disposizione. Non v'è mai insomma possibilità di trasferimento senza la dazione e, dunque, estinzione dell'obbligazione pecuniaria senza consegna<sup>7</sup>. Né vale opporre, tornando al punto di partenza, che questa peculiare regola di circolazione sarebbe una conseguenza dell'essere l'obbligazione pecuniaria una obbligazione di genere e la banconota una cosa fungibile.

Al riguardo vale la pena fare una precisazione.

Assai spesso si afferma che i beni fungibili non possono essere trasferiti senza consegna e che perciò la consegna determina necessariamente anche il trasferimento del diritto<sup>8</sup>. La stessa giurisprudenza di legittimità fa riferimento a questo orientamento, seppure al fine di superarlo. Ebbene, sul piano della individuazione delle regole di circolazione dei beni, sembra che la deroga al principio

---

<sup>7</sup> Sia consentito rinviare a M. SEMERARO, *Pagamento e forme di circolazione della moneta*, Napoli, 2008, 79 ss. A tale proposito, sono illuminanti le considerazioni di P. FERRO-LUZZI, *Lezioni di diritto bancario*, Torino, 2004, 255 ss.

<sup>8</sup> Questa è la premessa concettuale all'orientamento giurisprudenziale che per lungo tempo ha negato la rivendicabilità di beni fungibili *ex art. 103 l. fall.*: per tutte Cass., 20 febbraio 1984, n. 1200 e Cass., 18 ottobre 2001, n. 12718, entrambe reperibili in *www.dejure.it*. Cfr., tuttavia, App. Bologna, 14 gennaio 2002, sempre in *www.dejure.it*. Cfr., in dottrina, G.B. PORTALE e A.A. DOLMETTA, *Deposito regolare di cose fungibili e fallimento del depositario*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1994, I, 842 ss.; L. SALAMONE, *La Cassazione fa un passo avanti rispetto alla giurisprudenza consolidata in materia di rivendicazione fallimentare (art. 103 l. fall.) di quantità di fungibili non individuati*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, 150 ss.

I riflessi applicativi di tale modo di costruire l'atto avente a oggetto beni fungibili si sono avvertiti in particolare nell'ambito delle procedure concorsuali, con specifico riferimento alla legittimazione ad agire in rivendica *ex art. 103 l. fall.* da parte dei clienti delle società di intermediazione. Prima dell'intervento riformatore del legislatore, che introdusse obblighi di contabilizzazione a carico degli intermediari per assicurare la separazione tra il patrimonio della società e quello dei clienti, la principale regola di riferimento era quella contenuta nell'art. 1707 c.c. (P. FERRO-LUZZI, *Le gestioni patrimoniali*, in *Giur. Comm.*, 1992, I, 53 ss.; P.G. JAEGER, *La separazione del patrimonio fiduciario nel fallimento*, Milano, 1968, 324 ss.). In argomento, *infra*.

consensualistico dipenda non tanto dal requisito della fungibilità che caratterizza il bene, bensì dall'essere la prestazione generica. Mentre la fungibilità è un requisito del bene, la genericità è un modo di essere della prestazione dalla quale soltanto dipendono le modalità con cui si producono gli effetti reali<sup>9</sup>. Per chiarire il concetto sono forse opportuni due esempi.

Ipotizziamo che Tizio si rechi a comprare un televisore nel negozio sotto casa e decida di scegliere un televisore, 15 pollici, della migliore marca presente nel negozio; che il negozio abbia almeno 10 televisori dello stesso modello e che Tizio, convinto della bontà della scelta, si rechi alla cassa e paghi, chiedendo all'addetto di consegnare il giorno dopo al suo domicilio il televisore messo da parte. Cambiando parzialmente l'esempio, immaginiamo che Tizio si rechi nel negozio di televisori; scelga il modello che più lo convince e paghi, chiedendo al commesso di consegnargli il giorno dopo uno dei televisori di quel modello presenti nel negozio. Senza girarci troppo intorno, nei due esempi rappresentati Tizio non acquista la proprietà del televisore nello stesso momento. Nel primo, Tizio acquista subito; nel secondo, acquista, ossia diventa titolare del diritto di proprietà sul bene, soltanto al momento della consegna. La ragione sta nel modo in cui i contraenti hanno costruito la prestazione, cui è collegata l'efficacia della fattispecie. Nel primo esempio, la prestazione è individuata; nel secondo è generica, a conferma che la genericità non è mai una qualità del bene ma è un modo di essere della prestazione e che l'individuazione del momento in cui si producono gli effetti reali dipende da come le parti esercitano la loro autonomia negoziale. A conferma, inoltre, che non è la consegna in quanto *traditio* della cosa a determinare l'effetto traslativo. La consegna assume il significato normativo di individuazione, ossia di specificazione del bene rispetto alla massa che, in quanto tale, consente che si produca il trasferimento<sup>10</sup>.

---

<sup>9</sup> S. PUGLIATTI, voce «Cosa in senso giuridico (teoria generale)», in *Enc. Dir.*, XI, Milano, 1962, 19 ss.; D. RUBINO, *La compravendita*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, XXIII, Milano, 1952, 95.

<sup>10</sup> Sui concetti di individuazione e di consegna U. MAJELLO, *L'individuazione nella vendita di genere*, in *Riv. dir., civ.*, 1957, I, 195; A. DALMARTELLO, *La prestazione nell'obbligazione di dare*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1947, 214 ss.

Circoscritta la rilevanza della scissione tra *titulus* e *modus acquirendi* sul piano della circolazione dei diritti sulle cose fungibili alle sole ipotesi in cui la prestazione sia costruita dai contraenti come generica, diventa agevole segnare le differenze con la prestazione pecuniaria<sup>11</sup>. La prestazione pecuniaria, a volere continuare a utilizzare le classificazioni più risalenti, sarebbe sempre generica. Seppure individuata prima della consegna, la specificazione del danaro non è da sola sufficiente ad assicurarne la spendibilità da parte dell'avente causa. A tal fine è necessaria la relazione materiale con il pezzo. Chi acquista tutto il grano presente nel granaio di Tizio all'ora x, invece, può a sua volta rivenderlo pur non avendone ancora il possesso materiale<sup>12</sup>.

Quanto detto dimostra che la moneta-banconota sfugge alle classiche regole di circolazione dei beni mobili, caratterizzandosi in definitiva per la costante coincidenza tra titolarità e legittimazione, a dimostrazione del fatto che chi possiede moneta, anche a prescindere da una valida investitura a monte, è sempre legittimato a disporne. A volere indagare ulteriormente infatti, sembra che ai fini del trasferimento del valore monetario non sia neppure necessaria una valida manifestazione di volontà. Chi ha a disposizione moneta e la utilizza, indipendentemente dalle modalità con le quali se la sia procurata, paga bene, estinguendo l'obbligazione pecuniaria. Non sembra, insomma, che il terzo che riceve il danaro in pagamento possa mai essere esposto all'azione di rivendica, pure se prende in mala fede. La giurisprudenza sostiene che alla moneta cartacea resta applicabile la regola del possesso vale titolo<sup>13</sup>. La prova dei fatti, tuttavia, smentisce questa posizione. Il possesso della banconota, ai fini della composizione del conflitto di interessi tra legittimo titolare e terzo avente causa non pare proprio assumere rilevanza nei termini di un indice di circolazione del bene. Esso, piuttosto, sembra atteggiarsi a criterio di imputazione del valore monetario al patrimonio. Tradotto: il conflitto di interessi si risolve a

---

<sup>11</sup> Sullo schema traslativo degli atti di alienazione di cose generiche v., in particolare, A. CHIANALE, *Obbligazione di dare e trasferimento della proprietà*, Milano, 1990.

<sup>12</sup> P. FERRO-LUZZI, *Il tempo nel diritto degli affari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2000, I, 404 ss. Sia consentito rinviare a M. SEMERARO, *op cit.*, 79 ss.

<sup>13</sup> App. Roma, 10 marzo 2015, n. 1603, sulla quale v. il commento di U. MALVAGNA, *Rivendica di «moneta scritturale»?*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2018, 816 ss.

favore della successiva spendibilità della moneta di cui si è conseguito il possesso. Che non significa che chi sia stato spogliato sia sfornito di tutele<sup>14</sup>. L'appropriazione di danaro altrui resta sempre un illecito, nei confronti del quale è possibile esercitare l'azione risarcitoria.

### 3. Segue. *Moneta versus cose. Moneta-cosa nel decisum della Cassazione.*

Superato definitivamente l'equivoco della equiparabilità della moneta-banconota alle cose, resta da valutare la reale portata del pronunciamento in commento. Leggendo nelle pieghe della argomentazione pare davvero indiscutibile che la soluzione adottata dai giudici di legittimità non sia in grado di sovvertire quanto sinora affermato sulla rilevanza giuridica del danaro. A scanso di equivoci, va subito detto che la moneta oggetto di rivendica cui si riferisce la Cassazione non viene in considerazione – né potrebbe – *sub specie iuris* come strumento di pagamento<sup>15</sup>.

Segnatamente, nella pronuncia si legge che i danari non sono stati trasferiti in proprietà e si sottolinea che è «la conformazione concreta

---

<sup>14</sup> Già T. ASCARELLI, *Obbligazioni pecuniarie*, cit., 16 ss., pur inquadrando l'obbligazione pecuniaria in termini di obbligazione di dare cose generiche, era costretto ad affermare che «la qualità di strumento di scambio dei pezzi monetari può importare il loro assoggettamento a particolari regole, diverse da quelle che vigono per i beni mobili in generale [...] e ispirate, appunto, alla loro funzione di strumento di scambio. Così il principio “possesso di buona fede vale titolo” viene invocato per i pezzi monetari [...] anche indipendentemente dall'esistenza di un analogo principio generale per le cose mobili o oltre i limiti dettati per le cose mobili in generale». Per il superamento del riferimento alla regola contenuta nell'art. 1153 c.c. M. SEMERARO, *op. cit.*, 92 ss., ove si ricostruisce il bene in senso giuridico moneta avente corso legale in termini di disciplina dell'imputazione di una quota di ricchezza convenzionale e della sua disponibilità.

<sup>15</sup> Ove così non fosse stato, paiono davvero insuperabili le parole di C. ANGELICI, *L'inquadramento dei titoli del debito pubblico nella fattispecie dei titoli di credito*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1988, I, 480, secondo il quale «il deposito del denaro è sempre, e non può non essere, *irregolare*. Ritengo cioè che la consegna di danaro ad altri, pur qualificata da un intento di custodia, implichi necessariamente che il rischio si ponga in capo a chi lo detiene; implichi inoltre, egualmente di necessità, che l'obbligo di restituzione non possa essere circoscritto a determinati pezzi monetari. Il danaro, in sostanza, *in quanto strumento legale di pagamento* (corsivo mio) piuttosto che bene, non soltanto è per sua natura fungibile, ma neppure, se ben vedo, può essere dall'autonomia privata regolato come infungibile».

del titolo che regola la consegna del bene e non la natura fungibile dello stesso a determinare il passaggio di proprietà in capo al depositario». Viene così superata l'idea che la *traditio* delle cose fungibili comporti di necessità l'attribuzione al fatto di una efficacia traslativa, poiché la tipologia di effetto dipende da ciò che le parti hanno pattuito. Il passaggio, sebbene fondamentale ai fini dell'inquadramento della vicenda, non è tuttavia sufficiente a chiarire le peculiarità della fattispecie decisa e la ragione per la quale la soluzione accolta non sia estensibile *tout court* alla moneta-banconota. La Cassazione, infatti, omette di segnalare che le monete oggetto di contrattazione tra Alfa e Beta e poi consegnate a Gamma vengono in considerazione nell'economia di quella operazione contrattuale esattamente come cose, assumendo rilevanza giuridica in ragione delle loro qualità fisiche. Il contrario, insomma, di quanto accade quando oggetto di contrattazione è la moneta avente corso legale quale strumento di pagamento. I danari vengono consegnati prima a Beta e poi a Gamma per essere contati. Individuato così lo scopo in relazione agli interessi delle parti, il trasferimento della proprietà si rivelerebbe un effetto sovrabbondante. In una certa prospettiva, la decisione della Cassazione conferma che l'efficacia di un atto dipende da come le parti hanno strutturato il regolamento contrattuale, non avendo perciò nulla a che fare con le qualità dei beni<sup>16</sup>. Il piano di rilevanza resta dunque la qualificazione del fatto. Non deve tuttavia ingannare il riferimento esclusivo al titolo, quando oggetto del contratto sia la moneta. In questi casi, infatti, l'alterazione delle regole di circolazione del pezzo monetario dipende dalla diretta influenza esercitata dal titolo sulla rappresentazione dell'oggetto del contratto, la quale a sua volta impedisce che le situazioni giuridiche dei contraenti possano essere oggettivate nell'utilità data dal possesso della banconota quale criterio di imputazione del valore al patrimonio e condizione di sua spendibilità.

La diversa rilevanza che la banconota può assumere ai fini qualificatori non è certo un fatto nuovo. Scolastico è l'esempio della moneta da collezione, anche se a corso legale. In tale ipotesi è indubbio che alla moneta sarà applicabile la disciplina dettata per i beni mobili. La sua rilevanza, in relazione all'interesse del titolare, è equiparabile a quella di qualunque altra cosa provvista di un valore d'uso. La

---

<sup>16</sup> Per tutti, G.B. PORTALE e A.A. DOLMETTA, *op. cit.*, 842 ss.



situazione giuridica del proprietario non è dunque sovrapponibile a quella del titolare di moneta-banconota, includendo, accanto alla facoltà di disposizione, anche la facoltà di godimento, solitamente esclusa per la seconda. L'eventuale contratto concluso tra il collezionista e l'organizzatore di una esposizione, pur non essendo un deposito regolare, parimenti non potrà produrre efficacia traslativa<sup>17</sup>. Nel caso deciso dalla Cassazione di diverso c'è che per il dante causa l'oggetto della prestazione in effetti altro non è che una moneta-banconota. Ciò nondimeno, agli effetti del contratto, risulta decisivo il modo nel quale le parti hanno preso in considerazione quelle monete: quali oggetti dei servizi di prelievo, di trasporto, di custodia, di contazione, di trattamento e di confezionamento. Quali oggetti, cioè, di attività materiali la cui valutazione in termini di esatto adempimento presuppone la rilevanza del substrato fisico dei beni consegnati.

