

RIVISTA
TRIMESTRALE
DI DIRITTO
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA
DI
DOTTRINA
E
GIURISPRUDENZA

DIREZIONE SCIENTIFICA

G. ALPA - M. ANDENAS - A. ANTONUCCI
F. CAPRIGLIONE - R. MASERA - R. Mc CORMICK
F. MERUSI - G. MONTEDORO - C. PAULUS

4 / 2013

ISSN: 2036 - 4873

RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

WWW.RTDE.LUISS.IT

La sede della Rivista è presso
la Fondazione G. Capriglione Onlus,
Università Luiss G. Carli,
Viale Romania 32, 00197 Roma.

Direzione Scientifica

G. Alpa - M. Andenas - A. Antonucci - F. Capriglione

R. Masera - F. Merusi - R. McCormick - G. Montedoro - C. Paulus

Direttore Responsabile

F. Capriglione

Comitato di Redazione

A. Tucci - V. Lemma - E. Venturi - D. Rossano - N. Casalino

I contributi pubblicati in questa Rivista potranno essere
riprodotti dalla Fondazione G. Capriglione Onlus su altre
proprie pubblicazioni, in qualunque forma.

Autorizzazione n. 136/2009, rilasciata dal Tribunale di Roma in data 10 aprile 2009.

COMITATO SCIENTIFICO PER LA VALUTAZIONE

G. Alpa, M. Andenas, A. Antonucci, S. Amorosino, E. Bani, P. Benigno, A. Blandini, C. Brescia Morra, E. Cardi, M. Clarich, A. Clarizia, F. Colombini, G. Conte, P.E. Corrias, L. De Angelis, M. De Benedetto, P. De Carli, C. De Caro, M. De Poli, G. Desiderio, L. Di Brina, G. Di Taranto, L. Foffani, C. Fresa, P. Gaggero, V. Lemma, R. Lener, F. Maimeri, A. Mangione, R. Masera, R. McCormick, F. Merusi, F. Moliterni, G. Montedoro, G. Niccolini, P. Passalacqua, C. Paulus, M. Pellegrini, N. Rangone, P. Reichlin, R. Restuccia, A. Romano, C. Rossano, C. Russo, M. Sepe, D. Siclari, G. Terranova, G. Tinelli, V. Troiano, A. Tucci, A. Urbani, P. Valenzise, A. Zimatore

REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

I contributi inviati alla Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia sono oggetto di esame da parte del «Comitato scientifico per la valutazione» secondo le presenti regole.

1. Prima della pubblicazione, tutti gli articoli, le varietà, le note e le osservazioni a sentenza inviati alla *Rivista* sono portati all'attenzione di due membri del *Comitato*, scelti in ragione delle loro specifiche competenze ed in relazione all'area tematica affrontata nel singolo contributo.
2. Il contributo è trasmesso dalla *Redazione* in forma anonima, unitamente ad una scheda di valutazione, ai membri del *Comitato*, perché i medesimi – entro un congruo termine – formulino il proprio giudizio.
3. In ciascun fascicolo della *Rivista* sarà indicato, in ordine alfabetico, l'elenco dei membri del *Comitato* che hanno effettuato la valutazione dei contributi pubblicati.
4. In presenza di pareri dissenzienti, la *Direzione* si assume la responsabilità scientifica di procedere alla pubblicazione, previa indicazione del parere contrario dei membri del *Comitato*.
5. Ove dalle valutazioni emerga un giudizio positivo condizionato (a revisione, integrazione o modifica), la *Direzione* promuove la pubblicazione solo a seguito dell'adeguamento del contributo alle indicazioni dei membri del *Comitato*, assumendosi la responsabilità della verifica.

I CONTRIBUTI DEL PRESENTE FASCICOLO SONO STATI VALUTATI DA:

A. Antonucci -E. Bani - M. De Poli – L. Di Brina - P. Gaggero -
V. Lemma – F. Moliterni – P. Passalacqua – M. Pellegrini – M. Sepe

PARTE PRIMA

ARTICOLI

PAOLO SAVONA – <i>Le diverse vie per un’Europa unita</i>	210
RICCARDO RESTUCCIA - <i>La figura dell’investitore e la graduazione della tutela</i>	215
ANDREA MIGLIONICO – <i>I meccanismi di funzionamento dell’UEM: profili di criticità</i>	240

VARIETA’

ROBERTO CARATOZZOLO – <i>La disciplina italiana dell’Equity Crowdfunding: tra incentivazione degli emittenti e tutela degli investitori</i>	256
---	-----

PARTE SECONDA

NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

DIEGO ROSSANO – <i>La rinegoziazione degli SWAPS: tra novazione oggettiva e collegamento negoziale</i>	173
ILLA SABBATELLI – <i>Usura e calcolo del tasso soglia: rilevanza degli interessi moratori</i>	214

PARTE PRIMA

ARTICOLI

LE DIVERSE VIE PER UN'EUROPA UNITA

ABSTRACT: *This paper points out the directions of the European integration, focusing on the ones contrary to the political union. In this context, the development of European institution, the close economic ties between Member states were the conduits for the lightning-fast spread of the differences within the Euro group.*

The analysis of the current geo-political scenario is based upon the single market and the single currency. This is why this research concludes that the European architecture is weak: it needs a educational convergence and then a real political union.

Penso che il dibattito sull'Unione Europea, di cui oggi analizziamo tre importanti espressioni, sia una falsa testimonianza sull'esistenza di un libero confronto intorno a un tema centrale per il futuro del Paese (e, più in generale, come dice Pelanda¹, degli equilibri geopolitici alla cui definizione l'Italia partecipa). Infatti sui modi in cui, dall'iniziale entusiasmo intellettuale e politico, si è passati a una competizione interna all'Europa tra i suoi Stati-membri, dai tratti per molti aspetti tradizionali, che si svolge anch'essa sia sul piano intellettuale, livello al quale i tre saggi in esame si muovono, sia su quello politico, un livello nel quale si è smarrita la ricerca di unità di intenti che contraddistinse la costruzione dell'Europa nel dopoguerra seguendo il desiderio di stabilire una convivenza civile tra le popolazioni del Vecchio Continente. Proprio quando è venuta meno la divisione dell'Europa in blocchi di Stati-nazione contraddistinti da vie politiche profondamente diverse – quelle del liberalismo di tipo occidentale e quelle del

¹ Cfr. PELANDA, *Europa oltre. La nuova formula estroversa e pragmatica*, 2013; PILATI, *Europa: sovranità dimezzata*, Bruno Leoni e il Foglio 2013; VEROLA, *Il governo dell'euro*, 2012

comunismo di tipo sovietico – si sono recuperate molte delle diversità di concezione politica e sociale che avevano condotto a due deflagrazioni belliche.

Poiché la storia ci insegna che i suoi percorsi sono imprevedibili, è possibile avanzare alcune congetture partendo dalle costatazioni dei tre scritti oggetto dell'incontro.

Muovendo dagli ideali di un'Europa unita sul piano economico per propiziare l'unificazione politica, una caratteristica comune ai Padri fondatori dell'Europa unita, si è giunti, nel momento culminante di questo processo, a intraprendere una soluzione che ha molte delle caratteristiche delle “derivazioni paretiane”, ossia mutamenti di percorso che muovono in direzione opposta all'unificazione politica. Questa derivazione viene fatta propria dalla politica con il sostegno intellettuale di una larga fascia di uomini di pensiero; essa sostiene che la via intrapresa, quella dei vincoli per costringere i paesi a politiche economiche orientate alla stabilità come viatico allo sviluppo, è la migliore per costruire “a piccoli passi” l'unificazione più ampia, politica, invece di divergere dalla stessa, come accadrebbe se l'orientamento fosse prioritariamente verso lo sviluppo. Ossia si prende come obiettivo del processo di unificazione una concezione economica che non è pacifica né in letteratura, né nella pratica. In un intelligente commento al lavoro di Pilati il concetto è così espresso: “il nitore del dover essere, sembra quasi voglia compensare la debolezza dell'essere.”

Se ben interpreto il punto centrale delle tre diagnosi è il seguente: Verola, con Pilati, ritiene che la rigidità del fare regole ha sostituito la flessibilità del fare politica, forzando la costruzione dell'UE in una direzione non proprio democratica; Pilati aggiunge che vi è una perdita di orientamento europeo che scaturisce da un analogo processo interno ai paesi membri, ossia un più generale indebolimento dei processi democratici nazionali che si era invece forte nei modi di intendere della generazione antecedente che non aveva patito il nazi-

fascismo e ha patito una guerra “fratricida”. Pelanda attribuisce maggiore responsabilità alla perdita di unità di intenti tra Stati Uniti ed Europa a causa dei mutamenti geopolitici, da recuperare con urgenza nell’interesse di tutti partendo dal negoziato per l’area di libero scambio TTIP veicolo per l’unità d’azione mondiale euroamericana. Se gli autori ritengono che la mia diagnosi non colga il punto centrale di quella da loro avanzata, chiariscano il perché tenendo conto che sono perfettamente cosciente che la loro analisi è assai ampia e l’aver sottolineato solo quelli che considero gli aspetti centrali contrasta con l’impegno da essi posto nell’esplicitare la tematica in modo articolato.

Veniamo invece al mio punto centrale che non contrasta con il loro, ma ha un maggiore peso nella mia visione del problema: l’evoluzione biogiuridica delle istituzioni europee, per dirla *à la* Guarino. Nei miei lavori “L’Europa dai piedi di argilla”, pubblicato da Scheiwiller nel 1995 (scritto nel 1992 per Guido Carli, firmatario del Trattato di Maastricht) e “Sovranità e ricchezza”, scritto con Carlo Pelanda, rendo testimonianza che la mia valutazione del “passo storico” del passaggio dal mercato comune all’unione europea è stato considerato privo di basi razionali, sia perché prevedere un governo dell’Europa fatto di regole (Verola) non lo era, sia perché l’Italia decise su basi ideali di aderire al Trattato di Maastricht, ma non invocare l’opting out dall’euro per prepararsi a essere parte dell’unione monetaria senza gravi danni per l’economia del Paese (Pilati). La tesi espressa con Pelanda è che le cessioni di sovranità nazionale mantenendo l’organizzazione westfaliana degli Stati-nazione senza un ritorno di maggiori vantaggi (ipotesi della *turn-around sovereignty*) non poteva funzionare.

Ho ripetutamente spiegato che nelle attuali condizioni geopolitiche è necessario avere un mercato unico europeo e questo richiede una moneta unica, ma questa presuppone un’unificazione politica. Se si decide di rinviare a dopo il raggiungimento di questo motivo e l’operazione non riesce il sistema rischia il

collasso. L'obiettivo dell'Europa unita è quindi corretto, ma è stato realizzato con un'architettura istituzionale che ha causato il suo allontanamento. Non credo che nelle diagnosi dei tre autori vi sia una profonda differenza né con me, né tra loro: tutti siamo convinti che l'architettura europea è grandemente difettosa e rischia di riportare una larga fascia di paesi membri in una condizione di sottosviluppo, con conseguenze socio-politiche gravi, non solo per il Vecchio Continente (Pelanda).

Il problema che ci dobbiamo porre non è quindi se la costruzione europea è giusta o sbagliata, perché la risposta al quesito non si può porre su basi insindacabili (*it can or cannot work*), ma solo fattuali (*it does not work*), ma che cosa si deve fare per tentare di far coincidere ciò di cui avremmo bisogno e le condizioni antropologiche culturali in cui questo bisogno trova soddisfazione. In breve, i modi in cui l'Europa va costruita, va ripensata alla radice.

Traggo da l'ultimo lavoro di Flavio Felice (*Istituzioni, persona e mercato*, Rubbettino 2013) questa citazione di Luigi Einaudi: "Il grande merito dei governi liberi in confronto a quelli tirannici sta appunto nel fatto che nei regimi di libertà, discussione e azione procedono attraverso il metodo dei tentativi e degli errori. *Trial and error* è l'emblema della superiorità dei metodi di libertà su quelli della tirannia. Il tiranno non ha dubbi e procede diritto per la sua via: ma la via conduce il paese al disastro". Non possiamo certo affermare che l'Unione Europea o la Germania o altri paesi membri siano governati da tiranni, ma che i loro comportamenti presenta in diverse dosi queste caratteristiche e questi aspetti sono difficili da combattere proprio perché non hanno tutte le caratteristiche della tirannia e la gente resta confusa. Una sovranità fiscale che non opera come una sovranità, una Commissione che non opera come un Governo, un Parlamento che non opera come un Parlamento. *Trial and error* non è il metodo di governo europeo perché le istituzioni sono state create – e forse lo sono veramente –

per essere “irreversibili” e l’evidenza di errori inducono solo piccoli cambiamenti (come il Fondo salva Stati o i LTRO) che non risolvono le carenze di base quali le limitazioni poste alla BCE al perseguimento degli obiettivi e all’uso degli strumenti, e al Parlamento europeo e alla Commissione nell’assolvere alle funzioni legislative ed esecutive attribuite secondo il principio di sussidiarietà. La Germania procede dritta per la sua via e gli altri paesi membri la seguono ufficialmente alcuni per convincimento, altri per debolezza culturale e politica.

Sono perciò giunto alla conclusione, espressa in un appello lanciato con Francesco Sisci e sottoscritto da persone qualificate (si veda Formiche.net) che, per riprendere la via dell’unificazione politica, si debba operare culturalmente creando la Scuola europea di ogni ordine e grado. In un paio di generazioni l’unione politica, che non si riesce a raggiungere con le regole istituzionali, le imposizioni politiche e gli attacchi speculativi del mercato, sarà realizzabile. Ma anche su questo punto si registra una debolissima convergenza di volontà, forse perché non si valuta l’importanza dell’iniziativa.

Ciò non significa che non debbano espletarsi tutte le iniziative per una migliore gestione delle istituzioni, perché occorre gestire la transizione senza riaprire conflitti interni all’Europa, i cui rischi aumenterebbero al permanere di questo livello di disoccupazione concentrato in alcune aree, mentre le altre prosperano. In ultima analisi il problema si trasformerebbe da economico in sociale, con sbocchi non facilmente prevedibili.

Paolo Savona

*Professore Emerito di Politica Economica
nell’Università Luiss G. Carli di Roma*

LA FIGURA DELL'INVESTITORE E LA GRADUAZIONE DELLA TUTELA

ABSTRACT: *This paper compares the different features of investors provided by Italian legal order. The analysis of the rules shows the absence of clear definitions and then an inhomogeneous set up of the legal constraints to bargain power.*

On the contrary, it is clear that any investment has different needs of protection and, in particular, this research shows the lower need of a qualified investor. The Author reach this result taking into account both the evolution of the regulatory framework and the evidences arising from jurisprudence.

SOMMARIO: 1. Considerazioni introduttive. – 2. Figure a confronto tra difficoltà definitorie e norme disorganiche. Scelte e tendenze. – 3. Esigenze di investimento e livelli di protezione: la questione dell'operatore qualificato nell'evoluzione normativa e giurisprudenziale.

1. L'inappagata attenzione degli studiosi rivolta all'individuazione dello strumentario più idoneo alla tutela della parte contrattualmente debole, è indicativa di un perdurante e vivace dibattito scientifico verso un tema, la cui importanza e delicatezza risiede negli interessi presidiati dalle norme che lo regolano e nel raggiungimento di finalità di ampio respiro, recepite dal nostro ordinamento in ragione di scelte compiute, oramai da parecchio tempo, già a livello transnazionale ¹.

- Contributo approvato dai revisori.

¹ Il riferimento è anzitutto alla Direttiva comunitaria del 10 maggio 1993 n. 93/22/CEE, che ha fissato i criteri di comportamento ai quali tanto le imprese di investimento, quanto i promotori finanziari, dovrebbero conformarsi, sì da assicurare al contraente debole una forma di tutela quanto più esauriente possibile. Com'è noto, peraltro, il legislatore interno ha anche origina-

La disciplina del mercato finanziario – che si caratterizza per la compresenza di norme primarie e secondarie² di natura imperativa³ ha istituito regole strin-

riamente modificato la disciplina codicistica delle clausole abusive (tramite l'applicazione dell'art. 25 della L. 21 dicembre 1999 n. 526 recante le disposizioni per l'adempimento degli obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee), intervenendo sul capo XIV *bis* del libro IV del codice civile (più precisamente, modificando gli artt. 1469 *bis*, 1469 *quater*, 1469 *quinquies* c.c. che erano stati introdotti, appena tre anni prima, dall'art. 25 della L. 6 febbraio 1996 n. 52), il quale secondo l'opinione espressa dalla Commissione CE (nel parere del 18 dicembre 1998), non risultava rispettoso delle disposizioni contenute nella Direttiva 93/13/CEE. In argomento, cfr. ANNUNZIATA, *I servizi di investimento nella Cee: le direttive n. 93/22 Cee e 93/6 Cee (commento alla direttiva Cee del consiglio 10 maggio 1993 n. 22)*, in *Corr. giur.*, 1994, pp. 405 ss.; ID., *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari. L'esperienza francese, inglese e italiana*, Milano, 1993, pp. 391 ss.

² L'impianto normativo di cui ci stiamo occupando, com'è noto, si caratterizza per la compresenza di disposizioni che sono il frutto di una produzione normativa che discende da fonti di diverso grado gerarchico. Più in particolare l'intera materia dei servizi di investimento, è regolata tanto dalle norme primarie del d. lsg. 24 febbraio 1998 n. 58, c.d. Testo Unico sulla Intermediazione Finanziaria (d'ora in poi T.U.F.), quanto dalle norme secondarie che, in materia di disciplina degli intermediari, erano contenute nel Regolamento Consob n. 11522 del 9 luglio 1998, successivamente modificato con deliberazione del 9 dicembre 1998 n. 11745, con deliberazione del 1° marzo 2000 n. 12409, con deliberazione del 20 aprile 2000 n. 12498 e con deliberazione del 18 aprile 2001 n. 13082 ed, attualmente, sostituito dal Regolamento Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007.