#### *4. Rivendica di cose fungibili, commistione e tutele nel fallimento: l'approccio della giurisprudenza.*

Escluso il trasferimento della titolarità delle monete, il passo successivo consiste nel riconoscimento della legittimazione ad agire in rivendica *ex art. 103 l. fall.* A monte, nel ragionamento dei giudici è dunque centrale l'accoglimento dell'orientamento sulla proponibilità di

---

<sup>17</sup> Nell'esempio rappresentato il referente oggettivo della contrattazione è costituito senza dubbio dalla cosa provvista di valore d'uso (l'interesse delle parti si appunta, infatti, sul bene che per le proprie qualità fisico-materiali è idoneo a soddisfare in via immediata un bisogno). Sebbene l'esistenza di sì fatto interesse comporti l'applicabilità di parte della disciplina dettata per le cose (ad esempio il perimento del bene determinerà l'estinzione dell'obbligazione), va pure detto che ciò non sempre può bastare a sottrarre quel pezzo monetario alle regole di circolazione poc'anzi ricordate a proposito della peculiarità del regime al quale è sottoposta la moneta strumento di pagamento. Segnatamente, finché la moneta è al contempo valuta, la circostanza che si atteggi a oggetto del singolo rapporto, al pari di un bene provvisto di valore d'uso, è profilo che individua senza dubbio la disciplina applicabile tra le parti, ma che assicura l'opponibilità della pretesa anche ai terzi soltanto qualora ricorra un criterio di imputazione (Cfr., tra gli altri, E. QUADRI, *Le obbligazioni pecuniarie*, in *Tratt. Rescigno*, IX, Torino, 1984, 447). Da ciò la rilevanza nel caso deciso dalla Cassazione della separazione delle monete dal patrimonio della società fallita (v. *infra*).

questa azione anche nei confronti di beni fungibili<sup>18</sup>. Superata l'idea che la consegna di tale tipologia di beni comporti necessariamente il trasferimento del diritto e individuata l'efficacia dell'atto in relazione al titolo, la Cassazione reputa esercitabile l'azione nonostante oggetto dell'obbligazione restitutoria siano monete, a patto che le stesse non si siano confuse con il patrimonio del soggetto fallito<sup>19</sup>.

Quest'ultimo passaggio sulla separazione, nel dipanarsi delle argomentazioni della Cassazione, diventa essenziale e concorre a evidenziare le peculiarità della vicenda. La prova della separazione delle monete dal patrimonio della fallita costituisce infatti l'unico strumento idoneo ad accertarne l'estraneità alla massa fallimentare, sì da rendere opponibile la pretesa. D'altro canto, ove la separazione delle monete non ci fosse stata, l'esistenza del titolo non sarebbe stata sufficiente a garantire detta opponibilità, considerata pure la natura del bene. Ove infatti le monete si fossero confuse con il patrimonio di Gamma, la relazione materiale con le stesse avrebbe determinato la prevalenza della disciplina circolatoria del danaro quale strumento di pagamento<sup>20</sup>.

Il ragionamento che conduce i giudici di legittimità a dare rilevanza a questa mancata confluenza invero non è nuovo ed è stato utilizzato dalla giurisprudenza anche in fattispecie in cui oggetto di azione di

---

<sup>18</sup> Cass., 14 ottobre 1997, n. 10031, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, II, 141 e in *Corr. Giur.*, 1998, 301 ss., con nota di A. DI MAJO, *Fiducia trasparente e intestazione fiduciaria*; Cass., 28 febbraio 2011, n. 4813, reperibile su *www.dejure.it*.

<sup>19</sup> Come detto, la maggior parte delle pronunce è stata resa nell'ambito di controversie aventi a oggetto strumenti finanziari. In tale ambito, la previsione dell'art. 103 l. fall. va coordinata con la disciplina speciale in materia di Società di intermediazione finanziaria e dunque, con l'art. 22 Tuf, che introduce il principio della separazione tra patrimonio della società e patrimonio dei clienti, e con l'art. 91 Tuf, che, sul presupposto del rispetto del suddetto principio, individua uno speciale criterio di risoluzione dei conflitti tra clienti titolari degli strumenti finanziari e restanti creditori della società: in dottrina v. R. COSTI e L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, Padova, 2004, 353; E. GABRIELLI e R. LENER, *Mercati, strumenti finanziari e servizi d'investimento*, in *I contratti del mercato finanziario*, Torino, 2004; in giurisprudenza Cass., 12 giugno 2007, n. 13762, con nota di F.S. COSTANTINO, *Rivendica di somme di danaro inerenti a servizi d'investimento nella legge fallimentare*, in *Fall.*, 2007, 1139 ss. Fa eccezione Cass., 28 febbraio 2011, n. 4813, reperibile su *www.dejure.it.*, sulla quale v. *infra*.

<sup>20</sup> Cfr. le osservazioni di C. MAIORCA, voce «*Commistione*», in *Novissimo Dig.*, Torino, 1967, 662 ss.

rivendica erano beni fungibili diversi dal danaro. Basti a questo proposito citare il precedente sul mais stoccato<sup>21</sup>. Lì la Cassazione ammetteva la possibilità di provare la titolarità mediante l'accertamento della separazione del mais dal patrimonio del fallito; accertamento dato dalla prova della locazione, a favore dell'istante, dell'immobile nel quale veniva stoccato il cereale. Il mais, pur restando appartenente al genere e pur restando bene fungibile, a opinione della Corte avrebbe potuto essere individuato in quanto depositato nell'immobile di utilizzo esclusivo dell'impresa conduttrice, divenendo così suscettibile di restituzione. La prova dell'esistenza del titolo, in altri termini, avrebbe reso opponibile la pretesa al fallimento.

Nella fattispecie decisa con la sentenza in commento accade qualcosa di analogo. La prova della titolarità è parimenti fornita attraverso l'opponibilità al fallimento del titolo in virtù del quale le monete vengono collocate in apposito deposito e la relativa confluenza nel *caveau* impedisce che a esse si applichi, sul piano della circolazione, il regime della moneta strumento di pagamento. L'avvenuta separazione è pertanto anzitutto strumentale a fornire la prova della titolarità dal danaro in capo all'istante. Ma costituisce anche la premessa concettuale che consente il successivo rinvio alla disciplina dell'unione e commistione. Accanto ai profili di analogia con la fattispecie del mais stoccato, nel caso deciso dalla Cassazione c'è infatti un elemento di discontinuità: la confluenza di monete appartenenti a più soggetti nel medesimo *caveau*.

La norma presa a riferimento per la soluzione di questo ulteriore conflitto è contenuta nell'ultima parte dell'art. 939, comma 1, c.c., ove si afferma che nell'ipotesi in cui le cose appartenenti a diversi proprietari e che sono state unite o mescolate non siano facilmente separabili «la proprietà ne diventa comune in proporzione del valore delle cose spettanti a ciascuno»<sup>22</sup>.

Al riguardo va subito detto che il rinvio all'unione e alla commistione nel caso di specie può in astratto giustificarsi soltanto in ragione della riconosciuta rilevanza delle monete consegnate alla stregua di cose. Fuor di ogni dubbio, non sarebbe stato possibile

---

<sup>21</sup> Cass., 28 febbraio 2011, n. 4813, citata alla nota 19.

<sup>22</sup> A.A. DOLMETTA, *Rivendica di cose fungibili in contesti concorsuali e proprietà «individue»*. A proposito degli artt. 939 c.c., 103 legge fall. e 91, commi 2 e 3, TUB, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, II, 101 ss.

chiamare in causa l'art. 939 c.c. al fine della risoluzione del conflitto ove le monete fossero venute in considerazione, *ab origine*, quali strumenti di pagamento. La peculiare natura del bene danaro spiega altresì la ragione per la quale la relativa separazione dal patrimonio della fallita assurga a presupposto imprescindibile per l'applicazione di questa disciplina. Evocare l'unione e la commistione rispetto alla moneta sembra riuscire a restituire ipotesi di composizione del conflitto tra più titolari fino a che la fattispecie concreta evidenzia l'esistenza di un criterio di imputazione che in qualche modo renda riferibile il valore monetario al suo effettivo titolare. Ove invece un tale criterio manchi, come è ad esempio pure nel caso in cui il danaro confluisca in un deposito intestato a terzi, ci si deve arrendere dinanzi alla constatazione della relativa inapplicabilità, tenuto conto che la confluenza di danaro proprio in un deposito altrui determina una confusione tra beni che non può mai tradursi nella contitolarità degli stessi<sup>23</sup>.

L'interpretazione che la Cassazione offre di questa disciplina tradisce una impostazione della questione giuridica sottesa tutta orientata verso il criterio della appartenenza più che verso quello della opponibilità, segnalando assai bene i limiti della tutela proprietaria nel contesto delle procedure fallimentari. In particolare, i giudici di legittimità cassano la scelta del Tribunale di distribuire la perdita derivante dalla sottrazione delle monete tra tutti i depositari, affermando che essa «confligge [...] con l'intima natura della rivendica di cose fungibili [...] poco prima accertat(a)», finendo «per attribuire alla massa attiva della procedura somme oramai riconosciute come ad essa non appartenenti» e conclude, pertanto, che «solo a fronte di una pluralità di domande di comunione di consistenza tale da non consentire un'integrale soddisfazione del diritto di ciascuno il collegio dell'opposizione si sarebbe dovuto preoccupare di ripartire gli ammanchi fra i rivendicanti».

---

<sup>23</sup> F. FERRARA, *Trattato di diritto civile*, I, Napoli, 1985, 861; W. BIGIAMI, *Legittimazione attiva e passiva nella ripetizione dell'indebito*, in *Riv. dir. comm.*, 1929, II, 273 ss.; R. SACCO, *Il contratto*, in *Tratt. Vassalli*, Milano, 1975, 611 ss.; B. INZITARI, *La moneta*, cit., 33 ss.; C.M. BIANCA, *Diritto Civile, La proprietà*, Milano, 1999, 392 ss., secondo il quale «non vi è luogo alla formazione di una comunione poiché il danaro non rileva per la sua materialità ma per il suo valore, concorrendo a formare un'entità contabile, la liquidità pecuniaria, generalmente costituita da diritti di credito».

In sede di commento alla decisione di primo grado si è detto che il Tribunale avrebbe fatto in definitiva applicazione della regola contenuta nell'art. 91 Tub, in tema di liquidazione coatta amministrativa dell'intermediario<sup>24</sup>, dove si prevede espressamente che nel caso di omessa separazione dei patrimoni dei clienti o di insufficienza degli strumenti finanziari a effettuare tutte le restituzioni «i commissari procedono, ove possibile, alle restituzioni [...] in proporzione dei diritti per i quali ciascuno dei clienti è stato ammesso alla sezione separata dello stato passivo, ovvero alla liquidazione degli strumenti finanziari di pertinenza della clientela e alla ripartizione del ricavato secondo la medesima proporzione».

L'osservazione coglie nel segno e aiuta a mettere in evidenza un'ulteriore possibile prospettiva interpretativa. In apice, la scelta per l'una o l'altra soluzione sembra dipendere infatti, da un lato, dalla definizione dell'ambito di applicazione dello stesso art. 939 c.c. e, dall'altro, dall'inquadramento sistematico dell'azione di rivendica *ex* art. 103 l. fall.

Sul primo piano, a dire il vero, diversi indizi depongono per l'estraneità della vicenda esaminata dalla Cassazione all'ambito applicativo dell'art. 939 c.c. In prima battuta, v'è la *ratio* della norma. Siamo di fronte a una regola che risolve un conflitto tra più proprietari e che sembra avere nella titolarità della situazione dominicale la sua premessa. La relativa applicazione nelle ipotesi in cui la confusione non determini il passaggio di titolarità da un patrimonio all'altro presuppone l'accertamento con esito positivo dell'appartenenza dei beni a chi chiede la restituzione, con la conseguenza che, ove la proprietà non venga provata, non dovrebbe esserci spazio per discutere neppure di unione e di commistione. Né, in senso contrario, sembra deporre l'ultimo inciso della disposizione, là dove è previsto che se le cose non sono separabili senza notevole deterioramento «la proprietà ne diventa comune in proporzione del valore delle cose spettanti a ciascuno».

Segnatamente, sulla portata di tale inciso con riferimento ai beni fungibili non c'è accordo in dottrina. Come aveva fatto il Tribunale prima, la Cassazione accoglie l'orientamento che individua nella mescolanza il fatto costitutivo di una comunione *pro indiviso*, sul presupposto della non riferibilità delle singole cose a ciascun titolare e

---

<sup>24</sup> A.A. DOLMETTA, *op. cit.*, 101 ss.

della conseguente relativa indistinguibilità<sup>25</sup>. La premessa concettuale è dunque la più tradizionale: atteso che con la confusione le cose fungibili perdono la loro individualità giuridica anche come massa, neppure sarebbe prospettabile una titolarità per quantità non potendosi individuare i singoli beni in origine oggetto di proprietà da parte del singolo. In direzione opposta va però altra costruzione, seconda la quale rispetto a tale tipologia di beni la regola della commistione subirebbe qualche adattamento: la mescolanza darebbe luogo a una comunione *pro diviso*, potendo perciò ciascun proprietario ottenere la divisione anche mediante l'esercizio dell'azione di rivendica<sup>26</sup>.

Ebbene, sulla scia di questo secondo orientamento l'estraneità del conflitto di interessi che si rappresenta dinanzi ai giudici di legittimità rispetto alla disciplina contenuta nell'art. 939 c.c. sembra evidente. Esso presuppone infatti l'identità, sotto il profilo quantitativo, tra le cose che si confondono e le cose confuse. In sua assenza non sarebbe agevole ipotizzare l'applicazione della previsione, tornando nuovamente attuale la questione della prova della proprietà delle singole cose. Né pare che la sottrazione possa fare scivolare la fattispecie entro l'ambito applicativo della seconda disposizione contenuta nell'art. 939, comma 1, c.c. La non facile separabilità, che per i beni fungibili coincide con l'indistinguibilità delle proprietà singolari data dalla insufficienza dei beni a soddisfare integralmente le pretese di tutti, dovrebbe quantomeno dipendere dalla medesima confusione e non anche da un fatto successivo e da essa distinto. Ciò in virtù della circostanza che la confusione è un modo di acquisto della proprietà e che l'art. 939 c.c. prende in considerazione esattamente l'incidenza dell'unione e della mescolanza sugli assetti proprietari pregressi.

Sebbene più articolato, l'esito del ragionamento non pare cambiare di molto anche con riguardo alla prima costruzione, specie se si tiene conto del suo presupposto concettuale. L'individuazione di una

---

<sup>25</sup> F. PIGA, voce «*Commistione e unione*», in *Enc. Dir.*, Milano, 1960, 912.