³ La comune nozione di imperatività normativa accolta dalla teoria generale civilistica presuppone l'esistenza ed operatività di particolari norme aventi un contenuto tale da imporre un determinato comportamento positivo o negativo (cfr., anzitutto, la risalente analisi compiuta da BOBBIO, *Norma giuridica*, in *Noviss. dig. it.*, XI, Torino, 1965, pp. 331 ss., secondo il quale all'interno dell'ordinamento giuridico vi sarebbe una partizione tra norme imperative e norme permissive o che conferiscono poteri e diritti). L'esigenza di distinguere tra norme imperative e norme aventi una diversa natura, del resto, era stata già avvertita precedentemente in sede di lavori preparatori all'entrata in vigore del codice civile del 1942, dal momento che vi era chi – commentando la formulazione dell'art. 1418 c.c. – rilevava che sarebbe stato il caso di isolare, al fine di individuare la relativa disciplina applicabile, le norme imperative da quelle dispositive ed anche da quelle altre norme che, seppur cogenti, non davano luogo alla nullità contrattuale in caso di loro violazione (cfr. *Atti della Commissione delle assemblee legislative, libro "delle obbligazioni"*, Roma, 1940, pp. 158 ss.). Abbandonata l'opinione – ancorché più che autorevole – secondo la quale l'imperatività della norma sarebbe dovuta dipendere dalla particolare tipologia dell'interesse pubblico ad essa sotteso (cfr., sul punto, FERRARA, *Teoria del negozio illecito*, Milano, 1902, pp. 25 ss. L'illustre studioso poneva l'accento sulla necessità di scovare il fondamento di un divieto, piuttosto che attenersi alla forma più o meno imperativa del medesimo; cosicché l'invalidità contrattuale non sarebbe potuta dipendere dalla violazione di un qualsiasi divieto, bensì dalla violazione di quei divieti che comportassero la lesione di interessi pubblici o sociali. E tuttavia, soggiunge l'A., dalla nozione di norma imperativa rimanevano estranei quei precetti che, seppur indirizzati alla tutela di interessi sovraordinati a quelli dei contraenti, non riguardavano l'intero consesso sociale ma soltanto una parte di esso), per l'inedoneità a fornire una soluzione precisa ed uniforme, la dottrina più recente (DE CUPIS, *Irrelevanza di atti e sanzioni di diritto pubblico nella sfera del diritto privato*, in *Teoria e pratica del diritto civile*, Milano, 1955, p. 39; MESSINEO, *Annulabilità e annullamento*, in *Enc. dir.*, II, Milano, 1958, 470; SCALISI, voce *Inefficacia*, in *Enc. dir.*, XXI, Milano, 1971, p. 332; TOMMASINI, voce *Nullità*, in *Enc. dir.*, XXVIII, Milano, 1978, pp. 878-899; MOSCHELLA,

genti cui la condotta degli intermediari deve uniformarsi per il perseguimento della stabilità del mercato, con il chiaro intento di cogliere, tra l'altro, il giusto punto di equilibrio tra regime di vincolo e libertà di iniziativa economica⁴, anche in vista degli obiettivi di portata generale fissati dal legislatore⁵. Peraltro tali regole inducono a considerare il contratto come un segmento di una cornice giuridica ove operano numerosi soggetti i quali, con il loro agire, ne condizionano struttura ed operatività, con tutto ciò che ne consegue circa la rilevanza che va assumendo il profilo dinamico dell'attività, rispetto a quello statico dell'atto⁶.

Il negozio contrario a norme imperative, in *Legislazione economica*, a cura di Visentini - Vassalli, 1978-1979, p. 318) suole rifarsi al concetto di interesse generale, nella sua accezione più ampia, quale elemento individuante l'imperatività normativa e, nel contempo, quale carattere distintivo del diverso regime che intercorre tra la nullità e l'annullabilità, intese come cause invalidanti che discendono, rispettivamente, dalla lesione di interessi generali e dalla lesione di «interessi disponibili dei privati» (così TRIMARCHI, *Appunti sull'invalidità del negozio giuridico*, in *Temì*, 1955, p. 201).

⁴Discipline di vincolo, disposizioni di limite e controlli pubblici operano, *in primis*, nella misura indicata dalle norme di costituzione economica che valgono, evidentemente, anche come garanzia delle libertà dei privati. Anche nel campo del mercato mobiliare, quindi, è stato concepito un ordinamento compatibile con la libertà di iniziativa privata propria di un mercato regolato dalle regole della libera concorrenza tra imprese – e, più in generale, tra gli operatori di settore – che agiscono nell'ambito dell'offerta di strumenti finanziari e dei servizi di investimento. Ed anche se le norme della costituzione economica assegnano decisivo rilievo alla “tutela del risparmio” (art. 47, primo comma, Cost.) nonché ai limiti rappresentati dai valori costituzionali quali “l'utilità sociale”, la “sicurezza”, la “libertà” e la “dignità umana”, è altrettanto decisivo ed inderogabile il principio della libertà di iniziativa economica (art. 41, primo comma, Cost.), con tutto quanto ne discende in punto di contestuale garanzia dei gradi di libertà costituzionalmente riservati agli operatori dell'industria dei servizi di investimento. Ecco perché il T.U.F. ha istituito un regime delle attività di prestazione dei servizi di investimento con l'obiettivo di raggiungere l'equilibrio tra libertà di agire degli operatori della *financial industry* e necessità di assoggettare tale agire a disposizioni di vincolo. Tutto ciò, secondo una logica di sistema in linea con il complessivo disegno concepito dalle norme della costituzione economica, la quale, mentre individua nella struttura imprenditoriale il punto di riferimento per lo sviluppo dei processi produttivi, nello stesso tempo, ne riconosce l'insufficienza per la realizzazione del sistema dei valori garantiti dalla Costituzione favorendo, perciò, il diretto intervento dei poteri pubblici in funzione della realizzazione della piena efficienza del sistema produttivo.

⁵È stato autorevolmente sostenuto che la disciplina sui servizi di investimento, per la duplicità degli obiettivi che mira a perseguire, presenta “le sembianze di un Giano bifronte, che guarda ad interessi generali, ma anche particolari, questi ultimi a loro volta individuali e collettivi” e che, pertanto, “l'attività d'impresa incontra limiti esogeni ed è disciplinata in funzione di tali limiti”: ALPA - GAGGERO, *Profili della tutela dell'interesse negoziale nei rapporti di investimento*, in *Dir. ed econ.*, 1997, pp. 277 ss.

⁶E' anche evidente che, seppur concentrando l'attenzione all'atto in sé, «il complesso di regole esternalizzate col contratto può essere considerato sia sotto un profilo statico sia sotto un profilo di-

In questa prospettiva, del resto, giova anche notare che i profili soggettivi che vengono in considerazione ai fini della scelta dei vari schemi contrattuali in ambito finanziario, mentre da un canto impongono all'intermediario l'obbligo di uno statuto normativo rigido, necessitano, invece, di essere coniugati, quanto alla figura dell'investitore, con le tutele collegate alla sua eventuale veste di consumatore e, di contro, con le peculiarità che improntano la figura dell'investitore professionale.

In questo contesto, inoltre, si assiste ad una continua legiferazione con finalità protettive che si occupa di problemi contingenti ai quali intende fornire, in maniera pragmatica, risposte celeri ed efficaci. Ne discende, pertanto, una incessante produzione di leggi le quali, anche ove ipoteticamente accorpate in un'ottica di sistema, costituiscono una codificazione provvisoria volta più che altro al soddisfacimento di bisogni economici e sociali di una realtà multiforme ed in continua evoluzione e, quindi, funzionale al raggiungimento di equilibri non duraturi.

In altri termini l'intento protettivo sfugge alla cristallizzazione entro limiti predeterminati e si rivela, così, finanche di non facile percezione in relazione ad un destinatario le cui connotazioni sfuggono ad una classificazione netta e lineare, essendo il portato dell'interazione di elementi distinti di una categoria sfumata che, nella sua onnicomprensività, si presenta estremamente ampia ed eterogenea, tanto da eludere qualsiasi tentativo di essere imbrigliata in un unico schema concettuale. Lo scenario, del resto, è reso ancora più complesso da una serie di fattori quali: la frantumazione delle regole generali tramite il pullulare di nuove leggi speciali, l'intervento ed il riflesso della disciplina comunitaria

namico. Sotto il primo profilo si tiene conto delle regole così come sono dettate, analizzandone il contenuto; sotto il secondo profilo si valutano, in una visione funzionale delle stesse, i risultati che le regole sono idonee a realizzare» (così CATAUDELLA, *I contratti, Parte generale*, 3^a ed., Torino, 2009, p. 21).

in seno all'ordinamento interno, il sempre più frequente ricorso alla normazione secondaria, in particolare di fonte regolamentare⁷.

Queste rapide ed agili considerazioni preliminari avvertono, in altri termini, dell'importanza delle variabili politiche, sociali e giuridiche storicamente mutevoli, le quali, ovviamente, non possono ritenersi sempre valide all'interno dello stesso sistema di riferimento, né possono essere completamente trasposte da un sistema ad un altro. Sicché le regole desumibili dall'analisi di tali fenomeni sono indissolubilmente legate al contesto socio economico in cui si muovono.

Si assiste, insomma, ad un'opera di ricomposizione e migliore focalizzazione dell'esistente che, tuttavia, assegna poi all'interprete il compito, oltremodo gravoso, di scorgere la strada migliore per cogliere la portata dei mutamenti che incidono sul sistema, modificandone inesorabilmente il disegno complessivo⁸. Sotto questo profilo, dunque, giova soffermare l'attenzione sulla figura dell'investitore raffrontandola con altre figure -più ampie o più ristrette- ma accomunate, da un punto di vista funzionale, da una premessa che poi conforma quel ragionamento ideologico secondo il quale, nei loro confronti, sia necessario un impegno ordinamentale che garantisca un meccanismo di tutela capace di salvaguardarne adeguatamente le prerogative, al fine di evitare fenomeni abusivi correlati all'approfittamento della condizione di maggior forza, economica e negoziale, della controparte, scongiurando, quindi, distorsioni nella con-

⁷ Cfr. DEL PRATO, *Autorità indipendenti, norme imperative e diritto dei contratti: spunti*, in *Riv. dir. priv.*, 2001, pp. 515 ss.; ID., *Fonti legali ed usi*, in *Riv. dir. civ.*, n. 4, II, Padova, 2002, pp. 517 ss.; ORLANDI, *Autonomia privata e autorità indipendenti*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, pp. 271 ss.

⁸ Il fenomeno è stato oggetto di studio già in un'opera risalente di PUGLIATTI, *La logica e i concetti giuridici*, in *Diritto civile. Metodo-Teoria-Pratica, Saggi*, Milano, 1961, pp. 667 ss., il quale osservava che «mentre la legislazione speciale con ritmo celere e incessante distrugge la vestigia di un'organizzazione sociale (...) e crea gli istituti nei quali si vuole esprimere un ordine nuovo, e la legislazione generale tutta si rinnova», ipotizzava, nel contempo, che «seguiranno le più idonee direttive metodologiche, i criteri di indagine più appropriati, conseguiranno risultati diversi da quelli ai quali noi siamo non solo abituati, ma anche affezionati. Ma a condizione di avere fede nella scienza e nei principi della logica».

trattazione tra tali soggetti.

Da qui l'intento di voler appurare, anzitutto, se la segmentazione concettuale e di regime di cui si è appena detto, possa trovare, mediante un'attività ermeneutica di raccordo, un disegno di sintesi e condurre ad una visione unitaria del fenomeno.

2. Il quadro appena tratteggiato manifesta la chiara difficoltà di un sistema che, lungi dal rappresentare un assetto normativo predeterminato e compiuto, si rivela piuttosto come un *posterius*⁹, ove l'interprete dovrà tentare di districare una matassa da ricomporre per la ricerca della coerenza e della logicità giuridica: un compito che non potrà esaurirsi nel coordinamento dell'ordinaria tutela civilistica con le specifiche regole di settore¹⁰, ma dovrà anche occuparsi della valorizzazione di quelle disposizioni speciali – spesso disattese – le quali potrebbero, comunque, rappresentare degli efficaci strumenti di tutela per la par-

⁹ Cfr., sul punto, quanto osservato da ROSSI CARLEO, *Diritto comunitario*, «*legislazione speciale*» e «*codici di settore*», in *Riv. not.*, 2009, pp. 11 ss.

¹⁰ Si tenga presente che – sotto il profilo che qui si considera – il T.U.F. non fa, anzitutto, espressa menzione alla disciplina codicistica delle clausole abusive, sebbene in passato, prima ancora dell'adozione del Codice del Consumo, l'art. 1469 *bis*, quarto comma, c.c. richiamasse espressamente la prestazione dei “servizi finanziari” (cfr., in argomento, ATELLI, *Articolo 23. Contratti*, in *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D. lgs 24 febbraio 1998 n. 58.*, a cura di Rabitti Berdogni, Milano, 1998, pp. 211 ss.). Sicché, al di là degli schemi normativi predisposti dalla legislazione speciale, le regole codicistiche sancite a tutela del consumatore pervadono l'intero settore dei servizi finanziari allorché – in presenza di clausole presuntivamente abusive – potrà essere accertato lo *status* (in concreto) del contraente consumatore e non certamente quello (astrattamente) riscontrabile dal contratto, e, talvolta, addirittura imposto all'investitore: cfr., in giurisprudenza, Trib. Milano, 21 febbraio 1995, in *Giur. comm.*, 1996, II, 79; in dottrina: MINERVINI, *La dichiarazione di contrarre in qualità di consumatore o di professionista e la nuova disciplina delle clausole vessatorie*, in *Riv. banca merc. fin.*, 1997, I, pp. 572.

Altro terreno di confine tra principi generali e regole specifiche settoriali è dato dalla disciplina applicabile ai giudizi di natura risarcitoria a carico dei “soggetti abilitati”.

La disciplina speciale (art. 23, sesto comma, T.U.F.) detta una importante regola a tutela del risparmiatore “nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori” imponendo “ai soggetti abilitati” l'onere di provare di aver agito utilizzando “la specifica diligenza richiesta”; la regola di specie, tra l'altro, non è isolata, essendo riproposta dall'art. 143 T.U.F. (in materia di disciplina di società con azioni quotate) con qualche lieve e, comunque, non significativa, variante applicativa.

te contrattualmente debole.

Si tratta, dunque, di un panorama assai articolato e complesso, dai contorni in parte sfumati ed in parte frastagliati, esposto al divenire ed alla dinamicità delle cose.

In linea di principio, l'effettiva posizione contrattuale che occupa l'investitore comune induce a qualificarlo alla stregua di un "consumatore" di prodotti finanziari e, conseguentemente, ad accordargli le tutele che il regime del macrosistema civilistico gli riserva nei temi specificamente modulati per tali tipologie di beni.

A ben vedere gli appigli per ipotizzare un'assimilazione tra le due figure non mancano, né costituiscono una novità¹¹. La questione è dibattuta ed ancora aperta¹², e non soltanto nel nostro ordinamento¹³.

Da tempo le opinioni degli studiosi, protesi ad indagare la disciplina consumeristica, hanno sorretto l'impalcatura normativa che ha tracciato la via per consentire l'accesso all'idea che la tutela dell'investitore, ma più in generale dell'intero sistema finanziario, dovesse poggiarsi su norme che ripristinassero quei valori della contrattazione - quali la pienezza del consenso, l'osservanza del principio di libera autodeterminazione e l'uguaglianza sostanziale delle parti-

¹¹ Il dibattito risale intorno alla fine degli anni ottanta: cfr. ALLEGRI, *Nuove esigenze di trasparenza nel rapporto banca-impresa nell'ottica di tutela del contraente-debole*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1987, pp. 38 ss.; AA.VV., *La tutela del consumatore di servizi finanziari*, a cura di Ruozi, Milano, 1990; ALPA, *L'informazione del risparmiatore*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1990, pp. 476 ss.; CARBONE, *La trasparenza bancaria e la tutela del consumatore*, in *Corr.giur.*, 1992, pp. 478 ss.; GALGANO, *I rapporti di scambio nella società postindustriale*, in *Vita notar.*, 1992, pp. 52 ss.; MARTI, *La vendita «porta a porta» di valori mobiliari e il sistema delle fonti*, in a cura di Busnelli - Bessone, *La vendita porta a porta di valori mobiliari*, Milano, 1992, p. 33.

¹² Per alcuni spunti di riflessione cfr. GORGONI, *Regole generali e regole speciali nella disciplina del contratto*, Torino, 2005, pp. 60 ss.; GRECO, *Profili del contratto del consumatore*, Napoli, 2005, pp. 1 ss.

¹³ La dottrina tedesca si orienta negativamente, ritenendo che all'investitore non possa applicarsi la disciplina del consumatore, stante la diversità degli interessi sottesi da un'operazione di investimento, con cui si tende a massimizzare il profitto rispetto a quella con cui si soddisfano bisogni personali o familiari. Cfr., in argomento, ASSMANN SCHÜTZE, *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, III ed., Monaco, 2007, 7, pp. 103 ss.

che l'adozione di schemi standardizzati e la disparità di forze in campo, avevano pressoché eliso.

Dinanzi a tale stato di cose, quindi, occorre sondare i limiti di elasticità del parametro soggettivo di riferimento, la cui nozione, definita soltanto apparentemente, si scompone in più parti, abbracciando figure ad essa contigue, di guisa che il "consumatore" assumerà una veste differente a seconda dell'attività che lo coinvolgerà e, dunque, della tipologia di atto concretamente compiuto o rivoltogli. Così, esemplificando in estrema sintesi, il contraente debole sarà considerato "investitore" nei rapporti contrattuali con i soggetti abilitati (art. 1, primo comma, lett. r, del T.U.F.) per l'espletamento dei servizi e delle attività di investimento (art. 1, quinto comma, del T.U.F.); verrà chiamato "utente" nell'ambito dei rapporti contrattuali aventi ad oggetto l'esercizio di servizi pubblici (art. 101, secondo comma, del codice del consumo), sarà denominato assicurato, quale controparte contrattuale delle imprese che esercitano tutte le attività elencate negli artt. 1-2 del d. lgs. 7 settembre 2005 n.209 (codice assicurazioni private).

A questa ambiguità strettamente collegata alla polivalenza concettuale di cui si è detto, contribuisce la scelta del nostro legislatore il quale, nel concepire un riassetto normativo con il codice del consumo mediante la previsione del "consumatore" quale centro di aggregazione e, quindi, come nozione tendenzialmente unitaria, ha poi concepito discipline sezionali ¹⁴ che rivelano una figu-

¹⁴Basti pensare, a fini meramente esemplificativi, ai microsistemi normativi del T.U.F. e del T.U.B.; alla disciplina introdotta dal legislatore in campo assicurativo che, a tutela dell'aderente, da un canto tende ad intensificare gli obblighi di informazione a carico dell'impresa onde consentire una formazione del consenso dell'assicurato quanto più consapevole possibile (artt. 166 e 182 ss. del codice assicurazioni private), d'altro canto introduce un sistema risarcitorio che garantisce un rimedio più efficace mediante l'adozione di una procedura di liquidazione in via diretta (art. 149 del codice assicurazioni private); al regime di protezione in materia di credito al consumo (d. lgs. 13 agosto 2010 n. 141); alla regolamentazione, in seno al codice del consumo, che vieta le pratiche commerciali scorrette (artt. 18 ss.) e che sanzionano le clausole vessatorie (art. 33 ss.).

ra segmentata e scomposta in cui l'individuo viene considerato non più nella sua interezza, bensì quale 'uomo frazionario'¹⁵. E la frantumazione dell'unitarietà di tale concetto, unitamente allo smarrimento del senso dell'organica progettualità, rende dunque maggiormente pressante il tentativo - tutto da verificare - di trovare una sintesi ed una composizione di ipotesi eterogenee che invitano ad un'attività di disamina e di raccordo tra microsistemi di settore, secondo un rapporto di circolarità tra la parte ed il tutto¹⁶.

Ora, per porre la disamina della questione su basi rette, occorre partire dal rilievo secondo cui l'evidenziata carenza di una visione unificante da parte del nostro legislatore, ha posto in discussione il rapporto tra codice civile e codice del consumo e, nel contempo, le interferenze tra questi e altri codici di settori e testi unici, il cui coordinamento, nella specie, è dubbio che possa essere demandato, *sic et simpliciter*, al funzionamento del criterio di specialità. Nel primo caso, infatti, si osserva che il regime che riguarda la definizione del "consumatore", non si pone come deroga rispetto alla disciplina generale, essendo piuttosto istitutivo di nuovi principi che si aggiungono a completamento ed integrazione.

Nell'altro caso, poi, le antinomie tra disposizioni che rispecchiano il *favor* per il consumatore e che attengono alle relazioni con le legislazioni di settore, rivelano altrettanta difficoltà applicativa del criterio di specialità, in considerazione della cospicua ed autonoma portata normativa di tali sistemi che affluiscono in un ambito giuridico secondo una logica di concorrenza.

¹⁵ Le parole sono di IRTI, "Codici di settore": *compimento della "decodificazione"*, a cura di Sandulli, *Codificazione, semplificazione e qualità di regole*, Milano, 2005, p. 20.

¹⁶ Vale la pena ricordare, peraltro, che il complesso di queste normative, elaborato ai fini del superamento dell'insufficienza dell'impostazione codicistica, ha generato «l'insorgere di frizioni con il sistema consolidato e con gli stessi ambiti mentali degli operatori del diritto e apre perciò una serie di problemi su cui è utile si sviluppi il dibattito» (così CATRICALA', *Relazione introduttiva*, Convegno "Il diritto dei consumatori nella crisi e le prospettive evolutive del sistema di tutela", Roma, 29 gennaio 2010).

In ogni caso, si diceva della individuazione del consumatore quale paradigma soggettivo intorno al quale ruotano determinate discipline.

A questo punto, occorre soffermarsi in prima battuta sull'approccio alla questione compiuto dal codice del consumo il cui impianto normativo, perlomeno negli intenti, aspirava a fornire una visione unitaria con ambizioni di completezza e di esaustività. Ciò consente di formulare una serie di considerazioni che qui possono essere soltanto accennate essendo gravide di implicazioni teoriche di vastissima portata e, pertanto, non suscettibili di poter essere compiutamente sviscerate in questa sede.

Le scansioni temporali dell'evoluzione storica tramite la quale si è giunti al recepimento nel nostro ordinamento della nozione di "consumatore" - adottata, nonostante le perplessità sollevate da più parti, dal legislatore comunitario- sono ben note ed abbastanza risalenti, al punto che risulta arduo offrire una rassegna delle varie posizioni scientifiche che, nel tempo, hanno segnato il passo di un percorso che ha condotto al consolidamento della definizione della figura ¹⁷.

Alcuni profili, però, meritano di essere brevemente ricordati per il ruolo significativo assunto per ciò che attiene il nostro osservatorio, e per la dimostrazione pratica dello sforzo compiuto ai fini della riconduzione ad unità della fattispecie.

Giova dunque alla concisione ricordare che, in un primo momento, l'attrazione del soggetto alla dimensione consumistica era strettamente legata alla qualità soggettiva ricoperta, in ragione sia della particolare iniziativa intrapresa funzionale al compimento dell'atto di consumo, sia della mera estraneità -esplicativa di un rapporto antinomico- alle note essenziali riferite all'attività

¹⁷ Per una approfondita disamina dei contributi sul tema cfr. KIRSCHEN, *sub art. 3*, in *Codice del consumo, Commentario* a cura di Alpa e Rossi Carleo, Napoli, 2005.

della controparte contrattuale. In quest'ottica il criterio asseritamente unificante si poggiava su una definizione in negativo e di carattere relazionale, indicativa della presenza di un referente talmente labile da aver reso necessaria un'alacre attività ermeneutica e di precisazione sul terreno della prassi applicativa da parte della giurisprudenza¹⁸.

Si è rivelato fallace anche il tentativo di concepire una categoria che racchiuda in sé i "consumatori" tecnicamente tali, secondo metodi di protezione che adottano un modello dicotomico che personifica ed inquadra tali figure, ed i rispettivi ruoli, contestualizzandoli in un dato ambito spaziale e temporale in relazione al singolo rapporto; insomma di una connotazione legata all'assunzione di ruoli economico-sociali, oltre che alle loro dinamiche, e che evoca direttamente la funzione espressa dal concetto di *status*¹⁹. Ciò in quanto non è dato riscontrare nel nostro sistema una categoria di "consumatori" accomunati da esigenze di tutela riferibili a medesime situazioni di bisogno, talché la stessa descrizione che il Codice del consumo adotta per la figura generale, mostra la sua insufficienza ed inidoneità a fornire adeguate risposte alle istanze di protezione di altre figure²⁰ che, pur disciplinate in quel contesto normativo, esulano poi dal perimetro all'interno del quale viene collocata questa nozione sul piano dello *ius positum*²¹.

Nell'ottica della *reductio ad unitatem* muove anche l'idea, non unanime-

¹⁸ Cfr., sul punto, le pronunce della Corte di Giustizia incline ad assegnare importanza definitiva alla condizione di inferiorità di potere negoziale ed al diverso grado di informazione esistente tra le parti (sentenza 11 novembre 2010, causa C-137/08; sentenza 6 ottobre 2009, causa C-40/08; sentenza 26 ottobre 2006, causa C-168/05), nonché le decisioni, nel nostro ordinamento, della Suprema Corte la quale riconduce, in modo esplicito, la condotta consumeristica alla realizzazione di bisogni personali collegati alle esigenze della quotidianità (Cass., SS.UU., 20 marzo 2008 n. 7444; Cass. 23 febbraio 2007 n. 4208; Cass. 25 luglio 2001 n. 10127).

¹⁹ Cfr., per tutti, ALPA, *Status e capacità – la costruzione giuridica delle differenze individuali*, Roma-Bari, 1993, p. 43; KLESTA DOSI, *Lo status del consumatore: prospettive di diritto comparato*, in *Riv. dir. civ.*, 1997, p. 667. In tempi più recenti la nozione di *status* viene ripresa anche da MAZZU', *Riflessioni sullo status tra passato e futuro*, in *Riv. not.*, 2009, pp. 1135 ss.

²⁰ Il riferimento è, ad esempio, al danneggiato o al fruitore di pacchetti turistici.

²¹ Ai sensi dell'art. 3 del Codice del consumo.

mente condivisa²², secondo la quale, pur prescindendo dai contenuti e dai confini delineati a livello codicistico, il “consumatore”, quale contraente debole, assurgerebbe a fulcro intorno al quale ruoterebbe uno statuto normativo applicabile in via unitaria, reso operativo mediante una nuova categoria negoziale definita “terzo contratto”²³.

Ebbene la tendenza alla proliferazione di una pluralità di microsistemi ordinamentali, con le evidenziate problematiche di raccordo, indurrebbero ad avvalorare il convincimento circa l'adozione di una logica di tipo asistemico da parte di un legislatore probabilmente inconsapevole o, comunque, poco incline a recepire le incalzanti esigenze di coordinamento che, pressanti, traspaiono da un sistema oltremodo frammentato.

Si comprende, dunque, perché, in un'ottica volta a scrutare più da vicino il fenomeno che qui ci riguarda, la segmentazione della figura del contraente debole con precipuo riguardo alla legislazione del mercato finanziario, ha introdotto una classificazione soggettiva che, forse in maniera un po' semplicistica, si è ritenuta assimilabile a quella del consumatore²⁴.

²² Cfr. ROPPO, *Parte generale del contratto, contratti del consumatore e contratti asimmetrici (con postilla sul terzo contratto)*, in *Riv. dir. priv.*, 2007, p. 695; MINERVINI, *Il «terzo contratto»*, in *Contratti*, 2009, pp. 493 ss.; VALENTINO, *Il contratto «incompleto»*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, pp. 509 ss.

²³ L'argomento è stato per la prima volta posto all'attenzione della dottrina da PARDOLESI, *Prefazione*, in COLANGELO, *L'abuso della dipendenza economica tra disciplina della concorrenza e diritto dei contratti. Un'indagine comparata*, Torino, 2004, XII ss.

In seguito ulteriori contributi scientifici hanno approfondito la questione. Cfr., tra tutti, le seguenti opere contenute in AA.VV., *Il terzo contratto*, a cura di Gitti - Villa, Bologna, 2008: VILLA, *Invalidità e contratto tra imprenditori in situazione di asimmetria*; GITTI, *La determinazione del contenuto*; NAVARRETTA, *Luci e ombre nell'immagine del terzo contratto*; D'AMICO, *La formazione del contratto*; ORLANDI, *Dominanza relativa e illecito commerciale*; CARUSI, *I precedenti*; DORIA, *Impresa pubblica e terzo contratto*; AMADIO, *Il problema*; MACARIO, *Sopravvenienze e gestione del rischio nell'esecuzione del terzo contratto*; FEMIA, *Nomenclatura del contratto o istituzione del contrarre? Per una teoria giuridica della contrattazione*; CAFAGGI, *Interrogativi deboli sui fondamenti del terzo contratto*. Cfr., anche, RUSSO, *Imprenditore debole, imprenditore-persona, abuso di dipendenza economica, «terzo contratto»*, in *Contr. e impr.*, 2009, pp. 121 ss.

²⁴ Le ragioni di tale presa di posizione si rinverrebbero da alcuni indici rivelatori che potrebbero essere attinti dal diritto positivo: è stato affermato, anzitutto, che attraverso l'introduzione

L'investitore, cioè, condividendo con il consumatore una situazione di debolezza rispondente a logiche di standardizzazione, e soggiacendo all'imposizione di un contenuto contrattuale pressoché eterodeterminato, ne costituirebbe la mera trasposizione in questo specifico (*sub*) settore di riferimento.

Benché sia innegabile che anche in materia di intermediazione finanziaria siano stati compiuti interventi volti in qualche modo ad appianare il divario di forza esistente tra le parti, ciò non toglie che recepire l'idea della consumerizzazione del contratto, rappresenta soltanto la presa d'atto che tali scelte normative costituiscono soltanto un momento di rottura rispetto all'impianto originario del codice civile ove, escludendo gli *status* familiari, non è riservato alcuno spazio alla rilevanza delle condizioni soggettive delle parti; e tuttavia la circostanza non manifesta certamente una supina accettazione della prospettazione per la quale le due figure prese a raffronto siano perfettamente sovrapponibili.

Per altro verso la situazione di debolezza in cui l'investitore potrebbe trovarsi, diversamente da quanto accade per la fattispecie tutelata dal codice del consumo²⁵, è strettamente correlata alla singola contrattazione, e mai indipendente da essa, tant'è che anche quando partecipa ad un'attività giuridica, non è

dell'art. 32 *bis* nel T.U.F. ed il riconoscimento della tutela degli interessi collettivi degli investitori, verrebbe attribuito alle associazioni dei consumatori (inserite nell'elenco di cui all'art. 137 Codice del consumo) la legittimazione ad agire per la tutela degli interessi collettivi degli investitori, sicché ciò confermerebbe la necessità di ampliare la nozione di consumatore al fine di racchiudere al suo interno anche l'investitore il quale -agendo per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale eventualmente svolta- si rivolge ad un intermediario per il compimento, nel proprio interesse, di operazioni finanziarie (cfr. CAPOBIANCO, *Contrattazione bancaria e tutela dei consumatori*, Napoli, 2000, 36). Si è detto, altresì, che la modifica al codice del consumo, intervenuta con l'art. 9 del d.lgs. 23 ottobre 2007, n. 221, sembrerebbe aver dissipato ogni dubbio attraverso l'introduzione della sezione IV *bis* (comprendente gli articoli da 67 *bis* a 67 *vicies bis*), dedicata integralmente alla disciplina della commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori (cfr., sulle ragioni di tale scelta, CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari investitori mercati. Il recepimento della MIFID. Profili sistematici*, Padova, 2008, pp. 169 ss.).

²⁵ Nel sistema consumistico, infatti, la presunzione assoluta di debolezza, preclude la possibilità di concepire una differente "dimensione situazionale" che possa in qualche modo paralizzare l'operatività del previsto regime di protezione (cfr. GORGONI, *Regole generali e regole speciali nella disciplina del contratto*, Torino, 2005, p. 221).

sempre destinatario del regime di protezione²⁶ che viene modulato -come vedremo a breve in maniera più approfondita- a seconda della sua fisionomia, parametrata alla conoscenza degli strumenti finanziari e delle regole che ne governano gli scambi.

La comparazione tra le due figure, infine, mostra senz'altro chiari elementi diversificanti anche per quanto attiene ai riflessi pregiudizievoli nella sfera giuridica e patrimoniale del soggetto tutelato, riguardo a ciò che costituisce l'oggetto del rapporto negoziale, nonché alle aspettative che da esso sorgono. In altri termini mentre l'investitore affida il proprio patrimonio con finalità tendenzialmente di profitto, o quanto meno di mantenimento, di un bene la cui consistenza sfugge in larga parte al proprio controllo e dominio cognitivo, il consumatore, invece, contratta per raggiungere finalità legate a bisogni o interessi personali, di guisa che, il bene o la prestazione richiesta, di modico valore o meno, ed il relativo regolamento, seppur prevaricatorio, costituiscono elementi che potranno comportare un pregiudizio economico, ma non certo un totale depauperamento della sua situazione patrimoniale²⁷.

In questo scenario è possibile trarre ulteriori indicazioni con una certa chiarezza, da raccordare secondo una visione d'insieme e più generale.

E' ben noto che il progredire delle scelte legislative a tutela del contraente debole sono giunte, oramai da qualche tempo, a foggiane il regime focalizzan-

²⁶ Cfr., per tutti, ROPPO, *Prospettive del diritto contrattuale europeo. Dal contratto del consumatore al contratto asimmetrico*, in *Corr. giur.*, 2009, pp. 267 ss., il quale precisa che il legislatore ha ritenuto di voler graduare il livello di protezione in base al grado di asimmetria con l'intermediario, quest'ultima variabile da cliente a cliente. L'A., inoltre, aggiunge che perfino il c.d. "cliente al dettaglio", cioè colui che si trova in una posizione connotata dal massimo grado di asimmetria, non può considerarsi "consumatore" a pieno titolo, laddove si consideri che la figura del "cliente al dettaglio" va ricavata per esclusione rispetto alle connotazioni del c.d. "cliente professionale", di guisa che il primo ben può essere rappresentato tanto da una persona giuridica, quanto da una persona fisica, seppur esercente un'attività imprenditoriale o professionale.

²⁷ Cfr. PIAZZA, *La responsabilità della banca per acquisizione e collocamento di prodotti finanziari "inadeguati" al profilo del risparmiatore*, in *Corr. giur.*, 2005, p. 1028.

do l'attenzione sulle regole del mercato applicabili in senso orizzontale, seguendo una logica di prevenzione che individua il soggetto protetto non soltanto come titolare di interessi individuali, ma anche come latore di interessi diffusi²⁸.