<sup>26</sup> Condivisibilmente in questo senso C. MAIORCA, *op. cit.*, 662 ss. e, sulle medesime posizioni, G. BONILINI, voce «*Commistione*», in *Digesto/civ.*, III, Torino, 1988, 14 e A. GAMBARO, *Il diritto di proprietà*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano, 1995, 831, i quali reputano che con riferimento ai beni fungibili sarebbe incongruo discorrere di unione e commistione, non venendosi mai a creare una comunione *pro indiviso*.

comunione *ab origine pro indiviso* quale effetto della confusione sarebbe la conseguenza, in questa prospettiva, della impossibilità di fornire la prova della proprietà individuale. La sottrazione di alcuni beni, pertanto, non cambierebbe la natura della comunione, che resterebbe *pro indiviso*. Su questa linea, si potrebbe forse pure argomentare sulla idoneità della sopravvenuta insufficienza delle cose a determinare il riparto delle perdite tra tutti i comunisti in proporzione delle quote di spettanza di ciascuno. Resta ciò nondimeno vero che tale effetto dovrebbe trovare la sua fonte nella disciplina della comunione. Ancora, questa linea interpretativa non potrebbe mai condurre a riconoscere la restituzione dell'intera quota in ragione del criterio della priorità temporale dell'istanza, come invece sembra concludere la Cassazione, relegando la necessità del riparto delle perdite alla ipotesi della concreta insufficienza dei beni in relazione al numero delle domande. Una tale soluzione si fonderebbe infatti sul riconoscimento della proprietà individuale che l'interpretazione riferita esclude.

La sensazione è in definitiva che la disciplina dell'unione e della commistione non sia pensata per risolvere il genere di conflitti che presenta la fattispecie esaminata dalla Cassazione, in quanto diretta anzitutto a comporre il conflitto tra più proprietari nei termini dell'individuazione dei soggetti o del soggetto cui spetta la titolarità in relazione al criterio della separabilità o inseparabilità delle cose unite o commiste.

I dubbi sulla riferibilità alla fattispecie *de qua* dell'art. 939 c.c. trovano conferma anche nella giurisprudenza formatasi prima della entrata in vigore dell'art. 91 Tub. Sebbene in ambito differente, una non recente pronuncia della stessa Cassazione, rispetto a una fattispecie avente a oggetto strumenti finanziari appartenenti a più clienti di una società fiduciaria, separati dal patrimonio della medesima società ma confusi tra loro, decise per l'inapplicabilità, in quanto *ius superveniens*, della previsione di nuova introduzione contenuta nel secondo comma dell'art. 91 Tub, limitandosi perciò ad ammettere gli istanti al passivo in concorso con gli altri creditori<sup>27</sup>. La motivazione fu fondata, tra l'altro, sulla necessità che gli strumenti fossero direttamente riferibili ai

---

<sup>27</sup> Cass., 12 settembre 2008, n. 23560, in *Nuova giur. comm.*, 2009, I, 243 ss., con nota di P. BONTEMPI, *La tutela dei fiduciari in caso di crisi delle società fiduciarie prima e dopo l'entrata in vigore della riforma dei mercati finanziari*, *ivi*, 249 ss.

rispettivi proprietari. L'azione di rivendica, per un verso, avrebbe richiesto «anche la possibilità di risolvere il potenziale conflitto tra i vari fiducianti in ordine ai beni che fanno parte del patrimonio gestito» e, per altro verso, avrebbe potuto essere proposta in via tardiva, dovendo perciò «gli organi della procedura [...] accertare che i beni rivendicati po(tessereo) essere riferiti indiscutibilmente al soggetto rivendicante». Insomma, quella Cassazione esclude che in alternativa si potesse ricorrere alla disciplina dell'unione e commistione. A monte della pronuncia c'è senza dubbio la peculiare funzione della disciplina in materia di doppia separazione patrimoniale, anzitutto volta a tutelare gli investitori in ipotesi di crisi dell'intermediario. Sicché potrebbe pure predicarsi l'eccentricità della fattispecie rispetto a quella avente a oggetto la richiesta di restituzione di beni fungibili diversi da strumenti finanziari. È nondimeno vero che anche in un ambito dove forte è avvertita l'esigenza di tutelare il creditore, l'omessa individuazione dei beni è venuta a costituire un limite all'accoglimento dell'azione di rivendica e di restituzione.

Con ciò non si vuole avallare la soluzione adottata da questa pronuncia, ma soltanto dimostrare che orientare l'interpretazione della disciplina al criterio della appartenenza rischia di rendere angusti i confini delle tutele riservate a chi oppone la proprio pretesa sulla base di un titolo antecedente alla procedura concorsuale.

##### *5. Segue: rivendica fallimentare, opponibilità e risoluzione dei conflitti tra creditori.*

Si è detto che il rinvio alla disciplina della unione e commistione al fine di risolvere il conflitto tra i depositanti di moneta tradisce l'approccio dei giudici di legittimità alla soluzione della questione giuridica sottesa alla vicenda. Approccio, tutto orientato verso il criterio dell'appartenenza e non a quello della opponibilità.

L'elaborazione teorica sulla portata dell'azione *ex art. 103 l. fall* è ampia<sup>28</sup>. Nell'economia delle seguenti brevi riflessioni non si intende indugiare su di essa, ma soltanto mettere in evidenza che le diversità sottolineate in dottrina tra questa azione e la rivendica codicistica

---

<sup>28</sup> Ampiamente sul tema, L. SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, Padova, 2001.



possono aiutare a impostare diversamente la risoluzione dei conflitti espressi dalla vicenda esaminata dalla Cassazione, aprendo a una differente e più ampia tutela.

I passaggi argomentativi utilizzati dai giudici di legittimità sembrerebbero sottendere il riconoscimento di un deciso accostamento tra l'azione di rivendica *ex art. 103 l. fall.* e quella codicistica. È proprio tale accostamento, d'altro canto, che conduce a guardare alla disciplina della unione e commistione. Dal diverso angolo visuale di chi nega l'opportunità di costruire la prima sulla falsariga della seconda, è stato osservato che lo scopo cui tende l'azione di rivendica in sede fallimentare è anzitutto di rendere opponibile la pretesa del terzo al fallimento, contribuendo a escludere dalla massa ciò che le è estraneo<sup>29</sup>. Su questa linea, va peraltro considerato che a seguito della riforma è oramai pacifica l'inclusione tra i legittimati ad agire *ex art. 103 l. fall.*, che a sua volta contempla anche le azioni di restituzione, pure dei titolare di diritti personali, a riprova delle finalità della rivendica fallimentare, sottoposta peraltro a un regime probatorio differente rispetto a quello previsto per la rivendica codicistica.

A questa stregua, l'accertamento della separazione dei beni dal patrimonio del fallito dovrebbe costituire il principale strumento di prova in prima battuta della non titolarità delle monete da parte dello stesso. La sottrazione di alcune delle monete dal *coveau*, perciò, diventerebbe elemento fattuale idoneo a introdurre un nuovo conflitto tra i depositanti risolvibile anche attraverso regole differenti da quella proprietaria. Ciò, laddove la ragione del conflitto è data proprio dalla insufficienza dei beni, che rende a sua volta inutile il riferimento alla regola proprietaria. In questa differente prospettiva, recuperate le specificità del contesto nell'ambito del quale è esercitata la azione di rivendica, è ben possibile addivenire a un differente bilanciamento di interessi che tenga conto degli interessi, da un lato, degli istanti e, dall'altro, anche dei restanti creditori.

---

<sup>29</sup> L. SALAMONE, *Il ruolo della grandezza numerica nella opponibilità della gestione di beni fungibili ai creditori del gestore*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, II, 568 ss., ma già in *La Cassazione fa un passo avanti rispetto alla giurisprudenza consolidata in materia di rivendicazione fallimentare (art. 103 l. fall.) di quantità di fungibili non individuati*, cit., 150 ss.; M. COSSU, *Principio di separatezza nella gestione di portafogli di investimento e insolvenza della S.i.m.*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2002, 606 ss.

La soluzione adottata dal Tribunale riprodurrebbe il bilanciamento introdotto dall'art. 91, comma 2 TUB. Al riguardo va subito detto che le previsioni contenute in questo articolo vanno coordinate con quelle di cui all'art. 22 Tuf, che sanciscono il principio della doppia separazione tra il patrimonio dell'intermediario e dei cliente e tra i patrimoni dei cliente. L'ambito di applicazione di tale disciplina è dato dalla liquidazione coatta amministrativa dell'intermediario finanziario e il relativo scopo è di assicurare una maggiore tutela dell'investitore nell'ipotesi di crisi della società di investimento. Con il principio della doppia separazione si è dato ingresso nell'ordinamento a un criterio formale di imputazione della situazione giuridica, di là dalla sua qualificazione in termini di proprietà, assicurando una tutela reale al suo titolare, garantendo perciò l'opponibilità della pretesa<sup>30</sup>. La sua introduzione ha costituito una novità per il sistema, rafforzando la tutela offerta dall'art. 1707 c.c.<sup>31</sup>.

Sul piano funzionale, l'art. 91 Tuf è norma anzitutto deputata a risolvere il conflitto tra i creditori dell'intermediario, tra i quali ci sono anche quelli che vantano una pretesa sui beni nella disponibilità del soggetto messo in liquidazione<sup>32</sup>. È pertanto norma assai differente da quella espressa dalla disposizione contenuta nell'art. 939, comma 1, c.c.: regola proprietaria, intesa a risolvere un conflitto tra proprietari di beni che si sono uniti o commisti<sup>33</sup>. Senza dubbio sarebbe un non senso predicare la necessaria riferibilità della cosa fungibile al singolo proprietario ove i beni costituenti la massa separata fossero sotto il profilo quantitativo esattamente quelli che si sono confusi e per questo soltanto mettere in non cale il criterio espresso dalla disciplina della

---

<sup>30</sup> In argomento anche M. COSSU, *op. cit.*, 606 ss.

<sup>31</sup> G. OPPO, *Mandato ad acquistare azioni versate alla Monte Titoli e fallimento del mandatario*, in *Riv. dir. impr.*, 1991, 21 ss.

<sup>32</sup> La logica sottostante a questa previsione è dunque assai diversa da quella che caratterizza la disposizione contenuta nell'art. 939 c.c., non foss'altro perché quest'ultimo compone un conflitto tra proprietari, mentre l'art. 91 Tub risolve anzitutto un conflitto tra creditori, assicurando ad alcuni di questi, che vantino un titolo idoneo a riferire il bene direttamente al relativo patrimonio, l'opponibilità delle proprie ragioni alla procedura concorsuale. E il segno di questa diversità sta proprio nella inclusione nell'ambito applicativo dell'art. 91 Tub dell'ipotesi in cui i beni separati non siano sufficienti a soddisfare tutte le pretese dei clienti.

<sup>33</sup> Cfr., tuttavia, S. FORTUNATO, sub. *art. 91*, in *Comm. t.u.b. Capriglione*, Padova, 2018, 1231.

unione e commistione. La ragione di fondo della relativa inapplicabilità resta infatti l'estraneità della vicenda al sua stessa area di inferenza. Ma tale estraneità risulta viepiù evidente nell'ipotesi di segno contrario; ossia, qualora tale corrispondenza non sussista.

Nel loro essere collegate all'art. 22 Tuf, le norme contenute nell'art. 91 Tub hanno senza dubbio carattere speciale. Non sembra però che abbiano anche carattere eccezionale. Considerato che con il principio della doppia separazione patrimoniale si introducono regole contabili in grado di rappresentare criteri formali di imputazione, sì da superare le molte difficoltà di prova della titolarità cui i clienti delle società di intermediazione andavano incontro nel passato, va tenuto in debito conto la circostanza che a queste norme è affidato soltanto il compito di assegnare rilevanza alla imputazione formale ai fini della opponibilità della pretesa creditoria nei confronti della procedura concorsuale.

Dell'art. 91 Tub, la soluzione del Tribunale prende a prestito il secondo comma. Ove la doppia separazione sia rispettata soltanto parzialmente, ferma restando l'esistenza di un criterio di imputazione della massa dei titoli ai clienti dell'intermediario, la disposizione ivi contenuta colloca il rischio di distrazione in capo a tutti i clienti titolari dei titoli separati, stabilendo che la restituzione debba avere luogo sul relativo valore in proporzione dei rispettivi diritti<sup>34</sup>. La tutela si fonda sul principio di proporzionalità, introducendo una modalità di composizione del conflitto che non sembra esprimere, anche in questa ipotesi, alcun carattere di eccezionalità<sup>35</sup>. Assodata l'estraneità della massa dei beni al patrimonio della fallita, la disposizione fissa un criterio che non impatta sulla *par condicio creditorum*, restando la sua operatività confinata al patrimonio separato, e che al contempo risponde a esigenze di equità nella sistemazione dei rapporti tra creditori estranei al concorso, tenendo nella dovuta considerazione anche i restanti aventi causa. In questi termini, esprime un principio generale non rigidamente ascrivito alla logica del contesto specifico, la liquidazione coatta amministrativa, ma estensibile ben al di là del suo ambito applicativo a

---

<sup>34</sup> In giurisprudenza, per tutte Cass., 12 settembre 2008, n. 23560, reperibile in *www.dejure.it*. Cfr. anche Cass., 21 maggio 1999, n. 4943, in *Società*, 1999, 1330 ss., con nota di R. RORDORF, *Separazione patrimoniale ed azione di responsabilità nelle società fiduciarie*.

<sup>35</sup> In questo senso sembra anche A.A. DOLMETTA, *op. cit.*, 101 ss.

contesti analoghi. La scelta di ripartire il rischio della distrazione dei beni è il portato esattamente dell'accoglimento di una logica opposta a quella fondata sul criterio dell'appartenenza e tiene conto della complessità della procedura sotto il profilo degli interessi coinvolti, restituendo una soluzione che, nell'aprire a una possibile attrazione della porzione dei beni non richiesti in restituzione al concorso con gli altri creditori, fonda un bilanciamento degli interessi coinvolti coerente anche con le peculiarità dell'azione di rivendica *ex art. 103 l. fall.*



**Natura “provvedimentale” delle comunicazioni atipiche “qualificatorie” di Consob e condizioni necessarie per il valido esercizio del relativo potere. Nota a Consiglio di Stato, sez. VI, 14 dicembre 2020, n. 7972.**

**SOMMARIO:** 1. I punti d’interesse della sentenza n. 7972/2020. – 2. La natura conformativa “obbiettiva” delle comunicazioni qualificatorie (innominate) di Consob. – 3. L’apertura del Consiglio di Stato ai poteri impliciti e la loro legittimazione operata tramite l’interpretazione sistematica della normativa di “settore”. – 4. Il rigoroso rispetto della legalità c.d. procedimentale come condizione d’esercizio dei poteri impliciti ed inapplicabilità dell’art. 21-*octies* l. 241/1990 al fine della neutralizzazione degli eventuali vizi di condotta dell’autorità. – 5. Prospettive applicative future delle indicazioni del Consiglio di Stato in punto di imprescindibilità della legalità procedurale quale condizione sostanziale per l’esercizio di qualunque potere contenzioso, anche di tipo sanzionatorio.

*1. I punti d’interesse della sentenza n. 7972/2020*

Con la pronuncia in esame il Consiglio di Stato riforma la sentenza che rigettava l’impugnazione di Vivendi S.A. contro la comunicazione Consob<sup>1</sup> che “qualificava” il suo rapporto partecipativo (azionario) in Telecom s.p.a. «*in termini di controllo di fatto ai sensi dell’art. 2359 cod. civ., dell’art. 93 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52), nonché della disciplina in materia di operazioni con parti correlate di cui al Regolamento Consob adottato con delibera 12 marzo 2010, n. 17221*».

La decisione presenta vari punti d’interesse anche se è stata segnalata, per lo più, per aver impiegato la c.d. «*categoria dei poteri*

---

<sup>1</sup> Comunicazione n. 0106341 del 13 settembre 2017, «*Telecom Italia S.p.A.– Qualificazione del rapporto partecipativo di Vivendi S.A. in Telecom Italia S.p.A. ai sensi della disciplina in materia di operazioni con parti correlate, dell’art. 2359 del codice civile e dell’art. 93 del d.lgs. n. 58/1998 (“TUF”)*», in [www.consob.it](http://www.consob.it).

*impliciti*», nella sua versione più estesa<sup>2</sup>, per legittimare la spettanza all'autorità procedente di prerogative innominate, il cui fondamento è rinvenuto nella loro strumentalità alla soddisfazione delle finalità assegnatele dalla legge<sup>3</sup>. Oltre a quello, infatti, si devono ricordare tre altri profili, di grande impatto, e, dunque, non meno rilevanti per chi osserva la dinamica dell'azione delle autorità di settore e si interroga sulle condizioni di validità del loro operato.

Un primo tema, rimasto in ombra, è quello della dimensione o portata degli effetti degli atti delle amministrazioni che presidiano «*i settori dei servizi di pubblica utilità e dei mercati finanziari*» ampiamente intesi. La vocazione tecnico specialistica della loro ampia funzione di regolazione<sup>4</sup> – includente l'orientamento degli attori del mercato vigilato – induce a “sfumare” la distinzione tra atti ad effetti puntuali e quelli ad effetti generali; tanto perché anche una determinazione della prima categoria può assurgere ad elemento indicatore dell'impostazione o del modo con cui la P.A. intende un documento normativo o ricostruisce un determinato fenomeno la cui

---

<sup>2</sup> Per una panoramica delle posizioni, svolta, da uno dei più autorevoli studiosi, rileggendo la più ampia monografia sul tema, si veda, G. MORBIDELLI, *Ricordando Nicola Bassi nella sua ricerca della legalità in difficile coabitazione con i poteri impliciti*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2017, 263 ss. Per una recente riconsiderazione delle posizioni sui poteri inespressi, si rinvia a P. PANTALONE, *Regolazione indipendente e anomalie sostenibili al cospetto delle matrici della legalità*, in *P.A. Persona e Amministrazione*, 2020, 2, 422 ss.

<sup>3</sup> In tal senso si vedano le numerose note reperibili in internet, consultando i più diffusi motori di ricerca, tra cui si segnalano: G. REGGIANI BAROZZI, *Poteri impliciti delle Autorità indipendenti e principio di legalità. Il potere di accertamento della Consob (nota a Consiglio di Stato, Sezione Sesta, 14 dicembre 2020, n. 7972)*, 2021, in [www.giustiziainsieme.it](http://www.giustiziainsieme.it); V. FRATICELLI, *Il principio di legalità e i poteri impliciti nei settori di regolazione delle Autorità amministrative indipendenti: limiti interni e limiti esterni*, 2020, in [www.ildirittoamministrativo.it](http://www.ildirittoamministrativo.it).

<sup>4</sup> Per una ricostruzione “pluriprospettica” del fenomeno, si veda, S. AMOROSINO, *Le dinamiche del diritto dell'economia*, Pisa, 2018, 29, ss., mentre, per un approccio, “istituzionale”, si rinvia a, F. CAPRIGLIONE, *Fonti normative*, in AA. VV., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Padova, 2015, a cura di F. Capriglione, 3 ss, e spec. 17 ss. Per una ampia analisi delle diverse accezioni del termine e per la proposta d'intenderlo nel modo più esteso, d'obbligo è rinviare a L. GIANI, *Attività amministrativa e regolazione di sistema*, Torino, 2002, spec. 122 ss. In fine, per una panoramica d'insieme dei diversi strumenti di intervento pubblico, tra i più diffusi manuali, è da menzionare, M. CLARICH, *Manuale di diritto amministrativo*, Bologna, 2019, 97 ss.

sussistenza è, a sua volta, il presupposto per l'applicazione d'una specifica disciplina. La sentenza, dunque, riconosce una sostanziale rilevanza obbiettiva alle determinazioni delle amministrazioni di settore sia per sé stesse che ai fini dell'individuazione delle modalità tramite cui devono essere definiti i contenuti delle singole prese di posizione. Collocandosi in tale prospettiva, il giudice fissa una relazione necessaria tra impatto del potere implicito di "accertamento /qualificazione" che spetterebbe a Consob e le sue "regole d'azione".

La premessa del ragionamento è il doppio piano di rilevanza della determinazione che, per essere sia oggetto di comunicazione ai diretti interessati, sia di pubblicazione (art. 3, comma 3, d. lgs. n. 58/1998), veicola al mercato informazioni, in tal modo producendo vari ordini di "certezze notiziali" per una più ampia platea di soggetti<sup>5</sup>.

Posto in risalto quel duplice piano di rilevanza dell'apprezzamento di Consob, il giudice trae delle conseguenze di ordine procedurale, individuandone le relative condizioni di validità: il medesimo atto è tenuto a rispettare contemporaneamente la disciplina prevista per la produzione di determinazioni ad effetti puntuali, per vincolare i diretti interessati, e quella propria degli atti ad effetti generali, onde poter condizionare il mercato e, dunque, la generalità. Infatti, sia l'una che l'altra, in ragione delle loro specificità, individuano il diverso percorso idoneo a compensare la carenza d'attribuzione di un potere espresso o la sua non compiuta definizione.

Il secondo tema di rilievo è rappresentato da quella che potrebbe essere considerata una conseguenza "meccanica necessaria" del primo: la centralità del procedimento come strumento di garanzia della compatibilità costituzionale dei poteri assolutamente impliciti. Quindi, da quel ruolo compensativo si trae l'inderogabilità di talune prescrizioni procedurali<sup>6</sup>, la cui violazione non viene reputata riconducibile all'insieme dei vizi formali, in prospettiva, a rilevanza relativa.

---

<sup>5</sup> Da tempo, peraltro, la più attenta dottrina aveva segnalato la valenza anfibia delle "determinazioni di vigilanza" ampiamente intese, poiché anche quando non hanno natura regolamentare, sovente, risultano capaci di produrre effetti analoghi, veicolando precetti di comportamento dettagliati o specifico/attuativi di disposizioni formalmente normative. Cfr. S. AMOROSINO, *Regolazioni pubbliche mercati imprese*, Torino, 2008, 37 – 38.

<sup>6</sup> D'altronde è pacifico che l'azione amministrativa è azione procedimentalizzata – V. CERULLI IRELLI, *Lineamenti di diritto amministrativo*, Torino, 2017, 316 – cioè,



La sentenza, infatti, ridimensiona significativamente quella tendenza alla loro marginalizzazione e riconduzione all'ambito delle inosservanze "innocue". In altri termini, se il procedimento è dotato di una capacità "taumaturgica" – di riempimento di ogni vuoto legislativo e, cioè, consente di giustificare l'esercizio di prerogative innominate ma strumentali alla soddisfazione della finalità istituzionali della P.A. – di necessità si impone un maggior rigore quando si giudica sull'osservanza delle regole e dei principi che reggono l'azione amministrativa.

Il Consiglio di Stato, peraltro, avverte la necessità di rinforzare la propria impostazione riconducendola ad una logica di sistema. Alludendo a dottrine non recenti ma tuttora attuali<sup>7</sup>, indica nel procedimento in contraddittorio una delle componenti fondanti della legittimazione del potere negli ordinamenti democratici. Pertanto, se l'attività di regolazione si esprime in un (variegato) potere di condizionamento, quello risulta imprescindibile non solo quando la relazione tra privati e P.A. ha una connotazione contenziosa<sup>8</sup> ma anche quando la medesima ha una "dimensione collettiva", per sortire un effetto notiziale/informativo.

Si giunge, così, al terzo tema d'interesse cioè quello che riguarda l'insanabilità di alcune violazioni procedurali. L'emersione di una prospettiva oppositiva conduce il massimo giudice amministrativo a ritenere che una qualunque determinazione avente incidenza puntuale non sia adottabile in difetto d'un atto di formale avvio del procedimento e, quindi, che la sua mancanza non possa essere giustificata invocando la seconda parte del primo comma dell'art. 21-*octies*, l. 241/1990.

---

risultante di un insieme di atti ed operazioni funzionali al corretto esercizio delle scelte dell'autorità agente e alla soddisfazione dei fini e degli interessi pubblici che quella deve soddisfare, M. CLARICH, *Manuale di diritto amministrativo*, cit., 233 e 238.

<sup>7</sup> Cfr. F. MERUSI, *Considerazioni generali sulle amministrazioni indipendenti*, in AA. VV., *Mercati e amministrazioni indipendenti*, a cura di S. Bassi e F. Merusi, Milano, 1993, 22; M. MANETTI, *Poteri neutrali e Costituzione*, Milano, 1994, 213 ss. Più di recente, per il riconoscimento del ruolo della legalità procedimentale, si vedano, M. CLARICH, *Le autorità indipendenti. Bilancio e prospettive d'un modello*, Bologna, 2005, 149, ss.; M. RAMAJOLI, *Procedimento regolatorio e partecipazione*, in AA. VV., *La regolazione dei servizi di interesse economico generale*, a cura di E. Bruti Liberati e F. Donati, Torino, 2010, 189 ss.

<sup>8</sup> Cfr. A. PAJNO, *L'esercizio di attività in forme contenziose*, in AA. VV., *I garanti delle regole*, a cura di S. Cassese e C. Franchini, Bologna, 1996, 107 ss.

Dunque, il legittimo esercizio di un potere – qualunque sia la sua componente implicita – ne richiede lo sviluppo attraverso un procedimento, cioè un percorso, come tale, idoneo, sia, a rendere riconoscibile l'intenzione dell'amministrazione di esercitarlo, sia, a garantire un'interlocuzione effettiva con il destinatario degli effetti della determinazione conclusiva, grazie alla consecuzione di fasi predeterminate, da cui discendono obblighi di comportamento a carico per la P.A. precedente<sup>9</sup>.

Nel correggere una discutibile impostazione “sostanzialista” fatta propria dal T.A.R. Lazio, invero, il Consiglio di Stato sottolinea come ai fini della correttezza dell'azione amministrativa non è sufficiente che l'atto impugnato costituisca il risultato di una qualche forma di dialogo con gli interessati ampiamente intesi. Infatti, quel necessario confronto strumentale e funzionale al corretto esercizio di un potere postula una dialettica consapevole che può essere garantita solo nel procedimento, e, dunque, in difetto d'un suo formale avvio la P.A. non può essere ammessa a provare l'irrelevanza dell'omissione come invece riteneva il primo giudice<sup>10</sup>.

## 2. *La natura conformativa “obbiettiva” delle comunicazioni qualificatorie (innominate) di Consob*

Prima di concentrarci sugli aspetti salienti della pronuncia appare necessaria un'osservazione preliminare. Il Consiglio di Stato non dubita della natura conformativa e, dunque, provvedimentale della comunicazione<sup>11</sup> – cioè dell'atto innominato – con cui Consob<sup>12</sup> “qualificava” il tipo di partecipazione di Vivendi S.A. in Telecom s.p.a.

<sup>9</sup> V. CERULLI IRELLI, *op. cit.*, 319.

<sup>10</sup> T.A.R. Lazio, sez. II-*quater*, 17 aprile 2019, n. 4990, motivazione, par. 9.4, in [www.giustizia-amministrativa.it](http://www.giustizia-amministrativa.it)

<sup>11</sup> A fronte di un silenzio legislativo, in assenza di una definizione positivizzata di tale atto espressione di un potere pubblico, dal riconoscimento della capacità della determinazione di produrre effetti unilaterali sembra possibile trarre, seguendo la giurisprudenza, quella sua specifica natura. Sul problema dell'individuazione del provvedimento, Cfr. V. CERULLI IRELLI, *op. cit.*, 288 ss.; M. CLARICH, *Manuale di diritto amministrativo*, cit., 165 ss. e per un più ampio esame del tema, R. VILLATA - M. RAMAJOLI, *Il provvedimento amministrativo*<sup>2</sup>, Torino, 2017, *passim*.

<sup>12</sup> Per un esame delle comunicazioni come atto conformativo, mi si consenta di rinviare a, G. ROMAGNOLI, *Consob. Profili e attività*, Torino, 2012, 104 ss.

La capacità dell'atto di produrre effetti rilevanti, dunque, viene riconosciuta, direttamente, in quanto l'apprezzamento deriva da un'autorità investita di un'ampia funzione di vigilanza su d'un segmento del mercato finanziario. Quindi, la sussistenza dell'interesse all'impugnazione del ricorrente – che è una delle condizioni dell'azione (*ex art. 100 cod. proc. civ.*)<sup>13</sup> – non si ricava dal “pericolo” d'adozione di ulteriori determinazioni provvedimenti nominati lesive, fondate sull'accertamento che costituisce il nucleo dell'atto innominato. In altri termini, non si inferisce, come in passato, la lesività dalla circostanza che la comunicazione è atto di un'autorità di settore, investita anche d'un ampio potere sanzionatorio<sup>14</sup>. Infatti, il Consiglio di Stato abbandona il sinuoso percorso della lesività mediata; non ritiene, cioè, ammissibile il ricorso in quanto la comunicazione, se pur priva di vincolatività propria, presumibilmente anticipa l'esegesi che sarà seguita dall'autorità quando verificherà la correttezza delle condotte dei vigilati.

L'atto è in sé e per sé lesivo per la sua provenienza, indipendentemente dall'esistenza di una “previsione di legge specifica” che consenta alla P.A. di imporre obblighi od attribuisca ai suoi apprezzamenti una valenza privilegiata<sup>15</sup>.

---

<sup>13</sup> Cui rinvia l'art. 39, d. legis. 2 luglio 2010, n. 104.

<sup>14</sup> G. ROMAGNOLI, *op. cit.*, 113. Seguono il percorso indicato nel testo, in particolare, le prime due ordinanze cautelari che hanno inaugurato la stagione dell'esame giudiziale delle comunicazioni Consob, quali C. Stato, sez. VI, 21 novembre 1999, n. 1924 e T.A.R. Lazio, 28 ottobre 1999, n. 2964, entrambe pubblicate in *Foro it.*, 1999, III, 576 ss.