Sembrerebbe, dunque, che l'intima ed imprescindibile correlazione tra il profilo soggettivo del contraente debole, e quello oggettivo inerente l'ambito di riferimento all'interno del quale la singola contrattazione si svolge, impongano una ineludibile presa d'atto: le caratteristiche dello scambio e della trattativa - che, oggi, rivelano una evidente lontananza dalla tradizionale idea dell'incontro delle volontà fondate sull'accordo²⁹ - mirano ad assegnare importanza determinante all'informazione sempre più tecnicamente dettagliata, e funzionale a rappresentare quanto più fedelmente possibile il bene negoziato o il servizio da svolgere; il che conduce a tener in debito conto di ciò che accade in ciascun micro-sistema di appartenenza del contraente debole, governato, come detto, da logiche di settore, a riprova ulteriore della evidenziata destrutturazione del sistema, i cui elementi anziché allinearsi e sedimentarsi tra loro, tendono ad esistere in via autonoma e parallela. Ma se è vero, quindi, che il criterio soggettivo non è indipendente dal contesto operativo che vale a qualificare la figura del contraente debole e, dunque, all'attività considerata in relazione a ogni singolo settore, è pur vero che tali aspetti ben possono costituire momenti di avvicinamento e di convergenza tra modelli indipendenti, ma non del tutto autosuffi-

²⁸ E' noto infatti che, già a livello comunitario, il legislatore transnazionale dapprima ha incentrato l'attenzione sulla sicurezza dei beni, riconoscendo una misura risarcitoria, soltanto in via successiva, collegata alla circolazione dei prodotti difettosi; successivamente si è passati, con il regime delle clausole abusive, ad una tutela di carattere preventivo degli interessi dei consumatori ed, infine, l'obiettivo si è invece spostato verso la predisposizione di regole idonee che potessero abbracciare in senso orizzontale vari settori, imponendo modalità specifiche per il compimento di diversi tipi di atti, in un'ottica, però, volta ad ottenere una uniformità di tutela preventiva del contraente debole, portatore di interessi superindividuali.

²⁹ Appare doveroso ricordare l'animato confronto dialettico destato da IRTI, *Scambi senza accordo*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1998, pp. 347 ss.

cienti, utilizzati dal legislatore in maniera flessibile ed aperta e, dunque, in chiave di complementarità³⁰.

Se ne ricava un costrutto di sintesi in grado di dettare note di uniformità al fenomeno che ci riguarda.

La frammentazione della figura del contraente debole trova un punto di coesione nella predisposizione di regole dell'attività le quali, mediante l'introduzione di determinati canoni comportamentali improntati ai criteri di buona fede, correttezza e trasparenza della contrattazione, determinano una disciplina di carattere trasversale³¹.

D'altro canto, anche il riconoscimento del primato concettuale delle norme sul contratto in generale, deve essere coniugato con la realtà che emerge dall'analisi dell'effettivo dato normativo, là dove tutte le nuove regole speciali sono rivolte verso singoli contratti o, al più, verso una cerchia di contratti in un certo senso accorpabili entro una determinata categoria unitaria. Il che attesta che, nei fatti, si assiste ad una sorta di iperproduzione di leggi settoriali, la quale rivela una grande capacità espansiva, sì da trasbordare dall'ambito entro il quale viene originariamente dettata, per imporsi anche al di fuori dei confini del tipo di riferimento³².

Si assiste, perciò, ad una produzione di leggi tendente a prediligere l'aspetto funzionale del contratto e la relazione di quest'ultimo con le intrinse-

³⁰ La tutela, cioè, si specifica, diversificandosi, in base al contesto in cui agisce il contraente debole e, quindi, la definizione soggettiva riveste una qualificazione molto più flessibile in considerazione del valore attribuito all'attività.

³¹ In un quadro del genere, allora, la nozione di consumatore potrebbe assumere le fattezze di un parametro neutro che mentre da un canto si frantuma in dipendenza dei diversi contesti ove l'atto viene compiuto, per altro verso si standardizza come denominatore comune, ed assurge a punto di riferimento per la verifica del comportamento della controparte, più o meno in linea con le regole di condotta alle quali quest'ultima deve conformarsi.

³² Cfr. ROPPO, *Il contratto*, in *Trattato di diritto privato*, a cura di Iudica e Zatti, Milano, 2001, p. 85.

che caratteristiche del bene cui si rapporta, rispetto al profilo strutturale³³.

3. La problematica della tutela dell'investitore è stata avvertita già dalla entrata in vigore della legge istitutiva delle società di intermediazione mobiliare (legge 2 gennaio 1991 n. 1, c.d. legge SIM), mediante la quale sono stati imposti incisivi obblighi comportamentali agli intermediari³⁴, essenzialmente funzionali alla tutela della classe degli investitori: criteri di condotta normativamente imposti che, insomma, potessero più efficacemente regolamentare l'attività degli intermediari, in ragione degli interessi e delle esigenze dei risparmiatori.

Il T.U.F ha previsto specificamente un corpo di regole di condotta³⁵ alle quali devono attenersi gli intermediari, propendendo per uno snellimento della disciplina di settore attraverso la rinuncia a definire *a priori* i comportamenti ai quali l'intermediario dovrebbe attenersi nell'esecuzione dell'incarico, ed ha preferito rifarsi a clausole generali comportamentali di matrice codicistica³⁶. Tali regole, infine, sono state delineate in maniera maggiormente dettagliata anche dalla normativa speciale secondaria (artt. 27-28-29 del Regolamento Consob n.

³³ Cfr. PERLINGIERI, *Nuovi profili del contratto*, in *Rass. dir. civ.*, 2000, pp. 554 ss. Cfr. anche, in un'ottica focalizzata al tema delle pratiche commerciali scorrette, ROSSI CARLEO, *Consumatore, consumatore medio, investitore e cliente: frazionamento e sintesi nella disciplina delle pratiche commerciali scorrette*, in *www.agcm.it*, p. 14.

³⁴ L'art. 6 della legge sulle SIM sanciva a pena di nullità la forma scritta del contratto e la sua necessaria consegna al cliente, nonché l'obbligatorietà di informare il risparmiatore – tanto prima della conclusione del contratto, quanto nel corso della sua esecuzione – circa le condizioni ed i termini dell'operazione di investimento da compiere. La medesima norma, poi, poneva l'obbligo per gli intermediari di acquisire informazioni circa la situazione patrimoniale del cliente, la sua propensione al rischio e la effettiva volontà di investire il suo patrimonio in certi prodotti finanziari, anziché in altri. Tali obblighi miravano, evidentemente, ad assicurare quanto più possibile la trasparenza delle pattuizioni contrattuali e la piena consapevolezza dell'investitore in merito alle modalità attuative dell'incarico conferito all'intermediario.

³⁵ Si confronti art. 21, primo comma, T.U.F.

³⁶ Il riferimento è ai canoni comportamentali della correttezza, della diligenza e della trasparenza richiamati dall'art. 21, primo comma, lett. a, T.U.F., i quali altro non sono che specificazioni di clausole generali (artt. 1175-1176 c.c. in materia di obbligazioni, e artt. 1335-1337 c.c. in materia contrattuale) del codice civile.

11522/98, e, dopo il recepimento della Direttiva Mifid³⁷, artt. da 27 a 36 del Regolamento Consob n. 16190/2007).

In linea con tale presa di posizione, dunque, la normativa sezionale attuale ha perseguito gli obiettivi di tutela sostanziale degli investitori non soltanto attraverso l'introduzione di norme di relazione ma anche di norme di validità³⁸ ed, infine, di disposizioni che afferiscono più propriamente al contenuto³⁹ che

³⁷ Direttiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004.

³⁸ Si veda art. 23, primo comma, del T.U.F. per i contratti aventi ad oggetto la prestazione dei servizi ed attività di investimento.

Nonostante oggi le tesi alternative alla nullità del contratto per mancanza del requisito formale paiono essersi dissolte del tutto (v., ancora, cap. I, par. 6), è da precisare che la nullità (relativa o di protezione) ex artt. 23, terzo comma, e 24, secondo comma, T.U.F. parrebbe essere in linea, quanto agli effetti voluti dal legislatore, con la precedente disciplina di cui all'art. 1469 *quinquies*, terzo comma, c.c., il quale disponeva che l'inefficacia della clausola abusiva inserita in un contratto concluso tra un consumatore ed un professionista "opera soltanto a vantaggio del consumatore". E tuttavia, a ben vedere, la non coincidenza tra la portata precettiva delle norme in questione è netta. Anzitutto perché le norme speciali (artt. 23-24 T.U.F.) subordinano l'operatività della sanzione (nullità) ad una scelta decisionale che "può essere fatta valere solo dal cliente" e non –come sanciva la normativa codicistica riferita all'inefficacia delle clausole abusive (art. 1469 *quinquies*, terzo comma, c.c.)– al rilievo d'ufficio da parte del giudice (la qual cosa, peraltro, stride con la connotazione tipica dell'annullabilità, la quale – anche in ragione della considerazione che il tenore generale della disciplina induce a ritenere che l'inefficacia delle clausole vessatorie sia tale sin dall'inizio e non sia la conseguenza di una sentenza costitutiva – è senz'altro da escludere).

In secondo luogo, in quanto la limitazione della legittimazione in capo al solo consumatore per far valere l'inefficacia –limitazione che, di per sé, non è incompatibile con la riconducibilità di tale inefficacia al regime della nullità relativa, per il fatto che, più in generale, l'art. 1421 c.c., nel sancire il principio che la nullità può essere fatta valere "da chiunque vi ha interesse", fa espressa salvezza delle "diverse disposizioni di legge"– sottintende che il rimedio è posto a tutela dell'interesse esclusivo di un solo soggetto. Il che circoscrive di molto la rilevanza d'ufficio dell'inefficacia in questione la quale, essendo predisposta a vantaggio del solo "consumatore", è ben lontana dalla *ratio* ispiratrice che, invece, è propria del regime della nullità contrattuale. Si trattava, insomma, di un'inefficacia in senso stretto (cfr. CATAUDELLA, *I contratti*, cit., 56; ROPPO, *La recezione della disciplina europea delle clausole abusive ("vessatorie") nei contratti tra professionisti e consumatori: artt. 1469 bis e segg. c.c.*, in *Dir. priv.*, 1996, II (*Condizioni generali e clausole vessatorie*), 129 ss.; TULLIO, *Il contratto per adesione. Tra il diritto comune dei contratti e la novella sui contratti dei consumatori*, Milano, 1997, pp. 82 ss.).

³⁹ In merito l'art. 23, secondo comma, T.U.F. Per quanto concerne, poi, l'individuazione del contenuto specifico dei contratti relativi alla prestazione dei servizi ed attività di investimento, il regolamento Consob n. 11522/1998 se ne occupava rispettivamente all' art. 30 ed agli artt. 37 ss. A seguito del recepimento della Direttiva Mifid, tale disciplina è contenuta, rispettivamente, all'art. 37 ed all'art. 38 del Regolamento Consob n. 16190/2007.

deve avere ogni contratto relativo alla prestazione dei servizi ed attività di investimento⁴⁰.

Il c.d. “principio di graduazione”⁴¹, com’è noto, sottende una modulazione della protezione del cliente, in funzione della veste e delle cognizioni di quest’ultimo rispetto alla contrattazione ed ai meccanismi del mercato finanziario.

Peraltro le diversificate esigenze e finalità di investimento della clientela - unitamente alla menzionata segmentazione della categoria, composta in modo eterogeneo - ha anche dovuto fare i conti con un innovativo sistema di classificazione degli investitori che, oggi, è tripartito soggettivamente⁴², in ragione di un sistema incisivo di protezione che varia proporzionalmente d’intensità.

⁴⁰ Cfr., ad ogni modo, le considerazioni svolte da: DI MAJO, *Contratti bancari e finanziari dopo la legge sulle clausole vessatorie*, in *Clausole «vessatorie» e «abusive»: gli artt. 1469 bis ss. cc e i contratti col consumatore*, a cura di Ruffolo, Milano, 1997, p. 499, il quale ha sollevato l’interrogativo circa la compatibilità tra la tutela dei risparmiatori operanti nel mercato finanziario e la tutela dei consumatori attuata dalla novella codicistica sulle clausole abusive.

⁴¹ La centralità del “principio di graduazione” è dimostrata dal fatto che, negli ordinamenti nei quali il legislatore non ha esplicitamente preso posizione su di esso, la lacuna è stata colmata o dalla giurisprudenza e dalla dottrina, come è avvenuto in Francia e negli Stati Uniti (cfr. ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, Milano, 1993, p. 106; HAZEN, *The law of securities regulation*, St. Paul, 2006, p. 670), oppure dalla normativa di secondo livello. Quest’ultimo è stato il caso dell’Italia, là dove il principio è stato introdotto dalla Consob già con il Regolamento 2 luglio 1991 n. 5387 che ha sancito la regola secondo la quale ai clienti esperti, cioè gli operatori qualificati, non dovessero essere estese le garanzie di tutela invocabili da tutti gli altri clienti. In proposito l’art. 6, secondo comma, T.U.F. avverte che “sentita la Banca d’Italia”, compete alla Consob attivare discipline regolamentari espressamente preordinate a distinguere tra diversi generi di investitori e, perciò, a stabilire quali sono le reali esigenze di tutela di questi ultimi, in considerazione della loro soggettiva identità e posizione di mercato.

⁴² La direttiva Mifid ha cercato di rimediare al problema determinato dalla precedente formulazione contemplata dall’art. 31 del Regolamento Consob n. 11522/1998, nella parte in cui non consentiva all’interprete di individuare diverse “categorie” di investitori qualificati, in base all’effettivo grado di esperienza e conoscenza dei mercati. Si è introdotta, cioè, una ripartizione dei clienti che si presenta sicuramente più articolata rispetto a quella prevista dalle precedenti disposizioni, in funzione del diverso grado di competenza della clientela (art. 58 del Regolamento Consob n. 16190/2007). La categoria delle controparti qualificate, adesso, è stata suddivisa in due sotto-categorie che pongono, da una parte le imprese di investimento, le banche, le imprese di assicurazione, le Sgr, le fondazioni (art. 6, comma 2 *quater*, lett. d, nn. 1-2-3-5, T.U.F.), e, dall’altra parte, i clienti professionali (art. 6, comma 2 *quater*, lett. d, n. 4, T.U.F.). Tra i clienti professionali, poi, vi sono quelli definiti tali “di diritto”, sulla base dei parametri di individuazione contenuti nelle norme (clienti professionali privati e clienti professionali pubbli-

Nell'attuale prospettiva il cliente al dettaglio -il quale può assumere le sembianze sia di persona fisica, sia di persona giuridica- necessita del massimo grado di tutela ed i suoi contorni vengono definiti in negativo, per esclusione rispetto al cliente professionale, per il quale, invece, vige un regime di presunzione di esperienza e competenza decisionale tale da consentirgli una piena valutazione dei rischi che potrà addossarsi con la contrattazione.

È da ricordare, anzitutto, che la natura "qualificata" dell'investitore, ha da tempo marcatamente inciso sull'applicazione delle regole di *disclosure* e di trasparenza e finanche del servizio effettivamente prestato dall'intermediario. A tal proposito, la disciplina secondaria - ossia l'art. 31 del regolamento Consob n. 11522/1998⁴³ ed, attualmente, l'art. 58 del Regolamento Consob n. 16190/2007⁴⁴ - prevede una ripartizione del rischio concordata a seconda della *perizia* dell'investitore. Una cosa, infatti, è la condizione dell'investitore *outsider*, il quale non ha esperienza professionale in tema di investimenti finanziari, altra cosa è l'agire nel mercato degli investitori *professionals*, i quali ben possono avvalersi delle loro competenze per assumere decisioni razionali.

ci ex art. 31 del Regolamento Consob n. 11522/1998). Dopodiché vi sono le persone fisiche e le persone giuridiche, che posseggono i requisiti della frequenza e della dimensione delle operazioni poste in essere, dell'entità del portafoglio e della professione svolta. Tra gli operatori qualificati, infine, potranno far parte anche i clienti al dettaglio che ne facciano esplicita richiesta, i quali, debitamente informati, potranno eventualmente scegliere di essere considerati alla stregua dei clienti professionali e rinunciare alle maggiori tutele ad essi riservate. I clienti professionali, a loro volta, potranno chiedere di essere trattati come clienti al dettaglio, previo consenso espresso dell'intermediario (v. art. 58, quarto e quinto comma, del Regolamento Consob n. 16190/2007).

⁴³ Nella disciplina antecedente alla direttiva Mifid, la norma cardine dell'intero sistema era l'art. 31 del reg. Consob n. 11522/1998, la quale prevedeva una classificazione della clientela bipartita: da una parte gli investitori *retail*, dall'altra gli *operatori qualificati*. Con i primi ovviamente caratterizzati da un'esigenza protettiva maggiore rispetto ai secondi. Il secondo comma dell'art. 31 del regolamento Consob n. 11522/1998 individuava i soggetti da considerare operatori qualificati e ai quali non applicare alcune norme di comportamento poste a tutela dell'investitore, specificamente individuate dallo stesso articolo.

⁴⁴ Il regime attuale, più precisamente, sancisce il principio secondo il quale l'intermediario che contratta con speciali categorie di investitori non è tenuto ad applicare «le regole di condotta di cui agli articoli da 27 a 56, ad eccezione del comma 2 dell'art. 49. Resta fermo quanto previsto dall'art. 35»

La questione è stata oggetto di ampio dibattito critico, dal momento che la norma regolamentare ricomprendeva tra gli operatori qualificati anche le società o persone giuridiche, i cui legali rappresentanti avessero attestato, con una dichiarazione autoreferenziale, il possesso di tale qualifica⁴⁵.

La portata della disposizione, invero, è apparsa di non facile intelligibilità sotto due profili: anzitutto per la mancanza della esatta individuazione delle caratteristiche della fattispecie, la quale non specificava quale fosse il livello minimo richiesto ai fini della configurabilità della “specifica competenza ed esperienza”; inoltre veniva fornito un criterio di accertamento di tale qualificazione estremamente diluito e superficiale, ben lontano dalla effettività della dichiarazione autoreferenziale di cui si è detto, con il rischio, più che concreto, di far venir meno le maggiori tutele riservate ai clienti *retails*, rispetto a quelle società commerciali o, più in generale, a qualsiasi persona giuridica, il cui legale rappresentante avesse attestato una qualità da sé solo asseritamente posseduta, soltanto in virtù di un dato astratto e formale, del tutto disancorato dalla verifica dell’aspetto sostanziale.

Al fine di superare i problemi applicativi di una norma interpretata da alcuni con un significato oltremodo penalizzante per l’investitore occasionale⁴⁶,

⁴⁵ L’art. 31, secondo comma, del regolamento Consob n. 11522/1998 così disponeva: “Per operatori qualificati si intendono gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio, le SICAV, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, i soggetti esteri che svolgono in forza della normativa in vigore nel proprio Stato d’origine le attività svolte dai soggetti di cui sopra, le società e gli enti emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, le società iscritte negli elenchi di cui agli articoli 106, 107 e 113 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, i promotori finanziari, le persone fisiche che documentino il possesso dei requisiti di professionalità stabiliti dal Testo Unico per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società di intermediazione mobiliare, le fondazioni bancarie, nonché ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante”.

⁴⁶ Secondo un primo orientamento inaugurato da decisioni assunte dai giudici milanesi, la dichiarazione resa dal legale rappresentante della “società o persona giuridica”, avrebbe dovuto essere valutata in termini di “autoresponsabilità” del dichiarante, possedendo un intrinseco valore esaustivo, con la conseguenza non soltanto di riconoscere alla società la qualità di “opera-

una certa corrente di pensiero ha proposto di integrare il dato letterale, riconducendo l'effettività della qualificazione ai doveri di diligenza e buona fede che gravano sull'intermediario affidatario della dichiarazione *de qua*, il quale, nell'accertamento del grado di professionalità del cliente, avrebbe dovuto verificare l'effettiva condizione fattuale e conoscitiva del cliente ⁴⁷.

In un contesto ermeneutico estremamente disomogeneo, è successivamente intervenuta la giurisprudenza di legittimità,⁴⁸ la quale ha tentato di sgomberare il campo dalle incertezze createsi sull'argomento, evidenziando che tale dichiarazione, lungi dal possedere valore esaustivo rappresenta soltanto un «argomento di prova che il giudice...può porre a base della propria decisione in difetto di ulteriori riscontri»e, pertanto, è priva di efficacia vincolante negoziale e confessoria ⁴⁹.

tore qualificato», ma anche di legittimare l'intermediario ad omettere ogni verifica circa l'effettiva sussistenza del possesso della specifica competenza ed esperienza in materia di servizi di investimento (v., in argomento, App. Milano 12 ottobre 2007, in *Giur. it.*, 2008, p. 1165, con nota di Motti; Trib. Milano 20 luglio 2006, in *Nuova giur. civ.*, 2007, I, p. 809, con nota di Tommasini; Trib. Forlì, 11 agosto 2008, in *www.ilcaso.it*; Trib. Venezia, 25 ottobre 2007, in *www.ilcaso.it*; Trib. Cuneo 8 febbraio 2009, in *www.ilcaso.it*).

⁴⁷ Cfr., in particolare, INZITARI, Relazione al Convegno «*I contratti di negoziazione di strumenti finanziari*», tenutosi in Mantova, il 30 novembre 2007, in *www.ilcaso.it*; Trib. Torino 18 settembre 2007, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, I, pp. 337 ss., con nota di Bontempi; Trib. Novara 18 gennaio 2007, in *Dir. e prat. soc.*, 2007, 18, pp. 73 ss.; App. Trento, 5 marzo 2009, in *www.ilcaso.it*; Trib. Vicenza (ord.), 12 febbraio 2008, in *Banca, borsa, tit. credito*, 2009, II, p. 203, con nota di Tatozzi.

⁴⁸ Cfr. Cass. 26 maggio 2009 n. 12138. Tale pronuncia, per la sua importanza, è stata oggetto di numerosi commenti in svariate riviste: in *Banca, borsa, tit.cred.*, 2011, II, pp. 265 ss. con nota di Barillà; in *Contratti*, 2009, pp. 869 ss. con nota di Autelitano; in *Corr. giur.*, 2009, p. 1611 ss., con nota di SESTA; in *Danno resp.*, 2009, pp. 1067 ss., con nota di Sangiovanni; in *Foro it.*, 2010, pp. 121 ss., con note di Palmieri e La Rocca; in *Giur. it.*, 2009, pp. 2711 ss., con nota di Aiello; in *Obbl. contr.*, 2011, pp. 507 ss., con nota di Grasselli; in *Resp. civ.*, 2011, pp. 575 ss., con nota di Severi.

⁴⁹ In questi termini parrebbe orientarsi SESTA, *La dichiarazione di operatore qualificato ex art. 31, reg. Consob n. 11522/1998 tra obblighi dell'intermediario finanziario e auto responsabilità del dichiarante*, in *Corr. giur.*, 2008, pp. 1751 ss. Ad onor del vero la Suprema Corte ritiene nel contempo che la dichiarazione in parola possa comunque esonerare l'intermediario dalla ricerca di elementi tali da verificare se tale dichiarazione corrisponda a verità, eccezion fatta nel caso in cui tale discordanza non emerga eventualmente da documenti già in possesso dell'intermediario.

La portata di tale decisione ha comportato non poche ricadute. Infatti, a fronte dell'opinione che attribuiva valore confessorio all'aspetto documentale della dichiarazione, sollevando l'intermediario da ogni verifica circa la veridicità del documento, la Suprema Corte ha ritenuto di superare tale impostazione, introducendo la possibilità per il dichiarante di provare la non corrispondenza a vero della autoqualificazione resa.

Il principio dianzi richiamato in estrema sintesi, ha poi condotto a successive pronunce della giurisprudenza di merito, alcune delle quali hanno rivelato posizioni di *favor* verso la clientela⁵⁰, altre, invece, di accondiscendenza verso la categoria degli intermediari⁵¹.

L'ampiezza e la notorietà del dibattito manifestano l'inopportunità di soffermarsi ulteriormente sul punto con ulteriori argomentazioni che renderebbero estremamente diluita la trattazione.

Giova evidenziare, tuttavia, alcuni aspetti di criticità dell'orientamento da ultimo richiamato, il quale parrebbe essere restio ad un pieno riconoscimento della supremazia e della portata delle indicazioni normative che emergono dal T.U.F. (art. 21, primo comma, lett. a), oltre che della disciplina di diritto comune⁵².

Da qui l'impossibilità di concepire condotte inerti da parte dell'intermediario nei confronti del cliente, non rispettose dei canoni comportamentali espressi dalle clausole generali di buona fede, diligenza, correttezza e traspa-

⁵⁰ Cfr. Trib. Reggio Emilia 2 ottobre 2009, in *www.ilcaso.it*; Trib. Udine 13 aprile 2010, in *www.ilcaso.it*

⁵¹ Cfr. Trib. Torino 23 novembre 2009 e 30 novembre 2009, in *www.ilcaso.it*, nonché Tribunale di Bari 15 luglio 2010, in *www.ilcaso.it*.

⁵² Cfr., in particolare, sul rapporto tra l'art. 21 T.U.F. e l'art. 1375 c.c. LA ROCCA, *Sezione prima vs. sezioni unite: differenti visioni del diritto dei contratti del mercato finanziario*, in *Foro it.*, 2009, I, p. 1851.

renza, in un'ottica, peraltro, volta al rispetto del principio, certamente non superabile, della gerarchia delle fonti⁵³.

Si è assistito, in ogni caso, ad un tentativo di coniugare l'esigenza di flessibilità ed efficienza del traffico giuridico, con l'obiettivo di protezione dell'investitore in considerazione del grado di esperienza e competenza effettivamente acquisito, di guisa che sarà compito del giudice valutare, per ciascuna fattispecie, se la situazione nella quale versa il cliente al momento della sottoscrizione della suddetta dichiarazione, sia tale da ingenerare nell'intermediario almeno il dubbio di una non corrispondenza alla realtà.

Ad ogni buon conto l'originaria lacuna parrebbe essere stata colmata, come accennato in precedenza, mediante il recepimento della direttiva Mi-fid e l'entrata in vigore del regolamento Consob n. 16190/2007 che si premurano di determinare, con un certo grado di precisione, i parametri qualificatori per distinguere tra cliente professionale e cliente inesperto, inducendo ad auspicare l'abbandono delle incertezze interpretative sorte durante il regime previgente.

L'esito dell'indagine appena svolta fornisce dunque importanti indicazioni. Anzitutto la presa d'atto della circostanza per la quale l'emersione di esigenze nuove e di nuovi settori da regolare ha certamente favorito lo sviluppo di

⁵³ Le regole di comportamento che si annidano nelle disposizioni della legge speciale – alle quali gli intermediari devono uniformarsi – non sono altro che la specificazione di clausole generali previste dall'ordinamento le quali, nella specie, vengono riempite di ulteriore contenuto dalla disciplina legale di settore, la quale connota la prestazione dell'intermediario in materia di servizi di investimento. Sicché tali regole concorrono a definire il contenuto dell'obbligazione del soggetto abilitato, mediante la previsione di una serie di comportamenti ulteriori e strumentali rispetto all'adempimento della prestazione principale, la cui violazione è, certamente, fonte di responsabilità. Cosicché, anche se si volesse aderire all'impostazione meno garantista degli interessi degli investitori circa la portata della dichiarazione *ex art. 31 del Regolamento Consob n. 11522/1998*, non si potrebbe comunque fare a meno di osservare che le norme secondarie devono essere interpretate alla stregua della disciplina primaria sui servizi di investimento, la quale, nel trovare a sua volta supporto costituzionale nel valore dell' "utilità sociale" (art. 41 Cost.), determina la scala dei valori su cui si poggia l'intero sistema finanziario.

una normazione secondaria cogente, la quale ha eroso la centralità della legge ordinaria, in un contesto, qual è quello della intermediazione finanziaria, nel quale il diritto è pungolato, con sempre maggior affanno, a stare al passo delle dinamiche delle contrattazioni economiche.

Nello stesso tempo la frammentazione sul piano amministrativo delle fonti del diritto, costituisce altresì la migliore riprova della crescente sezionalità del sistema attuale.

Riccardo Restuccia

*Professore Associato di Diritto Privato
nell'Università degli Studi G. Marconi di Roma*

I MECCANISMI DI FUNZIONAMENTO DELL'UEM:

PROFILI DI CRITICITÀ

ABSTRACT: *Starting out from the overview of corrective measures adopted by the European Central Bank during the recent financial and sovereign debt crisis, this paper sets out to examine the main criticisms of 'stabilization mechanisms' introduced in the economic governance of the EU. Considering the non-standard measures implemented by the Eurosystem to alleviate the tensions of banks' funding conditions, the analysis addresses the major questions regarding the 'Securities Markets Programme' modus operandi. In particular, this paper underlines the need to achieve a stronger coordination of economic policies and regulatory convergence between Member States.*

In this context, the correction mechanisms provided in the 'Fiscal Compact' represent the most comprehensive attempt to strengthen the credibility of national fiscal policies and the stability of financial markets. These reforms aim to ensure an adequate surveillance of budgetary discipline among euro area countries, however the strengthening of the national fiscal frameworks largely depends on the countries' political determination to implement sound fiscal rules. As a result, a closer examination of the package of stabilization measures put in place by the EU institutions suggests that the implementation of this regulatory system could be insufficient to avoid the risk of future crisis and the risk of macroeconomic imbalances within the European financial sector.

SOMMARIO: 1. Gli interventi della BCE: integrazione e progetti di stabilizzazione economica. – 2. Nuovi meccanismi di aggregazione. – 3. Per una più coesa cooperazione. – 4. Conclusioni.

· Contributo approvato dai revisori.

1. La Banca centrale europea è intervenuta durante la recente crisi finanziaria attraverso misure straordinarie di riequilibrio del quadro macroeconomico e di stabilizzazione della politica monetaria¹.

Le azioni per tal via adottate si sostanziano in specifiche forme di supporto a favore dei paesi in difficoltà. Tale forma operativa trova giustificazione nella esigenza della BCE di contrastare le *patologie* cui si sono trovati esposti taluni Stati membri a seguito della nota crisi finanziaria che ha imperversato nell'eurozona a partire dal 2007; crisi che ha impedito ai medesimi di evitare il deterioramento dei conti pubblici ed il manifestarsi dei fenomeni degenerativi di un'avversa congiuntura².

Vengono, dunque, in considerazione le manovre di riduzione dei tassi di interesse, i piani di sostegno al credito bancario, nonché le misure disciplinari contenute nel *Securities Markets Programme* (programma di acquisto nei mercati obbligazionari)³; quest'ultime, in particolare, si sono estrinsecate in azioni di sostegno sul mercato secondario offerte dalla Banca centrale a paesi in condizioni di emergenza finanziaria (Grecia, Irlanda e Portogallo)⁴.

A ben considerare, le azioni interventistiche attivate dalla BCE – attesa l'intensità e la durata delle medesime – rischiano di minare la *coesione*

¹ Cfr. TRICHET, *State of the Union: The Financial Crisis and the ECB's Response between 2007 and 2009*, in *Journal of Common Market Studies*, 2010, vol. 48, pp. 7 ss. Si vedano, altresì, le considerazioni esposte dalla BANCA CENTRALE EUROPEA, *Evoluzione recente dei bilanci dell'Eurosistema, del Federal Reserve System e della Banca del Giappone*, in *Bollettino mensile*, ottobre 2009, pp. 92-93.

² Cfr. CAPRIGLIONE - SEMERARO, *Il Security Market Programme e la crisi dei debiti sovrani. Evoluzione del ruolo della BCE*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2011, n. 3, pp. 258-259.

³ Cfr. BANCA CENTRALE EUROPEA, *La risposta della BCE alla crisi finanziaria*, cit., pp. 75-76; ID., *Un patto di bilancio per un'unione economica e monetaria rafforzata*, in *Bollettino mensile*, maggio 2012, pp. 85-86. Per un'analisi delle misure adottate dalla BCE sul mercato secondario cfr. VAN RIET, *Euro area fiscal policies and the crisis*, European Central Bank, Occasional Paper Series n. 109, aprile 2010, p. 10.

⁴ Cfr. RUFFERT, *The European Debt Crisis and European Union Law*, in *Common Market Law Review*, 2011, vol. 48, n. 6, pp. 1778 ss.

all'interno dell'UEM, dovendo tali misure essere il risultato di un processo di condivisione da parte degli organi decisionali dell'Unione. Sicchè, l'attuazione di interventi di tal genere - interagendo sul normale svolgimento dei sistemi economici della Eurozona - richiede l'implementazione dei meccanismi di coordinamento tra i paesi membri al fine di evitare che misure preordinate alla salvaguardia del settore finanziario si tramutino in pratiche distorsive del mercato.

In tale contesto, rileva altresì l'incidenza delle forme di finanza straordinaria poste in essere attraverso operazioni di mercato aperto di breve durata, le quali hanno interagito notevolmente sul processo di risanamento delle banche insolventi; tali forme interventistiche sono state attuate, infatti, allo scopo di favorire un allentamento delle condizioni di provvista agli enti creditizi e, dunque, in vista della finalità di evitare gli effetti negativi di un possibile contagio sui mercati finanziari.

Ci si riferisce, in primo luogo, alle cd. *longer-term refinancing operations* (predisposte nel dicembre 2011 e nel febbraio 2012), misure finalizzate a sostenere i canali di erogazione del credito, nonché a garantire un'adeguata liquidità al settore reale (atteso che esse si estrinsecano in rifinanziamenti realizzati mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo)⁵.

In particolare, si è proceduto ad un incremento dei prestiti agli istituti finanziari in difficoltà (prestiti che hanno funzionato come garanzie collaterali nelle operazioni di politica monetaria), alla riduzione del margine di riserva obbligatoria e, da ultimo, all'iniezione di ingenti quantitativi di capitale (da parte

⁵ Cfr. BANCA CENTRALE EUROPEA, *La politica monetaria e l'offerta di prestiti nell'area dell'euro*, in *Bollettino mensile*, ottobre 2009, pp. 65 ss, ove si sottolinea che «sebbene con ogni probabilità gli interventi di politica monetaria influiscono sulla domanda di prestiti bancari principalmente attraverso il canale tradizionale dei tassi di interesse, è importante che la banca centrale sia anche in grado di individuare e tenere sotto osservazione quanto più precisamente possibile l'impatto sul lato dell'offerta».

della BCE) a basso costo sulle scadenze a lungo termine⁶.

E' bene ricordare che le misure in parola vanno correlate alle decisioni della Banca centrale europea relative all'abbassamento dei tassi di interesse; tuttavia, il carattere di straordinarietà di tali interventi ne delimita l'ambito operativo alle sole circostanze di emergenza, aspetto quest'ultimo che solleva talune perplessità con riguardo al loro molteplici utilizzo registrato durante il verificarsi della crisi.

Con riguardo, poi, agli strumenti di intervento previsti nel *Securities Markets Programme*, assumono particolare rilevanza le operazioni effettuate sui mercati dei titoli di debito pubblico e privato⁷; modalità tecniche volte ad assicurare la liquidità necessaria a sostenere settori che presentano disfunzioni e, dunque, a ripristinare il regolare funzionamento dei flussi monetari⁸.

Nello specifico, la BCE si è attivata realizzando programmi di sostegno dell'intermediazione finanziaria - in risposta alla crisi del debito sovrano - attraverso meccanismi di rifinanziamento delle banche solvibili (che hanno consentito di adeguare rapidamente l'offerta di liquidità al settore bancario e di ripristinare la fiducia tra gli operatori economici)⁹.