<sup>15</sup> In tal senso si è orientata la prima pronuncia del giudice amministrativo. Il T.A.R. Lazio, infatti, ritenne ammissibile – anche se infondato nel merito – il ricorso proposto contro una comunicazione della Commissione inviata ai sindaci d'una banca popolare con cui la prima sollecitava l'adeguamento dello statuto dell'ente cooperativo all'art. 148, comma 2, T.u.f., invitandoli ad attivarsi per l'approvazione di clausole che assicurassero l'elezione, almeno di uno dei componenti effettivi dell'organo di controllo, ai soci di minoranza, T.A.R. Lazio, 18 maggio 2001, n. 4191, in *Foro it.*, 2001, III, 437. Nel considerare l'aspetto relativo all'impugnabilità della nota il tribunale ricorda «(...) come già in un caso analogo (ord. 21 ottobre 1999, n. 2964 sulla c.d. passivity rule richiamata dall'intervenitrice), atti del genere considerato, pur non integrando la figura tradizionale del provvedimento amministrativo, costituiscono, in ogni caso, dei pronunciamenti idonei ad incidere sulla sfera giuridica della società che ne è destinataria, vincolandone giuridicamente la condotta (salva la possibilità di fatto della medesima di discostarsene, e salvi, in tal caso, i

Consob – e più in generale di ogni autorità indipendente – è in grado di condizionare le condotte dei vigilati ogni qual volta adotta atti contenenti apprezzamenti relativi ad elementi di fattispecie normative ricomprese nel suo raggio d'azione od attinenti a fatti che possono essere oggetto di successive attività istituzionali della medesima. Tanto più perché la loro conoscibilità è fattore che, unito ad altri, determina l'idoneità a produrre effetti conformativi ampiamente intesi. Tanto deriva dal concorso del primo su indicato elemento con la percezione dell'elevata competenza tecnica dell'autorità, della sua imparzialità nonché dall'operare della c.d. presunzione di legittimità delle sue decisioni.

Sintetizzando, il giudice d'appello reputa l'atto innominato manifestazione di un potere pubblicistico per essere stato adottato in connessione con le finalità istituzionali; tanto basta per attribuire all'amministrazione una posizione di supremazia sufficiente a generare di effetti unilaterali vincolanti a carico dei terzi<sup>16</sup>, che ne hanno

---

*controlli giurisdizionali di volta in volta appropriati alle susseguenti misure della Consob). Questi pronunciamenti, infatti, costituiscono espressione di un potere prescrittivo che non è riconducibile in alcun modo all'autonomia- o comunque ad una posizione d'autorità- fondata sul diritto privato, ma risale pur sempre ad una posizione di supremazia pubblicistica. L'interpretazione seguita attraverso la nota impugnata, in particolare, non è contenuta in una sorta di "parere" reso al soggetto privato (non potendo ascrivere alla Consob- almeno in questa materia- mere funzioni consultive), ma è stata imposta al medesimo nel modo tipico di una manifestazione di volontà, della quale, del resto, presenta le forme espressive. La nota in questione, inoltre, non è un atto meramente preparatorio bensì costituisce un provvedimento a sé stante produttivo d'effetti giuridici esterni consistenti in un obbligo d'adeguamento (...)).».*

<sup>16</sup> Sempre con riguardo a comunicazioni della Consob, nello stesso senso, si veda una delle sentenze "capostipiti", peraltro, richiamata da quella appellata (T.A.R. Lazio, n. 4490/2018, par. 7.3 di motivazione) proprio per respingere l'eccezione Consob di carenza d'interesse. Per T.A.R. Lazio, 26 novembre 2002, n. 10709, in [www.giustizia-amministrativa.it](http://www.giustizia-amministrativa.it), atti quali le comunicazioni, pur non integrando la figura tradizionale del provvedimento amministrativo, sono espressione di una posizione di supremazia pubblicistica come tale sempre idonea ad incidere sulla sfera di interessi di soggetti che operano nell'ambito dell'ordinamento di "settore". Per il Tribunale, testualmente, «*si tratta, infatti, di manifestazioni di giudizio, racchiudenti per lo più valutazioni di discrezionalità tecnica che, pur non avendo di solito una forza giuridica tale da abilitarle a conformare in modo cogente la sfera degli operatori, hanno comunque, in ragione del loro contenuto di accertamento, una propria capacità di incidere sui rapporti economici. Assistite da una presunzione di*

conoscenza e perciò sono considerati titolari di posizioni “cedevoli” in caso di corretto impiego della prerogativa concretamente esercitata<sup>17</sup>.

La comunicazione, quindi, può essere il veicolo di apprezzamenti con effetti lesivi dei destinatari in quanto è espressione di un potere accertativo dichiarativo autonomo<sup>18</sup>, che si considera immanente o conseguenza dell’istituzione dell’autorità, sussistendo anche nel silenzio della legge e giustificandosi per la sua riconducibilità alle “funzioni istituzionali”. È atto di regolazione perché, creando certezze notiziali, concorre a realizzare le finalità assegnate dalla legge all’autorità di settore e tra queste quella di garantire il corretto funzionamento del mercato finanziario, a tutela dell’interesse generale degli investitori e dei risparmiatori.

La riconduzione della determinazione atipica al *genus* degli atti di regolazione rappresenta, come anticipato, tanto un argomento utile per

---

*legittimità di particolare spessore, in ragione della competenza tecnica dell’organo da cui promanano, esse esprimono un punto di vista qualificato ed imparziale che esplica proprio la funzione prevista dalla legge (art. 91 TUF) di tutelare l’investitore orientandolo: creano, quindi, una certezza di tipo notiziale che però, nel peculiare contesto in cui sono destinate a circolare, il quale deve rendere possibili transazioni e decisioni con la necessaria rapidità e continuità, presenta la caratteristica d’essere giuridicamente affidante (nel senso che gli operatori e gli investitori sono autorizzati a riporvi affidamento), alla stregua di quanto accade nella comune vita sociale per le certezze legali assistite da fede privilegiata (che sono annoverate dalla dottrina, non a caso, tra le manifestazioni dell’autorità, per quanto suscettibili anch’esse di dissolversi in caso di difforme accertamento giurisdizionale)».*

<sup>17</sup> C. Stato, sez. VI, 7972/2020, cit., par. 4.1.

<sup>18</sup> Infatti, il giudice d’appello – disattendendo l’impostazione del T.A.R. Lazio, n. 4990/2019 (par. 8.6 di motivazione) – svincola l’accertamento che è alla base della qualificazione contenuta nella nota impugnata dalla previsione di altro potere e, dunque, dell’esistenza di un precedente dovere espresso, cui il primo sarebbe collegato o, al limite, collegabile e considerabile quale una sorta di parziale anticipazione. Se non ci si inganna, il giudice di primo grado enfatizzava particolarmente la correlazione tra potestà e obbligo (si veda, par. 8,6 di motivazione), avvertendo la necessità di sottolineare – non solo ai fini della giustificazione della prerogativa implicita – che deve «essere affermato sul punto che, quando l’ordinamento attribuisce alla Consob un determinato potere di verifica sul corretto adempimento degli obblighi di trasparenza a tutela del mercato – come nel caso degli artt. 114, 115 c. 5, e 120 del TUF, qui direttamente rilevanti – le attribuisce un corrispondente dovere di accertamento, e quindi un “potere” ai sensi e per gli effetti dell’art. 91 cit. nell’ambito della funzione di vigilanza sul mercato mobiliare a cui è preposta».

la sua “legittimazione” quanto l’occasione che consente al Consiglio di Stato di prendere in considerazione i suoi effetti pratici e riconoscerne una sorta di “valenza anfibia”. Infatti, per il giudice d’appello la qualificazione – che poggia sull’accertamento contenuto nell’atto di Consob – ha una duplice efficacia. Dispiega un effetto generale in quanto fornisce un’interpretazione della nozione di controllo interno di fatto, ricavabile dalla disciplina positiva (art. 93-*bis* T.u.f.), precisando che l’influenza dominante caratterizzante quella situazione di potere societario è integrata quando la «concreta capacità di determinare gli esiti assembleari alla spettanza di diritti di voto si accompagna la concomitanza di una serie di elementi fattuali quali la frammentazione dell’azionariato, il meccanismo del voto di lista, la prassi degli investitori istituzionali di presentare liste corte di minoranza»<sup>19</sup>. Sul versante individuale, con riguardo ai destinatari specifici, la determinazione «accerta in concreto l’esercizio di un potere di controllo societario», con conseguente eliminazione di uno stato di incertezza relativo a fatti o rapporti giuridici; dunque, è un atto di apprezzamento che pur non propedeutico all’esercizio di altri poteri, è espressione di regolazione, con funzione di eterocomposizione di possibili contrasti/ contenziosi valutativi tra organi sociali che, provenendo da un soggetto pubblico qualificato, è rilevante «anche per gli altri operatori economici del mercato finanziario»<sup>20</sup>.

### 3. L’apertura del Consiglio di Stato ai poteri impliciti e la loro legittimazione operata tramite l’interpretazione sistematica della normativa di “settore”

Il riconoscimento dell’attitudine conformativa alla determinazione qualificatoria di Consob conduce al tema che ha attirato l’interesse dei più e cioè quello della legittimazione dei poteri innominati.

Il Consiglio di Stato esclude che quelli possano essere messi “fuori gioco” con una lettura rigorosa del principio di legalità, poiché ritiene che il loro fondamento sarebbe ricavabile «all’esito di una

<sup>19</sup> C. Stato, sez. VI, 7972/2020, cit., par. 4 di motivazione.

<sup>20</sup> Nota precedente. D’altronde, la comunicazione Consob impugnata era stata pubblicata dall’autorità per superare il contrasto tra collegio sindacale e c.d.a. di Telecom derivato da un diverso modo di intendere ed interpretare alcune situazioni che avevano interessato la vita della emittente.

*interpretazione sistematica, dal complesso della disciplina della materia, perché strumentali all'esercizio di altri poteri»<sup>21</sup>. Dunque, opera il salvataggio della prerogativa osservata facendo propria la “versione” più ampia della c.d. teoria dei poteri impliciti, vale a dire quella che, individuato il bene legislativamente tutelato, reputa ammesso, in principio, ogni mezzo idoneo a soddisfare le finalità istituzionali proprie della P.A. procedente<sup>22</sup>. In nome di un'asserita esigenza di garantire un'effettiva tutela dei beni protetti – e dunque un'azione amministrativa funzionalmente efficace – si ritiene consentita e, quindi, legittima ogni prerogativa in qualche modo utile – e, pertanto, non solo strumentale – alla realizzazione del fine esplicitato dalla legge<sup>23</sup>.*

Per il collegio, a prescindere dalla incidenza puntuale o generale di una determinazione, non è possibile richiedere alla legge, come integrata dai principi generali del diritto amministrativo<sup>24</sup>, di definire con esattezza sia l'ampiezza del potere che i criteri di esercizio dello stesso.

Se ben si intende, quell'impossibilità sembrerebbe addirittura uno dei presupposti o postulati dell'opzione per una regolazione indipendente concepita, appunto, per intervenire in «*ambiti in costante evoluzione per dinamiche di mercato differenti*»<sup>25</sup>. Quindi, quasi per

---

<sup>21</sup> C. Stato, sez. VI, 7972/2020, cit., par. 3.1.1.

<sup>22</sup> Finalità che sono erette a limite del contenuto delle determinazioni e, tendenzialmente, portano ad escludere solo quelle scelte che producono effetti che non sono riconducibili o compatibili con le prime. Cfr. C. Stato, sez. VI, 24 maggio 2016, n. 2182, in [www.giustizia-amministrativa.it](http://www.giustizia-amministrativa.it).

<sup>23</sup> Cfr. P. PANTALEONE, *op. cit.*, 429.

<sup>24</sup> La cui capacità integrativa del disposto del messaggio espresso dal documento normativo è richiamata da G. MORBIDELLI, *Ricordando Nicola Bassi nella sua ricerca della legalità in difficile coabitazione con i poteri impliciti*, cit., 268 ss.

<sup>25</sup> È significativo come il collegio muova da una sorta di precomprensione del ruolo istituzionale delle autorità di regolazione che lo porta a considerarle delle amministrazioni più libere nel loro agire e, contrariamente all'opinione più autorevole – G. MORBIDELLI, *Sul regime amministrativo delle autorità indipendenti*, in *Scritti di diritto pubblico dell'economia*, Torino, 2001, 163 ss. – abilitate ad operare in un contesto che di per sé legittimerebbe l'impiego di strumenti innominati per la realizzazione di effettive forme di tutela degli interessi ricavabili anche avendo riguardo alle ragioni che hanno condotto alla loro istituzione. Per una recente riconsiderazione dell'immutata attualità della condivisibile impostazione dell'autorevolissimo giurista, si rinvia a F. CINTIOLI, *Il pensiero di Giuseppe*

necessità, il principio di legalità/garanzia dovrebbe essere inteso in una valenza “debole” tesa ad assicurare la funzionalizzazione delle iniziative, appunto, perché in taluni “settori”, quali quelli dei mercati finanziari, risulterebbe «oggettivamente complesso per il legislatore predeterminare quale possa essere (...) il contenuto del provvedimento amministrativo»<sup>26</sup>.

Com'è evidente, da quella premessa, deriva una dubbio quanto smisurata apertura alle prerogative di intervento. Come è stato sottolineato<sup>27</sup>, la legittimazione del potere inespresso tramite il criterio della strumentalità è gravida di incertezze e criticità. La strumentalità – che è nozione indeterminata, connotata da un'ampissima elasticità – ben si presta a consentire interpretazioni “ampiamente discrezionali” che, in ragione della necessità del momento, consentono letture che avallano dilatazioni eccessive e non definite delle competenze delle diverse autorità.

È, peraltro, da sottolineare come il fugace riferimento della motivazione della sentenza in commento alla strumentalità dell'implicito ad altri poteri – con conseguente allusione ad una ricostruzione in senso stretto della categoria (e non ai fini) – abbia un carattere forviante. Quel richiamo, infatti, non esprime alcun temperamento teso a porre in risalto la necessità di ricavare il potere innominato, in via interpretativa, direttamente dalla norma attributiva del potere, così subordinandolo ad una idea più rigorosa di legalità<sup>28</sup>.

---

*Morbidei e le autorità amministrative indipendenti, ieri, oggi e domani*, 2020, in [www.federalismi.it](http://www.federalismi.it). Per una riflessione critica sulla affermazione, diffusa in giurisprudenza, della correlazione tra “genericità” delle prescrizioni attributive dei poteri e caratteristiche del settore, si vedano, per tutti, E. BRUTI LIBERATI, *Le autorità amministrative indipendenti. Virtù e vizi di un modello istituzionale*, in *Analisi giur. econ.*, 2020, 51 ss. e spec. 59 ss.; M. RAMAJOLI, *Consolidamento e metabolizzazione del modello delle Autorità di regolazione nell'età delle incertezze*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2018, 170 ss.

<sup>26</sup> C. Stato, sez. VI, 7972/2020, cit., par. 3.1.1.

<sup>27</sup> Per una critica al criterio elastico della strumentalità e per le sue possibili conseguenze, si veda, G. MORBIDELLI, *Ricordando Nicola Bassi nella sua ricerca della legalità in difficile coabitazione con i poteri impliciti*, cit., 273.

<sup>28</sup> Infatti, in tale ipotesi, ci si misurerebbe con poteri “impropriamente” impliciti in quanto non si collocherebbero all'esterno del raggio d'azione della norma attributiva del potere, costituendone una specificazione o variante, recuperabile per via interpretativa. Cfr. MORBIDELLI, *Ricordando Nicola Bassi nella sua ricerca della legalità in difficile coabitazione con i poteri impliciti*, cit., 272.



Infatti, la sia pur non lineare motivazione non lascia alcuno spazio ad aperture meno indulgenti nei confronti degli atti delle autorità<sup>29</sup>. Tanto emerge sia dalla lettura d'insieme della pronuncia esaminata quanto dal confronto con il testo di quella appellata.

Il Consiglio di Stato – avvedendosi dell'impossibilità di giustificare il potere qualificatorio di Consob in termini di prerogativa implicita strumentale, ricompresa nelle disposizioni indicate dal T.A.R. Lazio – allarga l'orizzonte, rendendo il richiamo ai poteri espressi assolutamente pleonastico.

Per il giudice d'appello la regola attributiva non può farsi derivare da isolate disposizioni generali definitorie (art. 2359 cod. civ. e art. 93-bis T.u.f.) o, ancora, da altre indicative di potestà normative (art. 2391-bis cod. civ.) ma da tutte quelle che, si dice, non si possono elencare, che attribuiscono “competenze” a Consob e tra queste, le molte raccolte nella parte IV del Tub dedicata alla disciplina degli emittenti di cui, esemplificativamente, ne richiama alcune<sup>30</sup>.

Ma, in realtà, l'esame d'insieme delle disposizioni richiamate in “modo sintetico” porta ad individuare il tratto legittimante del potere implicito nel comun denominatore dell'espresso cioè nelle finalità istituzionale indicate nella «*tutela degli investitori*» e nella «*efficienza e alla trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali*».

Diversamente dai primi “commenti a caldo” non sembra potersi condividere l'impostazione del Consiglio di Stato. A tanto osta una ragione di carattere generale che prescinde dal condiviso limite alla capacità legittimante della teoria più diffusa a dare “copertura” ad atti innominati ad incidenza puntuale<sup>31</sup>. Come ricordato dalla più

---

<sup>29</sup> Tendenza giurisprudenziale che può dirsi costante, come da ultimo sottolineato anche da P. PANTALEONE, *op. cit.*, 434 ss.

<sup>30</sup> C. Stato, sez. VI, 7972/2020, par. 3.2.

<sup>31</sup> La più autorevole dottrina – G. MORBIDELLI, *Il principio di legalità e i c.d. poteri impliciti*, in *Dir. amm.*, 2007, 734 – ricorda come quella apertura al potere regolamentare non può trovare una corrispondenza per i provvedimenti puntuali che incidono su situazioni costituzionalmente garantite. Per quelli non è più sufficiente una predeterminazione delle finalità, risultando necessaria anche la tipizzazione della potestà di cui la determinazione amministrativa è espressione. Occorre, dunque, che la legge ne definisca tanto l'oggetto che gli effetti e, quindi, le conseguenze giuridiche che l'atto può produrre.

autorevole dottrina<sup>32</sup>, la semplice previsione di un potere, senza l'indicazione di portata e condizioni di esercizio, non è sufficiente per abilitarne l'utilizzo<sup>33</sup>. Tanto, infatti, si trae dall'art. 21-ter l. 241/1990 che nel riconoscere la potestà d'autotutela ne limita l'impiego alle sole ipotesi e condizioni previste dalla legge<sup>34</sup>. Dunque, non v'è spazio per poteri unilaterali se l'amministrazione titolata non trova ben preventivamente tracciato anche il percorso da seguire per portarle ad effetto<sup>35</sup>.

La posizione del Consiglio di Stato, peraltro, collide con l'impostazione della normativa sull'emergenza ed in particolare, con gli spunti offerti dalla disciplina delle ordinanze contingibili ed urgenti, provvedimenti ammessi per la tutela della salute o dell'incolumità pubblica a fronte di calamità naturali.

Anche quando è esposto a grave rischio il bene assoluto, qual è la vita degli individui, il sistema non abdica al principio della legalità formale<sup>36</sup>. Si prevede, in modo espresso, l'attribuzione di un potere – di disporre in via d'urgenza, derogando anche alla legislazione vigente – che consente l'adozione di un atto con “effetto atipico”, che si legittima in quanto idoneo a far fronte ad una necessità a carattere specifico, in ragione della quale è riconosciuta un'ampia discrezionalità nella scelta prescrittiva. Dunque, la necessità, derivante dalla “somma urgenza” di provvedere, giustifica un cedimento sul fronte della tipicità/caratteri del provvedimento ma tale eventualità è controbilanciata dalla

---

<sup>32</sup> G. MORBIDELLI, *Ricordando Nicola Bassi nella sua ricerca della legalità in difficile coabitazione con i poteri impliciti*, cit., 270.

<sup>33</sup> E ciò a prescindere dalla riflessione di chi tende a rimeditare il valore della tipicità quale componente garantistica del principio di legalità, Cfr. A. TRAVI, *Tipicità degli atti del potere amministrativo*, in *Jus*, 2020, 529 ss.

<sup>34</sup> Cfr. R. VILLATA - M. RAMAJOLI, *op. cit.*, 356 ss. Sulla portata ed effetti della disposizione si veda anche, R. LEONARDI, *Sub art. 21-ter*, in AA. VV., *Codice dell'azione amministrativa*<sup>2</sup>, a cura di A.M. Sandulli, Milano, 2017, 1023 ss., e spec., 1030 ove rileva come la disposizione espliciti direttamente, un implicito del sistema e cioè che anche in riferimento al carattere dell'esecutorietà vigono, rispettivamente, il principio di legalità e tipicità.

<sup>35</sup> M. CLARICH, *Manuale di diritto amministrativo*, cit., 170; V. CERULLI IRELLI, *op. cit.*, 310 ss.

<sup>36</sup> M. CLARICH, *Manuale di diritto amministrativo*, cit., 89-90; V. CERULLI IRELLI, *op. cit.*, 444.

perimetrazione della finalità, come parrebbe trarsi anche dalla recente esperienza della decretazione seguita alla pandemia da Covid 19.

L'apertura al contenuto a determinazione libera dell'atto dispositivo – la cui definizione dovrebbe essere sempre orientata dai principi generarli – è, comunque, contestualizzata in ragione del tipo di bisogno specifico esposto ad un pericolo grave, che non si può contrastare con altri mezzi tipici. Nella sostanza, a fronte di una teorica discordanza tra il tipo di necessità – normalmente a carattere localizzato – per cui erano stati concepiti i rimedi previsti dal testo unico della protezione civile<sup>37</sup> o dai più antichi poteri previsti dalla legge istitutiva del servizio nazionale o dagli altri testi unici e l'emergenza Covid 19 si è intervenuti con strumenti legislativi *ad hoc* per definire una nuova cornice emergenziale tale da giustificare l'adozione, in deroga a diversi ordini di norme d'azione, di provvedimenti puntuali o generali adeguati<sup>38</sup>.

Ora se quanto sopra è vero – a prescindere sia dai dubbi sullo spregiudicato uso della necessità come metodo d'amministrare che da quelli relativi a come intendere l'urgenza che legittima poteri prescrittivi derogatori – le perplessità sull'impostazione del Consiglio di Stato sembrano ineludibili. Infatti, se il potere regolamentare si fonda sulla ricerca d'un appoggio su una disposizione di legge formale, non sembra esservi spazio per il riconoscimento di poteri assolutamente innominati<sup>39</sup>, giustificati in base ad un'asserita difficoltà di regolare una specifica materia. Ciò è escluso se si reputa che l'attribuzione di una potestà prescrittiva deve essere accompagnata dalla esplicitazione di altri elementi<sup>40</sup> e quando ciò non è possibile che, almeno, alla nominatività del potere d'urgenza si aggiunge la sua stretta connessione

---

<sup>37</sup> Cfr. G. MORBIDELLI, *Delle ordinanze libere a natura normativa*, in *Diritto amministrativo*, 2016, 33 ss.

<sup>38</sup> Cfr. C. PINELLI, *Il precario assetto delle fonti impiegate nell'emergenza sanitaria e gli squilibrati rapporti fra Stato e regioni*, 2020, spec. 5, in [www.astridonline.it](http://www.astridonline.it).

<sup>39</sup> E, più in generale, della carenza di una disposizione specifica che definisce le "coordinate" del principio di legalità, posta in rilievo in tutti gli studi dedicati ai poteri impliciti indicati nelle note precedenti. Sulla indiscussa portata del principio e sulle sue diverse ricostruzioni, si veda anche, F.G. SCOCA, voce *Attività amministrativa*, in *Enc. del dir.*, Agg. VI, Milano, 2002, 85 ss.

<sup>40</sup> Per la riaffermazione in senso forte del principio di legalità rispetto alle ordinanze sindacali contingibili ed urgenti si veda, C. Cost., 4 aprile 2011, n. 115, in [www.cortecostituzionale.it](http://www.cortecostituzionale.it).

con una specifica necessità. Se l'incertezza del contenuto del provvedimento nominato (o di altra determinazione con effetti esterni) può essere accettata per far fronte ad un'emergenza, non è assolutamente accettabile la rinuncia ad una attribuzione legislativa espressa per ammettere strumenti di intervento atipici, addirittura in carenza di ragioni di improcrastinabilità di misure a protezione di interessi "fondamentali" (altrimenti non adeguatamente protetti dai mezzi nominati a disposizione dell'amministrazione procedente)<sup>41</sup>.

"Tirando le fila", il raffronto tra modelli normativi rende evidente l'insostenibilità dell'argomento della difficoltà "definitoria"<sup>42</sup>. Peraltro, se si fanno le debite proporzioni tra i "beni in gioco", si deve escludere che si possa tollerare l'innominato a tutela del "portafoglio dei risparmiatori" quando quelle forme di intervento assolutamente libero non sono ammesse neppure quando è in gioco la "vita dei risparmiatori".

Le conclusioni qui formulate, peraltro, non sembrano ragionevolmente scalfite dal richiamo "incidentale", compiuto dal Consiglio di Stato, alla natura tecnica della regolazione amministrativa, immaginando che ciò consenta di reperire dei parametri di definizione delle condizioni di esercizio del potere innominato che si reputa spettare all'autorità.

Il dubbio, infatti, si rivela inconsistente se solo si considera che, negli ambiti d'interesse, il silenzio del legislatore non è ovviato dal rinvio a regole di applicazione meccanica che individuate le premesse conducono ad un risultato scientificamente apprezzabile e verificabile. Non è possibile, in altri termini, indicare nella tecnica la fonte univoca di integrazione della legge.

---

<sup>41</sup> Ed il tutto, ferma la circostanza che l'urgenza non può essere invocata indiscriminatamente come giustificazione di "sovvertimenti" di regole di comportamento e ridefinizione di competenze – Cfr. F. MANGANARO, *Cenni sull'incertezza del diritto*, in *Dir. e proc. amm.*, 2019, 297 ss. – anche se – come è stato rilevato da un attento studioso – L.R. PERFETTI, *Il governo dell'arbitrio*, Catanzaro, 2021, 18 ss. – in nome dell'emergenza si sono realizzati mutamenti profondi che hanno inciso sulle relazioni tra poteri e sul modo con cui il potere incide sul cittadino, imprimendogli un'impostazione dubbiamente compatibile con l'ordito costituzionale.

<sup>42</sup> Cfr. M. CLARICH, *Manuale di diritto amministrativo*, cit., 167 e V. CERULLI IRELLI, *op. cit.*, 258 - 259.

A tanto ostano due ordini di rilievi. In primo luogo, l'impiego delle regole tecniche risulta fortemente condizionato da una ineliminabile e consistente componente ermeneutica conseguente alla formulazione delle disposizioni normative tramite concetti giuridici indeterminati<sup>43</sup>. In secondo luogo, è normale che non sia possibile derivare dalla tecnica una conseguenza necessaria poiché non è vincolata la scelta dei criteri d'analisi e valutazione. Le certezze, infatti, sono escluse quando entra in gioco la c.d. discrezionalità tecnica<sup>44</sup>, cioè, quando la determinazione concreta è il risultato dell'applicazione di parametri che portano a risultati non coperti da "certezze scientifiche" assolute, ma rimangono in sé opinabili e perciò ritenuti da un discutibile ma sostenuto filone di pensiero limitatamente sindacabili<sup>45</sup>. È, dunque, proprio la considerazione della tecnicità come area in cui si ammette una riserva d'amministrazione che – per la sostanziale limitata sindacabilità giurisdizionale – impone, a maggior ragione, d'escludere la legittimità di poteri assolutamente innominati.

4. *Il rigoroso rispetto della legalità c.d. procedimentale come condizione d'esercizio dei poteri impliciti ed inapplicabilità dell'art. 21-octies l. 241/1990 al fine della neutralizzazione degli eventuali vizi di condotta dell'autorità*

Come è consueto il Consiglio di Stato accompagna alla più ampia apertura ai poteri assolutamente impliciti il richiamo alla capacità compensatrice della legalità procedurale. Questa impedisce, invero, esclude un superamento (violazione) del principio di legalità, colmando tramite un'opera di "controbilanciamento dinamico" i vuoti della legge e la sua difficoltà «di predeterminare in modo rigoroso i presupposti delle funzioni amministrative attribuite alle autorità».

Il giudice d'appello, tuttavia, non sembra totalmente allineato ai propri precedenti perché parrebbe abbandonare l'idea della totale forza

---

<sup>43</sup> Cfr. E. CAROLONI, *Le verità amministrative*, Milano, 2011, 150 ss.

<sup>44</sup> M. CLARICH, *Manuale di diritto amministrativo*, cit., 130 ss. e, più diffusamente, F. CINTIOLI, voce *Discrezionalità tecnica*, in *Enc. del dir.*, Agg. II, Milano, 2009, 471 ss.