Il ricorso a meccanismi operativi di tal genere - soprattutto se valutati con riguardo alla loro incidenza sul mercato finanziario - mostra la sostanziale precarietà delle *policy* attivate dalla BCE; sul punto la dottrina non ha mancato

⁶ Per un'analisi economica di tali misure cfr. FAHR - MOTTO - ROSTAGNO - SMETS - TRISTANI, *A monetary policy strategy in good and bad times: lessons from the recent past*, Banca centrale europea, Working Paper n. 1336, maggio 2011, pp. 28-29.

⁷ In tale contesto, va fatto presente che la BCE ha attuato meccanismi di riassorbimento della liquidità offerta che si sono estrinsecati nell'acquisto di obbligazioni mediante operazioni settimanali; misure volte ad assicurare la stabilità della politica monetaria.

⁸ Cfr. VITERBO - CISOTTA, *La crisi della Grecia, l'attacco speculativo all'euro e le risposte dell'Unione europea*, in *Dir. Un. Eur.*, 2010, n. 4, pp. 961 ss.

⁹ Va detto che gli interventi del *Securities Markets Programme* hanno interessato solamente acquisti di titoli di Stato sul mercato secondario; ciò al fine di evitare conseguenze negative sulle condizioni di liquidità e contrastare gli effetti di propagazione dei rischi dai mercati delle obbligazioni sovrane nazionali ad altri comparti finanziari.

di sottolineare che «the Securities Markets Programme appears to have been temporarily effective in reducing the risks of contagion across euro area Government bond markets»¹⁰.

Concludendo sul punto, può dirsi che, sul piano delle concretezze, le decisioni adottate dall'Eurosistema se da un lato sono risultate decisive per il contenimento degli effetti degenerativi della crisi (attenuando le tensioni instaurate dall'aumento dei rischi connessi ai debiti sovrani), dall'altro si sono rivelate scarsamente efficaci nella risoluzione delle problematiche relative al corretto funzionamento delle politiche economiche dei paesi dell'UE.

2. Nel delineato contesto appare evidente che gli obiettivi perseguiti dal *Securities Markets Programme* non hanno dato luogo ad un visibile incremento della fiducia nel settore reale, come è dato desumere dall'accumularsi delle posizioni debitorie e dall'acuirsi delle *turbolenze* finanziarie. Va inoltre sul punto rilevato che, fornendo alle banche garanzie collaterali sotto forma di prestiti di liquidità, si sono create le condizioni per la diffusione di fenomeni di *moral hazard* (stante il carattere di sussidiarietà degli interventi offerti agli enti creditizi insolventi)¹¹.

Ed invero, tali misure hanno alimentato il convincimento da parte dei gruppi bancari a rilevanza sistemica di potere fare affidamento sull'intervento straordinario della BCE¹². Si è in presenza di una realtà nella quale il settore

¹⁰ Cfr. FAHR - MOTTO - ROSTAGNO - SMETS - TRISTANI, *op. cit.*, p. 30.

¹¹ Cfr. EISENSCHMIDT - HOLTHAUSEN, *Endogenous maturity mismatch and the maturity of open market operations*, European Central Bank, Frankfurt, mimeo, p. 22. Si vedano, inoltre, le considerazioni formulate da BINI SMAGHI, *Europe's bank should learn to go it alone*, in *Financial Times*, 29 febbraio 2012, ove viene notato che «banks may become addicted to easy central bank financing and delay the adjustment indefinitely».

¹² Sul tema SINN – WOLLMERSHÄUSER, *Target loans, current account balances and capital flows: the ECB's rescue facility*, in *International Tax and Public Finance*, 2012, vol. 19, n. 4, pp. 468 ss.

creditizio è divenuto fortemente dipendente dai finanziamenti elargiti dalla Banca centrale europea (che ha, quindi, assunto una posizione creditoria verso gli Stati membri)¹³; fattore quest'ultimo che ha contribuito ad un significativo disequilibrio del mercato interbancario, visto che le cd. *commercial banks* hanno mostrato di voler usufruire in via primaria della possibilità di far ricorso ai fondi messi a disposizione dalla BCE¹⁴.

Ciò si è tradotto in un disincentivo per gli istituti di credito nel predisporre meccanismi di ristrutturazione dei loro bilanci e nel rafforzamento della dotazione di capitale esistente. Ne è conseguita la diffusione di pratiche distorsive da parte degli intermediari bancari, i quali hanno finito con l'utilizzare le «misure non convenzionali» come uno strumento per mascherare possibili situazioni di *default*.

Sotto altro profilo, l'attuazione da parte della BCE di ulteriori interventi di stabilizzazione della politica monetaria potrebbe determinare, nel lungo termine, un incremento del livello di inflazione (stante l'ingente quantitativo di liquidità immesso nel mercato dei titoli e la forte espansione del patrimonio della Banca centrale europea), con ovvie ripercussioni negative nel perseguimento degli obiettivi di “*solid and sustainable fiscal policies*” da parte dell'UE¹⁵.

Si comprende, dunque, la ragione per cui diviene ipotizzabile la necessità

¹³ Sul punto, va ravvisato che la condotta operativa della BCE non contrasta con il disposto degli artt. 123 e 125 del Trattato sul funzionamento dell'Unione, che vietano il primo forme di finanziamento diretto agli Stati membri ed il secondo il subentro nelle passività contratte dai paesi dell'UE (cd. *no bail-out clause*). In dottrina cfr. CAPRIGLIONE, *Mercato Regole Democrazia. L'UEM tra euroscetticismo e identità nazionali*, Torino, 2013, p. 123.

¹⁴ Cfr. BELKE, *3-Year LTROs – A First Assessment of a Non-Standard Policy Measure*, European Parliament, Policy Department Economic and Scientific Policies, April 2012, pp. 4 ss, ove viene notato che «a “*dual banking market*” has been created in the euro area in the sense that banks in some countries have become dangerously dependent on ECB financing in general in the wake of unconventional monetary policies».

¹⁵ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Strategia Europa 2020*, Bruxelles, 3 marzo 2010, agenda economica nella quale si sottolinea l'opportunità di compiere rapidi progressi nell'ulteriore risanamento e rafforzamento dei bilanci come presupposto essenziale per una crescita economica solida e sostenibile nell'area dell'euro.

di introdurre idonei presidi di contrasto alle inefficienze rivenienti da una cattiva gestione della disciplina di bilancio. Da qui l'ulteriore esigenza - da più parti rappresentata - di procedere ad un'implementazione delle forme di vigilanza, in vista di un più adeguato coordinamento dell'azione di supervisione sul sistema bancario dell'Eurozona¹⁶.

In tale quadro si colloca l'insieme di misure normative - cd. *Six Pack* - approvato dal Parlamento europeo nel settembre 2011 e finalizzato a riformare la *governance* economica europea, nonché ad introdurre criteri ordinatori più rigorosi in materia di politiche fiscali¹⁷. Il *Six Pack* è stato di recente integrato dal cd. *Two Pack*, intervento disciplinare (del maggio 2013) preordinato al potenziamento dei meccanismi di controllo sulle procedure di disavanzo eccessivo dei paesi membri dell'UE¹⁸.

¹⁶ Cfr. COURE', *Central banks and the challenges of the zero lower bound*, Intervento al convegno "Meeting on the Financial Crisis", University of Chicago Booth School of Business, Miami, 19 febbraio 2012. Si vedano, altresì, le riflessioni formulate da CARUANA, *Why central bank balance sheets matter*, *Relazione* tenuta alla conferenza "Central bank balance sheets in Asia and the Pacific: the policy challenges ahead", Chiang Mai, Thailand, 12 December 2011, pp. 5-6.

¹⁷ Si cfr. Regolamento (UE) n. 1173/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 novembre 2011, relativo all'effettiva esecuzione della sorveglianza di bilancio nella zona euro; Regolamento (UE) n. 1175/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 novembre 2011, che modifica il regolamento (CE) n. 1466/97 del Consiglio per il rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio nonché della sorveglianza e del coordinamento delle politiche economiche; Regolamento (UE) n. 1177/2011 del Consiglio, dell'8 novembre 2011, che modifica il regolamento (CE) n. 1467/97 per l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi; Direttiva 2011/85/UE del Consiglio, dell'8 novembre 2011, relativa ai requisiti per i quadri di bilancio degli Stati membri; Regolamento (UE) n. 472/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 maggio 2013, sul rafforzamento della sorveglianza economica e di bilancio degli Stati membri nella zona euro che si trovano o rischiano di trovarsi in gravi difficoltà per quanto riguarda la loro stabilità finanziaria; Regolamento (UE) n. 473/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 maggio 2013, sulle disposizioni comuni per il monitoraggio e la valutazione dei documenti programmatici di bilancio e per la correzione dei disavanzi eccessivi negli Stati membri della zona euro. In dottrina si cfr. le riflessioni formulate da CAPRIGLIONE - SEMERARO, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'Unione europea tra rischi ed opportunità*, Torino, 2012, pp. 123 ss.

¹⁸ Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *The Two-Pack on economic governance: Establishing an EU framework for dealing with threats to financial stability in euro area member states*, Economic and Financial Affairs, Occasional Papers 147, May 2013, pp. 6-7.

Trattasi di ‘pacchetti’ legislativi contenenti regolamenti che modificano e rafforzano il ‘Patto di stabilità e crescita’; in particolare, vengono introdotti efficaci misure di controllo dei debiti sovrani (con ovvia interazione sui disavanzi eccessivi degli Stati membri), nonché sanzioni specifiche per la prevenzione e correzione degli squilibri di bilancio¹⁹. Il *Six Pack* ed il *Two Pack* hanno costituito, quindi, un passaggio disciplinare che possiamo ritenere fondamentale per l’adozione, nel dicembre 2011, del cd. *Fiscal Compact*; strumento quest’ultimo volto a “rafforzare il pilastro economico dell’unione economica e monetaria”²⁰.

E’ il caso di ricordare che le misure in parola sono state precedute dalla adozione - da parte del Consiglio europeo - del “*Patto Euro Plus*”, documento proposto nell’aprile 2011 in occasione del vertice dell’*Eurosummit*²¹. Trattasi, più precisamente, di un atto non vincolante diretto a favorire il coordinamento delle politiche economiche e ad implementare il livello di convergenza tra i paesi membri sulla sostenibilità finanziaria dell’UE, donde la peculiare funzione di collante dal medesimo svolta nel contesto dei rimedi volti a contrastare la crisi.

Su un piano generale, il *Fiscal Compact* richiede saldi di finanza pubblica in pareggio e ridefinisce le regole di bilancio cui devono uniformarsi i singoli paesi dell’area euro. In particolare, la nuova legislazione stabilisce parametri più

¹⁹ Va rilevato che le disposizioni contenute nel *Six Pack* sono orientate a garantire maggiore trasparenza e democraticità nel processo decisionale dell’UE, migliorare la qualità ed attendibilità delle statistiche in materia di bilancio, correggere le disfunzioni derivanti da condotte non corrette da parte dei paesi dell’Unione. In dottrina cfr. GROS - GERLAC, *Legislative Proposals on EU Economic Governance: what is missing within and beyond?*, European Parliament, Policy Department Economic and Scientific Policy, *Compilation of Briefing Papers*, Bruxelles, November 2010, pp. 6-8.

²⁰ Cfr. EUROPEAN COUNCIL, *Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union*, 2 marzo 2012. Il trattato è stato sottoscritto dal Consiglio europeo nel marzo 2012 da tutti i paesi membri ad eccezione del Regno Unito e della Repubblica Ceca, che non hanno aderito alla nuova legislazione in materia di bilancio.

²¹ Si v. conclusioni del Consiglio europeo (24 e 25 marzo 2011), EUCO 10/1/11 REV 1, Bruxelles, 20 aprile 2011, p. 5. In dottrina cfr. GABRISCH - STAHR, *The Euro Plus Pact: Competitiveness and External Capital Flows in the EU Countries*, in Bank of Estonia Working Papers, 2012, n. 5, pp. 5-6.

severi sul debito - che non deve eccedere lo 0,5% del Pil nominale - e previsioni stringenti in ordine all'abbattimento del *deficit* accumulato in anni passati (cd. *debt brakes*)²².

Ed invero, lo '*Stability and Growth Pact*' richiede ai paesi aventi un rapporto debito/Pil superiore al 60% di ridurre progressivamente il disavanzo ad un tasso medio di un ventesimo su base annuale (cd. '*1/20 rule*'). Sono previste, inoltre, apposite procedure d'infrazione, condotte dalla Commissione nel caso in cui il programma di riduzione del debito non venga rispettato²³.

Non v'è dubbio che l'introduzione del *Fiscal Compact* appare preordinato ad assicurare una maggiore convergenza delle politiche economiche dell'Eurozona²⁴; tuttavia, emergono fin da ora significative problematiche relative alle modalità di ratifica da parte degli Stati firmatari delle regole contenute nel provvedimento in parola (ratifica che dovrebbe avvenire mediante legge costituzionale)²⁵.

Ed invero, non sono state fissate specifiche disposizioni per quanto concerne il corretto recepimento di tali misure; ciò potrebbe determinare un diverso grado di implementazione delle norme con inevitabile rischio di vanificare il carattere vincolante della disciplina di cui trattasi (e, dunque, limitare forte-

²² Per un'analisi sistematica delle norme introdotte dal *Fiscal Compact* cfr. BARATTA, *Legal Issues Of The 'Fiscal Compact'. Searching for a mature democratic governance of the euro*, in *Dir. Un. Eur.*, 2012, n. 4, pp. 647 ss.

²³ Per un'analisi critica dei parametri di bilancio stabiliti dal trattato cfr. MASERA, *Infrastrutture e loro finanziamento in Europa: implicazioni per il Fiscal Compact*, in *Bancaria*, 2012, n. 6, pp. 17-18, ove si sottolinea che l'approccio del *Fiscal Compact* è orientato alla realizzazione di una unione fiscale nell'UE e ad una maggiore *coesione* con le politiche monetarie dell'Eurozona.

²⁴ Cfr. RANDALL HENNING - KESSLER, *Fiscal Federalism: US History of Architects of Europe's Fiscal Union*, in *Peterson Institute for International Economics, Working Paper Series*, 2012, n. 1, pp. 18-20.

²⁵ Nell'ordinamento italiano le regole del *Fiscal Compact* sono state recepite mediante legge costituzionale n. 243 del 24 dicembre 2012, "Disposizioni per l'attuazione del principio del pareggio di bilancio ai sensi dell'articolo 81, sesto comma, della Costituzione"; il provvedimento normativo stabilisce l'entrata in vigore del trattato nel 2014 e fa riferimento al saldo per il complesso delle amministrazioni pubbliche.

mente l'incidenza delle nuove disposizioni)²⁶.

3. Lo scenario politico economico sopra descritto evidenzia una realtà nella quale le persistenti tensioni sui mercati (dovute alle difficoltà finanziarie ed alla crisi dei debiti sovrani) si riflettono inevitabilmente sui processi di integrazione e cooperazione necessari per dar corso ad adeguate linee di convergenza tra gli Stati membri.

Più in particolare, la mancanza di una stabile *coesione* tra i paesi dell'Eurozona induce a riflettere sulla esistenza di un'effettiva capacità delle istituzioni comunitarie di stabilire condizioni di equilibrio che favoriscano la realizzazione di comuni obiettivi di crescita e sviluppo²⁷. Si insinua il dubbio in ordine alla possibilità di rinvenire nell'originario apparato costitutivo dell'Unione idonei presupposti per la realizzazione di tale finalità!

Le divergenze tra i singoli ordinamenti nazionali, che contraddistinguono la fase applicativa delle politiche di bilancio imposte a livello europeo, determinano inevitabilmente una situazione di stallo dalla quale l'UE fatica ad uscire, stante la mancanza di uno spirito solidaristico (riscontrabile nell'atteggiamento di alcuni Stati come la Germania ed il Regno Unito)²⁸ volto a ridurre le disugua-

²⁶ Cfr. GROS, *The Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union (aka Fiscal Compact)*, in *Economic Policy*, CEPS Commentary, Bruxelles, 8 March 2012, p. 2, ove viene affermato che «it is likely that the ratification process (e.g. the referendum in Ireland) and then the implementation process in some difficult countries (e.g. France) will receive a lot of attention and create a distorted impression of the importance of the Fiscal Compact».

²⁷ Cfr. Relazione della Banca d'Italia 2012, *Considerazioni finali*, p. 14 delle bozze di stampa, ove si precisa che «una unione politica in Europa ancora non c'è; questo rende alla lunga l'unione monetaria più difficile da sostenere; sono necessari passi avanti concreti nella costruzione europea; va definito un percorso che abbia nell'unione politica il suo traguardo finale, scandendone le singole tappe».

Si vedano, altresì, le considerazioni formulate da VISCO, in occasione della “Giornata Mondiale del Risparmio 2012”, Roma, 31 ottobre 2012, ove si evidenzia che «le debolezze di alcuni paesi membri, che alimentano dubbi sulla sostenibilità del loro debito pubblico, e l'incompletezza della costruzione europea, sono alla base di più generali timori sulla reversibilità dell'unione monetaria» (p. 10).

²⁸ Delineano mirabilmente la problematica richiamata nel testo le pagine dell'editoriale intitolato-

glianze ed a realizzare un armonizzato *framework* operativo.

Ne consegue la diffusione di un sentimento di *euroscetticismo* che si riflette sulle stesse modalità di cambiamento avviate in materia bancaria e finanziaria²⁹. Da qui la tendenza ad un rafforzamento delle «identità nazionali», laddove la predisposizione di opportune forme di coordinamento tra i paesi membri dovrebbe fungere da presupposto per una costruzione disciplinare volta ad assicurare adeguati livelli di stabilità della *governance* europea. Si comprende, altresì, la ragione di una persistente incertezza nelle strategie regolamentari adottate dal legislatore comunitario, le cui *policy* si scontrano con una continua resistenza verso forme di adeguata *omogeneizzazione* degli schemi normativi³⁰.