<sup>45</sup> Mi sia consentito rinviare per un esame del tema a, G. ROMAGNOLI, *Il punitivo delle autorità di vigilanza dei mercati finanziari*, Napoli, 2020, 67 ss. e 256 ss.

legittimante delle regole procedurali<sup>46</sup>. Infatti, prima, riprende in motivazione il passo di una sentenza della Corte costituzionale (7 aprile 2017, n. 69) che richiamava le regole procedurali ai fini del completamento di un precetto legislativo attributivo di un potere espresso<sup>47</sup>, riconoscendo che costituiscono «*un utile ancorché parziale*

---

<sup>46</sup> C. Stato, sez. VI, 7972/2020, par. 3.1.1. di motivazione ove si legge che «*Il rispetto delle regole di partecipazione serve, pertanto, a restituire, almeno in parte, coerenza al sistema, assicurando il recupero delle garanzie e la prevedibilità oggettiva dei possibili sviluppi provvedimenti, nonostante l'opacità della legge sostanziale di disciplina dei poteri regolatori.*

*È bene precisare che la descritta funzione di "compensazione" non comporta un pieno recupero del fondamento democratico della legalità, in ragione della non omogeneità tra predeterminazione legislativa sostanziale delle regole e partecipazione procedimentale, ma assicura un maggiore livello di garanzie per il privato.*

*La Sezione rileva come sarebbe, invero, opportuno che il legislatore intervenisse a disciplinare, con misure più pregnanti, modulate alla luce della materia regolata, anche i settori di competenza delle Autorità indipendenti per ridurre l'ambito di operatività dei poteri impliciti e assicurare una più certa compatibilità costituzionale».*

<sup>47</sup> La Consulta con la sentenza 69/2017 dichiarava infondata la questione di costituzionalità per violazione dell'art. 23 Cost., sollevata dal T.A.R. Piemonte relativamente all'art. 37, comma 6, lett. b, l. 6 dicembre 2011 n. 201. Per la Corte, l'integrazione sistematica della disciplina di settore, in uno, con le prescrizioni procedurali, tra cui la necessaria e preventiva approvazione della presidenza del Consiglio dei ministri e di concerto con il MEF sarebbero tali da escludere che il potere di definizione del contributo annuale dovuto all'autorità dei trasporti possa ritenersi irrispettoso della riserva di legge relativa per difetto di adeguate indicazioni da parte della fonte primaria. In particolare, dopo aver richiamato, le indicazioni che si possono trarre con la lettura sistematica, anche di disposizioni puntuali (par. 7.1), enfatizza la "forza" complementare riempitiva delle regole d'azione (par. 7.2): «*poiché la ratio della riserva di legge di cui all'art. 23 Cost. è contenere la discrezionalità dell'amministrazione e prevenirne gli arbitrii «a garanzia della libertà e proprietà individuale» (sentenza n. 70 del 1960), questa Corte ha altresì affermato che l'eventuale indeterminatezza dei contenuti sostanziali della legge può ritenersi in certa misura compensata dalla previsione di talune forme procedurali (sentenza n. 83 del 2015) aperte alla partecipazione di soggetti interessati e di organi tecnici. In questa logica, è stato dato rilievo alla previsione di determinati «elementi o moduli procedimentali» (sentenza n. 435 del 2001) che consentano la collaborazione di più enti o organi (sentenze n. 157 del 1996 e n. 182 del 1994) - specie se connotati da competenze specialistiche e chiamati a operare secondo criteri tecnici, anche di ordine economico (sentenze n. 215 del 1998, n. 90 del 1994 e n. 34 del 1986) - o anche la partecipazione delle categorie interessate (sentenza n. 180 del 1996).*

*completamento delle garanzie sostanziali»*. Poi, fa seguire un invito rivolto al legislatore, esortandolo all’approvazione di prescrizioni più pregnanti al fine di ridurre le incertezze che sono coesenziali all’individuazione dei poteri impliciti.

Il giudice d’appello – ed è questo un punto di interesse della sentenza – per compensare i dubbi adombrati si assesta su d’una posizione rigorosissima. Infatti, ritiene necessaria, ai fini della validità dell’atto, il puntuale rispetto delle regole procedurali, evidenziando come, in ragione dei suoi effetti, si renda doveroso distinguere una duplice prospettiva<sup>48</sup>.

Il corretto esercizio di attività di regolazione a *rilevanza generale* è subordinato all’osservanza, da parte di Consob, delle regole dettate per la produzione normativa (art. 23 l. 262/2005)<sup>49</sup> e tra queste l’elaborazione di un progetto di atto, armonico con le linee disciplinari, i cui contenuti sono improntati al principio di proporzionalità, sono adeguatamente motivati, oggetto di preventiva analisi di impatto

---

*La possibilità di valorizzare le forme di legalità procedurale previste dalla legge, ai fini della valutazione del rispetto dell’art. 23 Cost., vale, in particolare, nei settori affidati ai poteri regolatori delle autorità amministrative indipendenti, quando vengano in rilievo profili caratterizzati da un elevato grado di complessità tecnica. In questi casi, la difficoltà di predeterminare con legge in modo rigoroso i presupposti delle funzioni amministrative attribuite alle autorità comporterebbe un inevitabile pregiudizio alle esigenze sottese alla riserva di legge, se non fossero quantomeno previste forme di partecipazione degli operatori di settore al procedimento di formazione degli atti».*

<sup>48</sup> Dunque, sembra, almeno in parte scongiurato quel dubbio, sollevato da una sensibilissima studiosa – M. RAMAJOLI, *Consolidamento e metabolizzazione del modello delle Autorità di regolazione*, cit., 179 – secondo cui la tendenza a compensare la legalità sostanziale con quella procedurale possa risolversi in un presidio evanescente quando poi si tende a ridurre l’impatto, ammettendosi che la P.A. non sia gravata dall’onere di specifica confutazione di ognuna delle prospettazioni non accolte degli *stakeholders*. Infatti, la riaffermazione della necessità del “corretto procedimento” appare, in linea di principio, ampia anche se, si deve ammettere, che l’eccessiva enfattizzazione della forza compensatrice realmente rischia «di depotenziare la centralità che invece deve continuare a possedere la norma attributiva del potere nel nostro ordinamento democratico».

<sup>49</sup> Si ricorda, infatti, che il legislatore, per ovviare al fenomeno della c.d. “fuga dal regolamento”, con il ricorso all’atto amministrativo generale come surrogato dell’atto normativo, nel diritto dei mercati finanziari ampiamente inteso, ha uniformato il regime d’entrambi, sottoponendoli alle medesime prescrizioni. Per quanto riguarda Consob, si vedano, l’art. 3, comma 3, T.u.f. e l’art. 2, comma 1 – 3, l. 262/2005.

regolamentare e sottoposto a pubblica consultazione<sup>50</sup>. Il corretto esercizio delle attività di regolazione *con effetti puntuali*, invece, deve garantire la partecipazione tramite la comunicazione dell'atto d'avvio del procedimento (*ex art. 7, l. 241/1990*) e, possiamo aggiungere, delle ulteriori prescrizioni integrative dettate per i procedimenti a carattere contenzioso della legge sul risparmio (art. 24 l. 262/2005).

Posta quella premessa il Consiglio di Stato ha annullato l'atto qualificatorio di Consob rilevando che l'autorità non ha osservato le prescrizioni poste per garantire un effettivo e pieno confronto sui profili di fatto e di diritto oggetto del suo esame. Per il giudice non è, invero, sufficiente che l'amministrazione abbia svolto l'accertamento, concluso con la qualificazione, anche attraverso «*un'interlocuzione con le parti del rapporto giuridico*» poiché questo costituisce un confronto materiale, di per sé solo inidoneo a surrogare le garanzie formali assicurate dalla disciplina del procedimento, unica strada atta a compensare i vuoti di legalità sostanziale.

La sostanza non può prevalere sulla forma perché i soggetti con cui è entrata in contatto Consob non furono avvertiti espressamente dell'inizio di un procedimento “specificamente teso alla regolazione dichiarativa del rapporto controverso”; quindi, non si garantì loro l'esercizio consapevole dei diritti di partecipazione, mettendoli nella condizione di concorrere alla formazione dell'atto finale con apporti connotati sia da tratti collaborativi che difensivi<sup>51</sup>.

Il Consiglio di Stato, poi, muovendo dalla centralità della funzione compensativa del procedimento e dalla sua astratta idoneità a ricondurre il potere assolutamente atipico nel solco della legalità costituzionale, nega che possa ritenersi legittimo il concreto apprezzamento impugnato facendo valere quella disposizione tesa al

---

<sup>50</sup> C. Stato, sez. VI, 7972/2020, par. 3.2.

<sup>51</sup> Per il giudice del gravame – C. Stato, sez. VI, 7972/2020, par. 3.2. – «*Con riguardo alla partecipazione procedimentale delle società appellanti, che è quella che più rileva in questa sede, la Consob avrebbe dovuto dare formale avvio a un procedimento specificamente finalizzato all'esercizio della funzione di regolazione dichiarativa del rapporto controverso per assicurare l'esercizio dei diritti di partecipazione.*

*Si tratta di un coinvolgimento delle parti necessario per garantire un contraddittorio procedimentale in funzione collaborativa e difensiva che, nella specie, dovendo colmare le lacune sostanziali della legge, assume valenza ancora più accentuata».*



contenimento delle invalidità.

*A priori* deve ritenersi escluso che, pur a fronte della omissione dell'atto d'avvio del procedimento, la P.A. resistente possa «*dimostrare che il contenuto del provvedimento non avrebbe potuto essere diverso da quello in concreto esser diverso da quello in concreto adottato*» (art. 21-*octies*, l. 241/1990)<sup>52</sup>. L'attribuzione di un fondamento costituzionale al diritto di partecipazione, si erge a limite assoluto all'applicabilità dell'art. 21-*octies* e ciò, si sottolinea, a prescindere dalla natura del potere esercitato dall'autorità. Infatti, la dinamica contenziosa - la contrapposizione netta tra posizione della parte pubblica e di quella privata - cioè tra chi ha la prerogativa di imporre e chi è in posizione di soggezione - di per sé stessa «*impedisce di svolgere un giudizio prognostico favorevole alla pubblica amministrazione in ordine alla irrilevanza di una eventuale partecipazione. Vengono, infatti, in rilievo ampi profili decisori di contenuto giuridico che implicano valutazioni le quali rinvergono proprio nel procedimento la loro sede naturale*».

In conclusione, Consob, qualora intenda avviare un atto di riesercizio del potere - come risulta ancora possibile - dovrà agire nel rispetto delle regole sul contraddittorio procedimentale, di volta in volta applicabili, con ciò garantendo l'acquisizione di «*tutti gli elementi e le circostanze di fatto che devono essere posti a base della valutazione finale e sono anche nella disponibilità degli operatori economici*»<sup>53</sup>.

---

<sup>52</sup> R. VILLATA - M. RAMAJOLI, *op. cit.*, 581 ss.

<sup>53</sup> Procedimento che - per il giudice [C. Stato, sez. VI, 2 dicembre 2019, n. 8261 (par. 6.7 di motivazione), in [www.giustizia-amministrativa.it](http://www.giustizia-amministrativa.it)] - a pena di invalidità dell'atto finale, deve garantire un contraddittorio effettivo tramite la trasmissione di un atto d'avvio che indica con precisione le coordinate dell'azione dell'autorità e che conduca ad una determinazione fondata su precise evidenze istruttorie non ammettendosi "scorciatoie" in punto di dimostrazione di tutti gli elementi della fattispecie attributiva del potere esercitato [C. Stato, sez. VI, 9 gennaio 2018, n. 6330 (par 7.6 di motivazione), in [www.giustizia-amministrativa.it](http://www.giustizia-amministrativa.it)]. In una prospettiva ricostruttiva è pure da segnalare come il massimo giudice amministrativo si sia anche fatto carico di riflettere sulla consistenza che dovrebbe caratterizzare l'effettività del contraddittorio in sede istruttoria con conseguente, credo, limitazione della portata del principio inquisitorio, che rimette alla prudente valutazione dell'amministrazione la definizione della sua estensione. Infatti, con una recente ordinanza di rinvio pregiudiziale alla Corte di giustizia - C. Stato, 7 dicembre 2020, n. 7713, in [www.giustizia-amministrativa.it](http://www.giustizia-amministrativa.it) - ha chiesto al giudice UE di chiarire se per il diritto della concorrenza a fronte della produzione - da parte dell'impresa indagata - di studi

*5. Prospettive applicative future delle indicazioni del Consiglio di Stato in punto di imprescindibilità della legalità procedurale quale condizione sostanziale per l'esercizio di qualunque potere contenzioso, anche di tipo sanzionatorio*

Concluso l'esame dei punti salienti della pronuncia, ci si può chiedere se essa possa costituire fattore di stimolo alla riflessione sull'azione, ampiamente intesa, delle autorità indipendenti e, in particolare, di quelle che presidiano i mercati finanziari.

Se ben ci si avvede, dalla sentenza sono ritraibili diversi spunti "provocatori", utili per "dare una scossa" alla riconsiderazione di tematiche che sembrerebbero "sclerotizzate".

Un primo può essere indicato nel rapporto necessario tra garanzie procedimentali ed effetti conformativi. Dall'affermazione che senza le une non è dato immaginare la produzione degli altri si potrebbe trarre argomento per sostenere una sensibile limitazione degli spazi riconosciuti alla c.d. *soft law*.

Se ogni determinazione atipica deve essere "figlia" di un procedimento, dove manca il secondo non è concepibile una rilevanza regolatoria della prima e ciò anche se i suoi effetti sono di tipo "notiziale" od abbiano valenza dichiarativa accertativa. Dunque, deve escludersi che un qualunque effetto conformativo possa essere giustificato dall'attribuzione ad una determinata autorità del compito di presidiare il corretto funzionamento di un dato segmento di mercato. L'attribuzione in sé non è elemento sufficiente a garantire l'obiettività o l'attendibilità delle sue statuizioni. Se si vuole, è la stessa tendenziale stabilità della valutazione veicolata con l'atto atipico – superabile solo con la revisione giudiziale – che impone lo svolgimento di un procedimento.

---

ed altri elementi utili a smentire le prospettazioni iniziali dell'autorità, quest'ultima sia onerata di dimostrare specificamente la fondatezza del proprio assunto e, quindi, tenuta a dar ragione dell'irrelevanza della produzione difensiva del privato. Dunque, se una ragionevole controspettazione della resistente costringa Agcm, a superare ogni presunzione di incidenza negativa di condotte individuate e dalla stessa considerate pregiudizievoli, dovendosi, al contrario, farsi carico d'un'analisi concreta, e della controdimostrazione in merito al fatto «che le condotte oggetto di indagine siano effettivamente idonee ad escludere dal mercato i concorrenti altrettanto efficienti».