Ed invero, emergono profili di criticità con riguardo alla reale prospettiva di addivenire ad un quadro sistemico nel quale siano perseguite linee comportamentali rispettose del principio di «leale cooperazione» tra gli Stati membri e, dunque, orientate all'ossequio dell'obbligo di «assistenza reciproca» (entrambi previsti dall'art. 4 del Trattato sull'Unione Europea). In tale contesto assumono specifico rilievo le criticità legate a prassi comportamentali – come, ad esempio, quelle sottese alla disinvolta gestione del debito della Grecia – poco coerenti con l'obiettivo di 'sana e prudente gestione' dell'equilibrio di merca-

to *Lost illusions on Europe*, apparso sul *Financial Times* del 9 gennaio 2013 e le considerazioni formulate da FRATZSCHER, *Scapegoating Germany is easy but wrong*, in *Financial Times*, 10 April 2013, ove viene affermato che «Germany is the perfect scapegoat: it is the big European brother who is doing well, is often diplomatically clumsy and has a stained history that makes it tempting to revive old prejudices». Si v. inoltre RACHMAN, *The making of a German Europe*, in *Financial Times*, 25 March 2013; JOFFE, *Berlin is right to say no gain without pain*, in *Financial Times*, 21 March 2013.

²⁹ Cfr. CAPRIGLIONE, *Eurosclosi e globalizzazione. (Contro un possibile ritorno all'euroscetticismo)*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2010, I, p. 5; ID, *Mercato Regole Democrazia. L'UEM tra euroscetticismo e identità nazionali*, Torino, 2012, pp. 177-180.

³⁰ Cfr. DELLA CANANEA, *L'Unione economica e monetaria venti anni dopo: crisi e opportunità*, in *Costituzionalismo.it*, 3 gennaio 2012. Si vedano, inoltre, le riflessioni di GUARINO, *L'Europa imperfetta. UE: problemi, analisi, prospettive*, *ivi*, 21 novembre 2011.

to³¹.

E' evidente, altresì, come l'incalzante susseguirsi di eventi patologici (la situazione greca, le gravi condizioni di Irlanda, Spagna, Portogallo e, di recente, il *bail-out* di Cipro) che stanno affliggendo l'UEM, si siano tradotti in veri e propri ostacoli alla realizzazione del progetto di integrazione europeo. Significative, al riguardo, appaiono le considerazioni formulate dalla dottrina secondo cui «il processo di integrazione europea attraversa una fase delicata, in cui alla progressiva ed incrementale integrazione giuridica si giustappongono le continue minacce di disintegrazione economica e politica»³².

Al presente, anche nel riferimento alle comunicazioni della Commissione del marzo 2013 (dalle quali si evince la puntualizzazione degli strumenti di intervento nel settore finanziario), l'esigenza di procedere ad un rafforzamento dei meccanismi di convergenza delle riforme economiche dell'Unione è divenuta ormai una priorità improcrastinabile³³. Non v'è dubbio che le comunicazioni in parola sono finalizzate a favorire crescenti livelli di osmosi tra le istituzioni comunitarie, nonché a rendere più incisivi i meccanismi di cooperazione rafforzata tra i singoli ordinamenti nazionali.

³¹ Cfr. NELSON - BELKIN - MIX, *Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responses, and Implications*, CRS Report for Congress, 18 August 2011, pp. 4-5.

³² Cfr. CAFAGGI, *L'Istituto europeo di diritto: ripensando fondamenti e percorsi dell'integrazione giuridica europea*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2012, n. 2, p. 499.

³³ Si cfr. Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio, *Verso un'Unione economica e monetaria autentica e approfondita. Coordinamento ex ante delle grandi riforme di politica economica previste*, COM(2013) 166 def., Bruxelles, 20 marzo 2013; Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio, *Verso un'Unione economica e monetaria autentica e approfondita. Creazione di uno strumento di convergenza e di competitività*, COM(2013) 165 def., Bruxelles, 20 marzo 2013.

Si vedano, altresì, le riflessioni di SIGNORINI, *Comunicazioni della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio sulla creazione di uno strumento di convergenza e di competitività e sul coordinamento ex ante delle grandi riforme di politica economica*, Audizione presso la Commissione V della Camera dei Deputati, Roma, 25 giugno 2013, pp. 8-9, ove si precisa che «le Comunicazioni della Commissione si iscrivono pienamente in una logica che ha come obiettivo finale la creazione di un'unione di bilancio, oltre che economica e monetaria e, in prospettiva, di una unione politica».

Ciò posto, si individuano nuove forme di coordinamento tra gli Stati membri su questioni di *interesse comune* quali l'azione di supervisione sulle banche, l'esercizio del potere monetario e la sorveglianza sui programmi di risanamento dei bilanci nazionali. Tale assunto trova conferma nell'accordo raggiunto dai ministri delle finanze dei paesi membri - al Consiglio Ecofin del 27 giugno 2013 - sulla bozza di direttiva che istituisce un *framework* normativo per il risanamento degli enti creditizi in stato di insolvenza³⁴.

Se ne deduce un segnale di apertura verso forme di maggiore condivisione sulle problematiche relative al corretto funzionamento dei mercati; da qui la prospettiva di porre in essere modalità congiunte in grado di assicurare uniformità delle posizioni ed omogeneità delle linee decisionali. In tale ordine logico, si colloca anche la recente proposta presentata dalla Commissione (luglio 2013) per la costituzione di un 'Meccanismo unico di risoluzione delle crisi per l'Unione bancaria', organismo cui spetta il compito di rafforzare i criteri prudenziali della vigilanza per le banche in difficoltà³⁵.

Trattasi di una soluzione disciplinare che completa il quadro del meccanismo di supervisione unica sugli istituti bancari dell'Eurozona, che fa capo alla BCE; progetto, quest'ultimo, avviato con le comunicazioni della Commissione "Una tabella di marcia verso l'Unione bancaria" (settembre 2012)³⁶ e "Piano per un'Unione economica e monetaria autentica e approfondita" (novembre 2012)³⁷ e poi proseguito con il regolamento (definito nel settembre 2013) che

³⁴ Si cfr. COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION, *Council agrees position on bank resolution*, Brussels 27 June 2013.

³⁵ Si cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Commission proposes Single Resolution Mechanism for the Banking Union*, Press release, Bruxelles, 10 July 2013.

³⁶ Si cfr. Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio, *Una tabella di marcia verso l'Unione bancaria* (COM(2012) 510 final), Bruxelles, 12 settembre 2012.

³⁷ Si cfr. EUROPEAN COMMISSION, *A Blueprint for a deep and genuine Economic and Monetary Union: Launching a European debate*, Bruxelles, 28 November 2012.

ne disciplina le concrete modalità esplicative³⁸.

E' evidente che gli interventi, per tal via attivati, danno impulso al consolidamento ovvero all'introduzione di strumentazioni necessarie ad attuare un maggiore coordinamento degli assetti regolamentari; donde l'intento di perseguire nuove strategie di sviluppo nella realizzazione del «progetto europeo», in linea con gli impegni di stabilità e sostenibilità della *governance* economica³⁹. Si delinea la possibilità di dar vita ad un clima di rinnovamento culturale nel quale deve ritenersi indispensabile la volontà di tutti i paesi nel compiere processi *virtuosi* che garantiscano modalità di collaborazione più coese ed una cooperazione intergovernativa più intensa⁴⁰.

4. La necessità di innovare la disciplina concernente gli interventi disponibili nell'UE (per i programmi di salvataggio degli istituti dell'area euro) coincide con il perseguimento dei traguardi fissati dalla Commissione nella comunicazione «*Europa 2020*», nella quale si evidenzia l'opportunità di realizzare una «crescita intelligente, sostenibile e solidale»⁴¹.

A fronte di tale obiettivo rileva il diffuso convincimento che, solamente operando per il benessere comune, si costruisce una *unione politica* europea nella quale trova compendio una situazione di *tendenziale parità* tra gli Stati aderenti⁴². Significative, al riguardo, appaiono le considerazioni formulate da un

³⁸ Cfr. CAPRIGLIONE, *L'unione bancaria europea*, Torino, 2013, pp. 33 ss.

³⁹ Cfr. PEREZ, *La nuova governance economica europea: il meccanismo di stabilità e il Fiscal Compact*, in *Giornale dir. amm.*, 2012, n. 5, pp. 461 ss.

⁴⁰ Cfr. EUROPEAN COUNCIL, *Towards a Genuine Economic and Monetary Union*, Report by President of the European Council Herman Van Rompuy, Bruxelles, 26 June 2012, p. 2, ove si precisa che «national policies cannot be decided in isolation if their effects quickly propagate to the euro area as a whole ... such national policies must reflect fully the realities of being in a monetary union; maintaining an appropriate level of competitiveness, coordination and convergence to ensure sustainable growth without large imbalances is essential».

⁴¹ Si cfr. Comunicazione della Commissione, *Europa 2020. Una strategia per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva*, COM(2010) 2020 def., Bruxelles, 3 marzo 2010.

⁴² Si veda in merito l'editoriale intitolato *L'Europa a piccoli passi verso l'unione politica*, ap-

acuto studioso secondo cui «in Europa la unione politica deve sostituire quella semplicemente economica; ciò potrà avvenire attraverso la necessaria ripresa di una solidarietà intra-europea, quest'ultima intesa non soltanto come virtù morale ... ma quale esistenza di una comunità naturale di interessi e valori»⁴³.

Tale assunto coincide con la tendenza ad una rivalutazione dei principi di *unità ed uniformità* della regolamentazione finanziaria; si è in presenza di una posizione culturale che induce a ritenere l'esistenza, nello spirito dell'Unione, di una forte propensione ad attribuire al regime della cooperazione la valenza di formula costitutiva di una nuova realtà istituzionale.

Si evidenzia, dunque, un significativo cambiamento della logica ordinatoria finora vigente, nella quale al presente si stanno con forza delineando orientamenti volti a riequilibrare e stabilizzare il sistema⁴⁴. Va da sé che la prospettiva di una revisione delle formule regolamentari del governo dell'economia non può essere disancorata dal mantenimento di efficaci meccanismi sanzionatori ed adeguati presidi di contrasto agli eventi di crisi⁴⁵.

Da qui il particolare rilievo ascrivito al processo di costruzione di un modello disciplinare che abbia come traguardo finale la realizzazione di una "costituzione economica europea".

parso su *Repubblica.it* del 30 novembre 2012, ove si sottolinea che «la crisi dell'euro-zona ha già stimolato un certo progresso in direzione dell'unione politica europea sulla base di un rafforzamento della solidarietà e della supervisione esercitata da parte delle istituzioni della Ue, come il meccanismo europeo di stabilità e il Fiscal Compact».

⁴³ Si vedano le riflessioni formulate da HABERMAS in occasione della lezione su "*Democracy, Solidarity and the European Crisis*", tenuta a Lovanio il 26 aprile 2013; considerazioni, poi, riprese da S. Maffettone nell'editoriale '*Equilibrio spezzato*', apparso sul *Il Sole24Ore* del 4 agosto 2013, p. 27.

⁴⁴ Cfr. SPAGNUOLO, *Attualità, tendenze e prospettive della politica di coesione europea*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2010, n. 3, p. 845 ss. Si vedano, inoltre, le considerazioni di VERDUN, *Regulation and Cooperation in Economic and Monetary Policy*, in AA.VV., *Innovative Governance in the European Union. The Politics of Multilevel Policymaking*, a cura di Tömmel e Verdun, Lynne Rienner, 2010, pp. 75 ss.

⁴⁵ Cfr. BANCA CENTRALE EUROPEA, *La riforma della governance economica nell'area dell'euro: elementi essenziali*, in *Bollettino mensile*, marzo 2011, pp. 124-126.

E' questa la strada da seguire per la creazione di un «disegno» compiuto di integrazione ed armonizzazione; obiettivo cui necessariamente deve corrispondere il cedimento della sovranità nazionale ed il superamento di *individualismi* che, tuttavia, ancora permangono nei paesi appartenenti all'UE.

Andrea Miglionico

*Assegnista di Ricerca in Diritto dell'Economia
nell'Università degli Studi di Roma «La Sapienza»*

PARTE PRIMA

VARIETA'

**LA DISCIPLINA ITALIANA DELL'EQUITY
CROWDFUNDING: TRA INCENTIVAZIONE DEGLI
EMITTENTI E TUTELA DEGLI INVESTITORI.**

ABSTRACT: *This paper analyzes the Italian regulatory framework of Equity Crowdfunding, focusing on both the incentives to firms and the savers' safeguard. The Author takes into account also the involvement of 'Start-up' companies and the rules of conduct provided to the service providers which manage web sites.*

The conclusions highlight a strict regulatory set-up which can disadvantage the use of this tool. Hence, there is the risk of regulatory arbitrage and then the use of foreign systems of crowdfunding. This is why we need a new set of rules made at European level.

SOMMARIO: 1- Gli strumenti della più recente azione legislativa per l'incremento della crescita economica. 2 – Lineamenti generali del modello italiano di *equity crowdfunding*. 3 – La particolare configurazione dell'offerta al pubblico di strumenti finanziari emessi dalle *start-up* innovative e le esigenze sottostanti. 4 – Le regole di comportamento dell'attività di gestione dei portali *on-line*. - 5 Le condizioni delle offerte e la tutela dei risparmiatori. - 6 Conclusioni.

1. Per contrastare gli effetti recessivi prodotti sull'economia reale interna dalla crisi finanziaria che, notoriamente, continua ad attanagliare anche il nostro Paese, il legislatore nazionale ha intrapreso, tra l'altro, una politica di sostegno in favore dell'iniziativa imprenditoriale privata, cercando di individuare nuove

· Contributo approvato dai revisori.

condizioni capaci di incrementarne lo sviluppo e di rilanciare la crescita economica. Nel corso degli ultimi anni, infatti, sono stati adottati numerosi provvedimenti¹ volti alla creazione di un sistema ospitale e favorevole, che possa attrarre talenti e capitali, provenienti anche dall'estero², in una prospettiva di generale rilancio economico e sociale, di aumento della competitività e della produttività delle imprese, di incremento del mercato del lavoro. Tra i diversi settori d'interesse, particolare attenzione è stata rivolta a vari momenti dell'attività d'impresa, tra i quali hanno trovato ampio spazio quelli strettamente attinenti all'aspetto economico e finanziario, ritenuti decisivi per l'attuazione del prefissato disegno complessivo. Tenuto conto, segnatamente, delle gravi difficoltà di accesso ai tradizionali strumenti di credito offerti dal sistema bancario, dovute alla contingente stretta creditizia e all'imposizione di vincoli di bilancio sempre più rigidi e stringenti, che hanno comportato una notevole contrazione nell'erogazione di liquidità, si è inteso ampliare le forme di finanziamento attraverso l'individuazione di nuovi modelli che, indifferenti alle vicende del mercato creditizio, potessero consentire, ad una serie sempre più ampia di tipi societari, di ricorrere direttamente al mercato dei capitali per reperire quelle risorse economiche necessarie all'avvio e allo sviluppo della

¹ A tal proposito, oltre quelli di seguito indicati nel testo, va citato, *in primis*, il c.d. Decreto Salva Italia, D.L. 6 dicembre 2011 n.201, in G.U. del 6 dicembre 2011 N. 284, Suppl. Ord. n.251, convertito in L. 22 dicembre 2011 n. 214, recante “Disposizioni urgenti per la crescita, l'equità e il consolidamento dei conti pubblici”, in G.U. del 27 dicembre 2011 n.300, Suppl. Ord. n.276.

² In tal senso si esprime il Rapporto “*Restart Italia! - Perché dobbiamo ripartire dai giovani, dall'innovazione, dalla nuova impresa*”, del 10/09/2012, redatto da una *task force* sulle *start-up* istituita dal Ministro dello Sviluppo Economico e costituita da esperti di comprovata capacità provenienti dal mondo accademico, della comunicazione, dell'impresa, della finanza e del terzo settore, il quale traccia le linee di intervento e le iniziative da intraprendere al fine di creare un ambiente effettivamente ospitale verso nuove forme di iniziativa imprenditoriale e idoneo ad attrarre talenti e capitali, anche dall'estero, e a rendere più dinamico il tessuto produttivo e tutta la società italiana. Tale rapporto è rintracciabile sul sito istituzionale sviluppoeconomico.gov.it. I medesimi principi sono stati espressamente accolti dall'art.25, comma I, D.L. 179/12.

propria attività³, in una logica che richiede l'affermazione di un radicale mutamento dei sistemi di finanziamento delle imprese e delle modalità di partecipazione da parte dei privati⁴.

Espressione principale di tale orientamento sono il D.L. n.1/2012, c.d. Cresci Italia e il D.L. n.5/2012, c.d. Semplifica Italia, che individuano una serie di misure dirette a sostenere l'imprenditoria privata, a facilitarne l'accesso ai mercati, a creare un ambiente più propenso agli investimenti nazionali, anche attraverso l'innovazione⁵. Nel medesimo solco si pone, inoltre, il successivo D.L. n.83/2012, c.d. Decreto Sviluppo⁶, il cui art. 32 riconosce, anche alle società non quotate su mercati regolamentati, la possibilità di accedere al mercato dei capitali attraverso l'emissione di particolari titoli obbligazionari, dotati di autonomi caratteri distintivi e destinati ad essere negoziati tra il pubblico dei risparmiatori⁷. Si consente, pertanto, che anche le imprese di medie e di piccole

³ Nel discorso tenuto all'incontro annuale con il mercato finanziario il 6 maggio 2013, il Presidente della Consob ha sottolineato espressamente come un ulteriore ostacolo all'efficiente dispiegarsi dell'attività economica è costituito dall'insufficienza delle fonti di finanziamento disponibili per le imprese. In una situazione di contrazione del credito bancario, dovuta a fattori congiunturali e a vincoli imposti dall'evoluzione della normativa prudenziale, le aziende devono trovare adeguate forme di accesso al mercato dei capitali. In tale contesto viene citata anche la regolamentazione sull'*equity crowdfunding*, considerata come un'occasione per consentire a molti giovani di trasformare idee creative in progetti imprenditoriali.