In altri termini, se si condivide la premessa del Consiglio di Stato, quasi per necessità va escluso che le autorità di vigilanza possano produrre atti riconducibili alla “sfera” della *soft law*, intesa come diritto privo di coercibilità<sup>54</sup>. Qualunque atto prescrittivo, per il fatto di obbligare in qualche modo (si pensi alle raccomandazioni), non può che avere effetti costitutivi. Dunque, se si sviluppano le considerazioni del Consiglio di Stato si deve mettere in disparte la retorica (stucchevole) della “persuasione morale” e della capacità orientativa dell’autorevolezza della amministrazione precedente, oggetto di costante enfaticizzazione<sup>55</sup>. Si ripete: non vi può essere effetto conformativo senza procedimento. I principi garantistici del diritto amministrativo impongono di assoggettare a vincoli e controlli tutti gli atti che raggiungono una qualche rilevanza precettiva<sup>56</sup>.

Per quanto poi concerne il caso deciso non pare dubbio che atti quali le comunicazioni “qualificatorie” di Consob siano dotate di un effetto condizionante, derivante dalle “prospettive sfavorevoli” in caso di una loro inosservanza. Infatti, è più che seria la possibilità che i componenti degli organi di amministrazione e controllo (contrari o recalcitranti) siano, quanto meno, esposti ad una responsabilità sanzionata in via amministrativa, per non aver rilevato il fenomeno negli stessi termini prospettati dall’autorità di vigilanza<sup>57</sup>. Più specificamente viene in rilievo la responsabilità dei componenti dell’organo di controllo per non aver segnalato irregolarità riscontrate nell’esercizio delle proprie funzioni (art. 149, comma 3, T.u.f.), i cui profili non potranno che corrispondere alle indicazioni interpretative formulate dall’autorità di vigilanza.

---

<sup>54</sup> Cfr. M. RAMAJOLI, *Soft law e ordinamento amministrativo*, in *Diritto amministrativo*, 2017, 147 ss.

<sup>55</sup> Su cui, tra i contributi più recenti si vedano anche, B. CELATI, *Soft law nella regolazione dei mercati finanziari e tutela giurisdizionale*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2020, 312 ss.; M. ORTINO, *Soft law nella disciplina dei mercati finanziari*, in *Banca imp. soc.*, 2020, 93 ss.; M.E. BUCALO, *Autorità indipendenti e soft law*, Torino, 2018, *passim*.

<sup>56</sup> Cfr. M. MAZZAMUTO, *Le fonti del diritto amministrativo*, in *Diritto amministrativo*, 2015, 736 ss.

<sup>57</sup> Per l’applicazione di una sanzione Consob ai componenti del collegio sindacale per non aver rilevato un’operazione che la vigilanza riteneva riconducibile a quelle intercorse tra c.d. parti correlate, si veda Cass., 26 gennaio 2021, n. 1602, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

Dunque, il procedimento è l'unico "luogo" ove può svilupparsi l'imprescindibile confronto tra privato ed autorità, sia per quanto riguarda la ricostruzione della fattispecie concreta sia per quanto concerne l'individuazione del modo con cui definire ed applicare le regole di condotta a contenuto generico o formulate tramite clausole generali.

In conclusione, deve escludersi che possa attribuirsi, in linea di principio, validità alla visione o prospettazione dell'amministrazione svincolata da evidenze istruttorie<sup>58</sup>, sempre che quelle non si traducono in autolimiti, cioè in atti che vengono a garantire spazi di libertà o

---

<sup>58</sup> Per l'applicazione del principio ad un procedimento ad effetti, rispettivamente, puntuali e generali, cfr. C. Stato, sez.VI, n. 633/2018, cit., spec. par. 7.6 di motivazione. Nell'annullare l'atto Consob di rideterminazione del prezzo di un'offerta pubblica d'acquisto, rileva come l'autorità non avesse dimostrato la sussistenza, neppure in via indiziaria, della collusione tra operatori che è presupposto del potere modificativo. Il giudice (par. 7.6), infatti, rileva «*La Consob ha disposto la modifica in aumento del prezzo dell'offerta pubblica obbligatoria di acquisto su azioni ordinarie emesse da Camfin s.p.a. in ragione di una presunta collusione tra MCI, Lauro Sessantuno ed i soggetti che avrebbero agito di concerto con quest'ultima (tra cui MTP e Unicredit). La collusione avrebbe consentito a MCI di ottenere indirettamente un prezzo superiore a quello dell'offerta pubblica di acquisto, in conseguenza dello "sconto" che Allianz e Fonsai avrebbero concesso a MCI nella vendita di azioni Pirelli.*

*Senonché, nel corso del procedimento e del presente giudizio amministrativo, non è emersa alcuna prova - neppure indiretta, in ragione ad esempio della stranezza intrinseca delle condotte accertate e della mancanza di spiegazioni alternative - della partecipazione all'accordo fraudolento in elusione della regola sul prezzo OPA di Allianz e Fonsai, ovvero delle società che, con la vendita delle proprie azioni Pirelli a MCI, avrebbero concorso a realizzare la presunta collusione tra MCI e Lauro Sessantuno s.p.a.». Quindi, esclude la correttezza dell'impostazione dell'autorità secondo cui «non sarebbe stato suo onere dimostrare che il comportamento di tutti i soggetti della complessa operazione economica (...) fosse diretto ad eludere la normativa in materia di OPA, occorrendo soltanto fornire la prova che lo stesso fosse obiettivamente idoneo a conseguire tale effetto». La tesi dell'amministrazione, per il giudice di Palazzo Spada (7.7) è inaccettabile poiché, seguendola, «si priverebbe infatti la fattispecie normativa - la quale pure richiede, quale presupposto del potere di rettifica, che l'alterazione delle condizioni di uguaglianza sia maturata in un contesto patologico di collusione - di qualsiasi capacità determinativa, concedendo all'Autorità di vigilanza un spazio di discrezionalità illimitato nella valutazione ex post dei comportamenti dell'offerente e del venditore, tale da precludere agli operatori di mercato, anche quelli più avveduti, di valutare preventivamente la correttezza delle condotte assunte nelle proprie attività commerciali».*

creano affidamenti tutelati, accreditando tra quelle plausibili, le soluzioni applicative più favorevoli ai vigilati.

Un secondo spunto provocatorio – utile per innescare una riflessione – è quello costituito dalla categorica esclusione di spazi per manovre miranti al depotenziamento delle garanzie procedurali.

Se non viene intrapreso un percorso formale, a carattere predefinito, non è in assoluto invocabile la forza stabilizzatrice dell'art. 21-*octies*, l. 241/1990. In particolare, non è dato prescindere dall'atto d'avvio che, impiegando la qualificazione europea, viene ad essere indicato quale elemento che costituisce forma sostanziale dell'azione amministrativa. Quando si instaura tra privato ed autorità una relazione di tipo oppositivo – ricorrente nell'ambito dei controlli a carattere contenzioso della legge sul risparmio (art. 24 l. 262/2005) – il rispetto delle regole “d'azione” a carico della seconda deve essere assoluto con conseguente impossibilità d'ammettere la P.A. a dimostrare l'inutilità del confronto omesso, cioè che “l'anello mancante” non avrebbe mutato il risultato finale.

Neppure la rilevanza dell'interesse pubblico, qual è quello della tutela del risparmio, consente al giudice di derogare all'impostazione rigorosa seguita quando è chiamato a verificare la legittimità atti delle amministrazioni tradizionali che incidono su interessi patrimoniali privati. Dunque, neppure la considerazione di un “valore” di rilevanza costituzionale (art. 47 Cost.)<sup>59</sup> è d'ostacolo alla conferma di un'interpretazione restrittiva dell'art. 21-*octies* l. 241/1990, proposta dal Consiglio di Stato in sede di sindacato di atti generati da procedure contenziose (espropriative).

Anche nel nostro caso, infatti, si esclude che la dialettica processuale possa, a sua volta, ovviare a quella procedimentale negata dall'amministrazione. Dunque, se si vuole, si ammette la compensazione di primo livello – tra legalità sostanziale e legalità procedimentale – per poi negare quella di secondo livello, ritenendo

---

<sup>59</sup> Valore od interesse tutelato in quanto il risparmio è strumentale al funzionamento dei mercati e, dunque, dell'economia reale come evidenza, R. COSTI, *Tutela del risparmio e costituzione storia ed attualità dell'art. 47*, in *Banca imp. soc.*, 2018, 396.

impossibile per la P.A. recuperare nel processo la propria precedente omissioni dimostrandone l'inutilità<sup>60</sup>.

È, peraltro, da evidenziare come la carica provocatoria di queste notazioni possa considerarsi particolarmente elevata in quanto la pronuncia annotata annulla per un vizio di “forma sostanziale” un atto Consob espressione di un potere di controllo con effetti precettivi all'esito di un procedimento che si dovrebbe svolgere in contraddittorio; cioè una determinazione che è sottoposta dalla legge sul risparmio ai medesimi principi procedurali (*fair trial*) previsti per i provvedimenti sanzionatori (art. 24 l. 262/2005), il cui sindacato – come per quelli di Banca d'Italia – è riservato al giudice ordinario.

La netta presa di posizione del Consiglio di Stato su una determinazione che legge vuole retta dagli stessi principi che ordinano l'azione punitiva dovrebbe costituire un potente stimolo per l'A.G.O. la quale, come è noto, da tempo manifesta una assoluta chiusura nei confronti dei ricorsi in opposizione alle sanzioni fondati su vizi procedurali, motivandola con il richiamo al dato testuale dell'art. 21-*octies*, comma 2, l. 241/1990<sup>61</sup>.

La compiuta “riabilitazione” dei vizi procedurali anche ai fini dell'annullamento di atti specifici di Consob dovrebbe innescare una seria riconsiderazione della loro rilevanza anche in sede di impugnazione delle sanzioni e ciò a prescindere dalla ricostruzione della prerogativa punitiva come a carattere vincolato o discrezionale<sup>62</sup>. Infatti, con la pronuncia annotata viene meno l'argomento “retorico” della irrilevanza dei vizi procedurali rispetto al merito della decisione, frequentemente impiegato dalla Corte regolatrice per negare la rilevanza delle affermazioni della giurisprudenza amministrativa. L'annullamento per motivi procedurali d'un atto considerato espressione d'un potere conformativo di regolazione concreta esclude che la sempre ribadita irrilevanza possa essere giustificata affermando che il giudice amministrativo ne ha affermato la rilevanza solo sul piano

---

<sup>60</sup> G. GIOVAGNOLI, *Sub art. 21-octies*, in AA. VV., *Codice dell'azione amministrativa*, cit., 1169.

<sup>61</sup> Atteggiamento “consolidatosi” dopo, Cass., Sez. Un., 30 settembre 2009, n. 20929, in *Foro it.*, 2010, I, 3129 ss.

<sup>62</sup> Su cui mi si consenta rinviare a, G. ROMAGNOLI, *Il potere punitivo*, cit., 49 ss.

meramente teorico, riferendosi all'invalidità di atti normativi<sup>63</sup>. La sentenza analizzata, si ripete, ha annullato una specifica determinazione di cui ha riscontrato dei vizi invalidanti, accompagnandovi alcune prescrizioni procedurali che la P.A. soccombente dovrà osservare in caso di “riedizione” del potere.

La riflessione – autocorrettiva – del giudice ordinario dovrebbe essere stimolata, ancora, da una considerazione di buon senso, ispirata dalla logica del ragionamento *a fortiori*, per cui ciò che vale per i procedimenti a carattere contenzioso deve valere anche per quelli “più gravi” di tipo sanzionatorio. L'imprescindibile funzione garantista delle regole d'azione dovrebbe, infatti, essere affermata più vigorosamente rispetto ai procedimenti sanzionatori ove l'autorità si muove in un contraddittorio tendente alla “validazione” di una ricostruzione in cui è prospettata una responsabilità e la cui conferma comporta l'applicazione della pena amministrativa.

In fine, il messaggio provocatorio non meno importante lanciato dal giudice del potere amministrativo al giudice ordinario è dato dalla riaffermazione del rigoroso rispetto delle regole procedurali – ai fini della validità – dell'esercizio d'un potere che il primo non ritiene di carattere discrezionale in senso tradizionale, non realizzandosi attraverso una “comparazione d'interessi”<sup>64</sup>.

Per il Consiglio di Stato il puntuale ossequio della procedura si impone anche quando Consob compie atti d'accertamento costitutivo della natura di una situazione e di sua riconduzione ad una determinata fattispecie normativa. Dunque, quando la P.A. – seguendo la vulgata del giudice ordinario – si limita, senza alcun margine di apprezzamento, a compiere un'operazione “quasi meccanica” di sussunzione di un fatto,

---

<sup>63</sup> Tra le tante si veda la motivazione di Cass., 31 maggio 2019, n. 15025 (par. 4.1), in [www.giustizia.it](http://www.giustizia.it), per la quale «Come già chiarito da questa Corte (Cass. 22/04/2016, n. 8210), le valutazioni espresse dal Consiglio di Stato neppure tradottesi in statuizione di annullamento del regolamento contenente la previgente disciplina del procedimento sanzionatorio CONSOB, non sono comunque utilmente richiamabili in questa sede nella quale oggetto dell'impugnazione dei ricorrenti non è il regolamento che disciplina il procedimento sanzionatorio, ma un provvedimento sanzionatorio, e non è dedotto alcun concreto vulnus al diritto di difesa che sarebbe derivato dall'applicazione di detto procedimento».

<sup>64</sup> Secondo la diffusissima impostazione gianniniana, su cui, R. VILLATA - M. RAMAJOLI, *op. cit.*, 95 ss. Nella manualistica, per tutti, M. CLARICH, *Manuale di diritto amministrativo*, cit., 126 ss.

come dalla stessa ricostruito, in una norma che si assume costituita da una prescrizione chiara e facilmente conoscibile.

Ma se ciò è vero, a maggior ragione, dovrebbe valere per i procedimenti sanzionatori ove è massima la contrapposizione tra privato e P.A. Dunque, dovrebbe risultare indebolito anche l'argomento su cui poggia il muro invalicabile eretto dalla Cassazione a difesa della stabilità dei provvedimenti punitivi di Consob e Banca d'Italia, poiché le regole di comportamento sono da osservarsi a prescindere dal margine di elasticità del potere decisionale. Anche i provvedimenti non discrezionali sono "esposti" agli stessi vizi prospettabili per quelli discrezionali, come da tempo non dubita il giudice amministrativo quando decide su opposizioni a sanzioni rimesse alla sua cognizione e con ciò offrendo un livello di tutela in linea con le indicazioni della Carta fondamentale e sideralmente distante dallo svilimento della revisione giudiziale delle sanzioni compiuto dal giudice ordinario<sup>65</sup>.

---

<sup>65</sup> Per un'analisi critica e confronto della tutela offerta dal giudice ordinario e da quello amministrativo avverso ai provvedimenti punitivi delle autorità di vigilanza mi si consenta rinviare a G. ROMAGNOLI, *Il potere punitivo*, cit., 239 ss. Per ulteriori indicazioni, si veda anche E. BINDI, *Il giudizio di opposizione alle sanzioni di Banca d'Italia e di Consob. Un'anomalia del sistema italiano*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2020, 280 ss.