⁴ E' stato sottolineato come le novità introdotte dal Decreto Sviluppo hanno il merito di enfatizzare la necessità di un cambiamento delle logiche di finanziamento del nostro sistema imprenditoriale e, allo stesso, tempo, di facilitare l'accesso di capitali esteri in Italia. Così FRESHFIELD – BRUCKHAUS - DERINGER, *I nuovi titoli di debito ai sensi dell'art.32 del Decreto Sviluppo, Una nuova era per l'accesso al capitale in Italia?*, Luglio 2012, pag.2 e ss, reperibile sul sito www.freshfields.com

⁵ D.L. 24 gennaio 2012 n.1, convertito in L. 24 marzo 2012 n.27, in G.U. n. 71 del 24 marzo 2012, Suppl. Ord. n.53; D.L. 9 febbraio 2012 n.5, convertito in L.4 aprile 2012 n. 35, in G.U. n.82 del 6 aprile 2012, Suppl. Ord. n.69. Per un primo commento ai citati decreti si vedano rispettivamente *Giornale di Diritto Amministrativo* 2012, 579 ss. e *Giornale di Diritto Amministrativo* 2012, 691 e ss.

⁶ D.L. 22 giugno 2012 n. 83, pubblicato in G.U. 26 giugno 2012, n. 147, convertito con modificazioni dalla L. 7 agosto 2012 n.134, pubblicata in G.U. 11 agosto 2012, n. 187.

⁷ L'art. 32, rubricato "Nuovi strumenti di finanziamento per le imprese" del citato Decreto Sviluppo, introduce una nuova disciplina dedicata all'emissione di titoli di debito da parte di società

dimensioni possano finanziarsi raccogliendo risparmio tra il pubblico, attraverso l'offerta di titoli di debito a breve termine, quali le cambiali finanziarie, ovvero a medio e lungo termine, come le obbligazioni, senza dover rivolgersi al sistema bancario.

L'intrapresa azione legislativa è proseguita con l'emanazione del più recente D.L. n.179/2012, c.d. Decreto Crescita *bis*⁸ che, rafforzando le precedenti previsioni, si caratterizza per la portata degli indirizzi cui è rivolto oltre che per la novità degli strumenti adottati a sostegno. Ancora una volta l'iniziativa imprenditoriale, nei suoi diversi aspetti, viene particolarmente attenzionata, specialmente in presenza di fattori tecnologicamente innovativi e socialmente sostenibili, mediante l'introduzione di numerose previsioni che si propongono di creare un quadro normativo di riferimento idoneo ad incoraggiarla e ad incentivarla, anche attraverso forme di indirizzo verso settori produttivi ancora poco esplorati e sfruttati, ritenuti di rilievo strategico per la ripresa economica del Paese, per l'apertura di nuovi spazi di mercato e per la creazione di nuova occupazione⁹. Alla base di questo disegno, si pone la necessità di diffondere adeguatamente la cultura dell'innovazione tecnologica e dell'imprenditoria socialmente sostenibile, quale principale fattore strutturale

non quotate, basata, essenzialmente, sulle seguenti direttrici: 1) presenza di determinati requisiti per l'emissione, 2) allineamento del regime fiscale di tali operazioni a quello, più favorevole, previsto per le società quotate; 3) previsione di limiti quantitativi per l'emissione.

⁸D.L. 18 ottobre 2012, n.179, "Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese", in G.U. n.245 del 19 ottobre 2012, convertito in L. 17 dicembre 2012, n.221, in G.U. n.294 del 18 dicembre 2012.

⁹Così espressamente dispone il I comma dell'art. 25, ai sensi del quale le presenti disposizioni sono dirette a favorire la crescita sostenibile, lo sviluppo tecnologico e l'occupazione, in particolare giovanile, con riguardo alle imprese start-up innovative, come definite al successivo comma 2 e coerentemente con quanto individuato nel Programma nazionale di riforma 2012, pubblicato in allegato al Documento di economia e finanza (DEF) del 2012 e con le raccomandazioni e gli orientamenti formulati dal Consiglio dei Ministri dell'Unione europea. Le disposizioni della presente sezione intendono contestualmente contribuire allo sviluppo di nuova cultura imprenditoriale, alla creazione di un contesto maggiormente favorevole all'innovazione, così come a promuovere maggiore mobilità sociale e ad attrarre in Italia talenti, e capitali dall'estero.

per la crescita e la competitività del nostro Paese.

La realizzazione di gran parte dei citati obiettivi, viene affidata ad un nuovo modello societario, individuato nella *start-up* innovativa, la cui disciplina, contenuta nella Sezione IX rubricata “Misure per la nascita e lo sviluppo di imprese *start-up* innovative”, presenta ampie deroghe ai tradizionali principi societari, fiscali, amministrativi, lavoristici, fallimentari e finanziari, volte a creare quelle circostanze favorevoli al loro sviluppo, di cui si è detto. Si spiega, così, anche la configurazione di un nuovo soggetto di riferimento, l’incubatore certificato, cui viene affidato il compito di predisporre un ambiente attrezzato e confortevole per la nascita, la crescita e lo sviluppo di imprese dirette alla ricerca e all’applicazione di nuove conoscenze¹⁰. Con tale disciplina, emanata in coerenza con gli indirizzi rivolti dagli Organi Europei¹¹, il nostro legislatore si è conformato ad ordinamenti di altri Paesi comunitari, come la Germania, la Svizzera e la Francia, nei quali è già presente una simile regolamentazione.

L'art.25, Il comma del D.L.179/12, qualifica come *start-up* innovativa la

¹⁰ L'art.5, comma V, D.L.179/12, definisce l'incubatore di *start-up* innovative certificato, come la società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, di diritto italiano ovvero una società europea residente in Italia, che offre servizi per sostenere la nascita e lo sviluppo di *start-up* innovative e che possiede i seguenti requisiti: a) dispone di strutture, anche immobiliari, adeguate ad accogliere *start-up* innovative, quali spazi riservati per poter installare attrezzature di prova, test, verifica o ricerca; b) dispone di attrezzature adeguate all'attività delle *start-up* innovative, quali sistemi di accesso in banda ultra larga alla rete internet, sale riunioni, macchinari per test, prove o prototipi; c) è amministrato o diretto da persone di riconosciuta competenza in materia di impresa e innovazione e ha a disposizione una struttura tecnica e di consulenza manageriale permanente; d) ha regolari rapporti di collaborazione con università, centri di ricerca, istituzioni pubbliche e partner finanziari che svolgono attività e progetti collegati a *start-up* innovative; e) ha adeguata e comprovata esperienza nell'attività di sostegno di *start-up* innovative.

¹¹ Nell'ambito della strategia per la crescita Europa 2020, il Consiglio dei Ministri dell'Unione Europea, in data 10/07/2012, sulla base del Programma Nazionale di Riforma presentato dal Governo, ha raccomandato all'Italia di attuare politiche di incentivazione all'avvio di *start-up* quale strumento di lotta alla disoccupazione giovanile e l'approvazione di provvedimenti che possano rendere meno difficoltoso l'accesso al credito per le imprese che investono nell'innovazione.

società di capitali, costituita anche in forma di cooperativa, di diritto italiano ovvero la società europea residente in Italia, le cui azioni o quote non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione, che non distribuisce utili¹² e che ha come oggetto sociale, esclusivo o prevalente, lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico¹³. A questi requisiti se ne aggiungono ulteriori, formali e sostanziali, tassativamente elencati dalla medesima disposizione, a proposito della composizione del capitale sociale, della struttura organizzativa, della particolare qualifica professionale dei propri dipendenti¹⁴.

¹² Il vincolo di non distribuzione degli utili permane per il periodo di applicazione della normativa. Pertanto, se la *start-up* è di nuova costituzione, esso, così come avviene per gli altri vincoli previsti, dovrà permanere per un periodo di 48 mesi dalla data di costituzione; se la *start-up* è costituita prima dell'entrata in vigore della legge, il vincolo permarrà per il periodo di quattro anni ovvero di tre anni dalla data di entrata in vigore del decreto a seconda che la *start-up* sia stata costituita rispettivamente entro i due o i tre anni precedenti, ai sensi del III comma dell'art. 25.

¹³ In relazione all'individuazione del concetto di innovatività, non espressamente definito dal legislatore, va fatto riferimento al citato rapporto “*Restart Italia*” secondo il quale tale elemento dovrebbe desumersi dalla circostanza che la società “svilupperà prodotti, servizi o processi tecnologicamente nuovi o sensibilmente migliorati rispetto allo stato dell’arte nel settore interessato”.

¹⁴ Ai sensi dell'art.25, II c., la *start-up* innovativa è la società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, di diritto italiano ovvero una Societas Europaea, residente in Italia ai sensi dell'articolo 73 del decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, le cui azioni o quote rappresentative del capitale sociale non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione, che possiede i seguenti requisiti: a) i soci, persone fisiche, detengono al momento della costituzione e per i successivi ventiquattro mesi, la maggioranza delle quote o azioni rappresentative del capitale sociale e dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria dei soci; b) è costituita e svolge attività d'impresa da non più di quarantotto mesi; c) ha la sede principale dei propri affari e interessi in Italia; d) a partire dal secondo anno di attività della *start-up* innovativa, il totale del valore della produzione annua, così come risultante dall'ultimo bilancio approvato entro sei mesi dalla chiusura dell'esercizio, non è superiore a 5 milioni di euro; e) non distribuisce, e non ha distribuito, utili; f) ha, quale oggetto sociale, esclusivo o prevalente, lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico; g) non è stata costituita da una fusione, scissione societaria o a seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda; h) possiede almeno uno dei seguenti ulteriori requisiti: 1) le spese in ricerca e sviluppo sono uguali o superiori al 20 per cento del maggiore valore fra costo e valore totale della produzione della *start-up* innovativa. 2) impiego come dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo, in percentuale uguale o superiore al terzo del-

All'interno di questo *genus*, può individuarsi un'ulteriore fattispecie, costituita dalla *start-up* innovativa a vocazione sociale che, ai sensi del IV comma della medesima disposizione, svolge la propria attività, in via esclusiva, nei settori indicati dall'art.2, I comma D.Lgs. 24 marzo 2006, n.155¹⁵. La vocazione sociale costituisce un ulteriore tratto distintivo di questa *species* di *start-up*, poiché ne contraddistingue la natura e ne influenza l'attività, diretta a realizzare, contemporaneamente, interessi privati, tipicamente legati al carattere dell'iniziativa economica ed al relativo investimento finanziario, e bisogni socialmente rilevanti, connessi al particolare settore economico in cui opera l'impresa. Essa, tuttavia, può rappresentare un fattore disincentivante per i potenziali finanziatori, dal momento che comporta un tipo di investimento che si presenta come particolarmente rischioso ma, contemporaneamente, di rendimento assolutamente non elevato ed incerto. Quanto rilevato ha indotto il legislatore, in considerazione della portata dei risultati economico-sociali perseguibili da questa speciale categoria di imprese, a dettare ulteriori misure di sostegno che, affiancandosi a quelle applicabili alle altre *start-up*, possano stimolarne l'investimento¹⁶.

la forza lavoro complessiva, di personale in possesso di titolo di dottorato di ricerca o che sta svolgendo un dottorato di ricerca presso un'università italiana o straniera, oppure in possesso di laurea e che abbia svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati, in Italia o all'estero; 3) sia titolare o depositaria o licenziataria di almeno una privativa industriale relativa a una invenzione industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semiconduttori o a una nuova varietà vegetale direttamente afferenti all'oggetto sociale e all'attività di impresa.

¹⁵ L'art.2, I comma, precisa che si considerano beni e servizi di utilità sociale quelli prodotti o scambiati nei seguenti settori: assistenza sociale, sanitaria, socio-sanitaria, educazione, istruzione e formazione, tutela dell'ambiente e dell'ecosistema, valorizzazione del patrimonio culturale, turismo sociale, formazione universitaria e post-universitaria, ricerca ed erogazione di servizi culturali, formazione extra-scolastica, servizi strumentali alle imprese sociali.

¹⁶ Secondo RANDAZZO – TAFFARI - PELLINI, *Le Start-up innovative a vocazione sociale*, in *Enti non Profit*, N.3/2013, pag. 7 e ss., il legislatore qualifica come “sociali” soggetti, sostanzialmente *for profit* che, diversamente dalle imprese sociali, vedono un vincolo di distribuzione degli utili solo temporaneo, dettato principalmente da logiche di consolidamento patrimoniale.

La società che presenta gli indicati requisiti, dovrà iscriversi in un'apposita sezione speciale del Registro delle Imprese che, ai sensi dell'art. 25, VIII comma, dovrà essere istituita dalle Camere di Commercio, per poter godere dei benefici previsti dalla normativa ed assicurare, nel contempo, la massima diffusione dell'iniziativa intrapresa. Ad essa viene applicato un particolare regime fiscale e tributario al momento dell'avvio dell'attività¹⁷, per il reperimento dei necessari investimenti¹⁸ e per l'assunzione di lavoratori¹⁹, nonché apposite regole relative alla capitalizzazione in caso di riduzione del capitale sociale per perdite²⁰, alla formazione delle quote sociali²¹, alle operazioni sulle partecipazioni²², alla eventuale fuoriuscita dal mercato in caso di crisi conclamata²³. La rilevanza del

Tale intervento, potrebbe rappresentare un primo passo verso il superamento della rigida dicotomia *profit/non profit* - che oggi caratterizza il nostro ordinamento - ed un'apertura verso un sistema che guardi maggiormente alla possibilità di realizzazione di interessi generali indipendentemente dalla veste giuridica adottata dal soggetto che tali interessi persegue.

¹⁷ Ai sensi dell'art.26 VIII comma la start-up innovativa e l'incubatore certificato dal momento della loro iscrizione sono esonerati dal pagamento dell'imposta di bollo e dei diritti di segreteria, nonché dal pagamento del diritto annuale dovuto in favore delle camere di commercio.

¹⁸ L'art.29 disciplina modalità, termini e tempistica sulle detrazioni di imposta applicabili in relazione alle somme investite dal contribuente nel capitale sociale di una o più start-up innovative direttamente ovvero per il tramite di organismi di investimento collettivo del risparmio che investano prevalentemente in start-up innovative.

¹⁹ L'art. 27 bis disciplina modalità e termini per godere del credito di imposta ai sensi dell'articolo 24 D.L. 22 giugno 2012, n.83, convertito con modificazioni in L. 7 agosto 2012, n.134.

²⁰ Ai sensi dell'art. 26, I comma, il termine entro il quale la perdita deve risultare diminuita a meno di un terzo, di cui agli artt. 2446 II comma e 2482-bis IV comma c.c., è posticipato al secondo esercizio successivo. Il successivo art. 28 in relazione prevede che i contratti di lavoro subordinato a tempo determinato si possano succedere senza soluzione di continuità per un periodo massimo di 36 mesi, in ciò derogando a quanto previsto dall'art. 5 comma 3 D.Lgs. n. 368/2001.

²¹ L'art. 26 II e III comma prevede che l'atto costitutivo della start-up innovativa costituita in forma di società a responsabilità limitata può creare categorie di quote fornite di diritti diversi e, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle varie categorie anche in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468 c.c.

²² A norma dell'art. 26, VI comma 6, nelle start-up innovative costituite in forma di società a responsabilità limitata, il divieto di operazioni sulle proprie partecipazioni stabilito dall'articolo 2474 c.c. non trova applicazione qualora l'operazione sia compiuta in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l'assegnazione di quote di partecipazione a dipendenti, collaboratori o componenti dell'organo amministrativo, prestatori di opera e servizi anche professionali.

²³ Ai sensi dell'art.31, I comma, la start-up innovativa non è soggetta a procedure concorsuali diverse da quelle previste dal capo II della legge 27 gennaio 2012, n.3.

nuovo modello societario, nell'attuale contesto generale, appare strettamente legata al tentativo di dare impulso alla crescita economica e all'occupazione giovanile attraverso l'utilizzo di quelle tecniche, mutate dall'esperienza finanziaria, che possono rivelarsi decisive per una compiuta attuazione dei delineati proponimenti.

2. L'aspetto di maggiore interesse che, ai fini della presente indagine, emerge dal quadro normativo appena tracciato, riguarda l'introduzione di una nuova tecnica di finanziamento, che permette alle *stuart-up* innovative di accedere al mercato dei capitali, offrendo al pubblico le quote di partecipazione al proprio capitale per reperire le risorse economiche necessarie all'avvio e allo sviluppo dell'attività.

Si tratta dell'operazione denominata *crowdfunding* (letteralmente finanziamento da parte della folla), mediante la quale la *start-up* raccoglie risorse (*funding*) attraverso l'offerta al pubblico delle quote del proprio capitale sociale su apposite piattaforme *on line*, svolgendo, quindi, una forma di sollecitazione all'investimento, rivolta ad un numero indeterminato di destinatari (*crowd*)²⁴. Il nuovo modello di finanziamento si caratterizza per la presenza di elementi tipici di un'operazione di natura finanziaria²⁵, dal momento

²⁴ Per una prima ricostruzione della nuova fattispecie, BOLLETTINARI, *Il crowdfunding: la raccolta del capitale tramite piattaforme on-line nella prassi e nella recente legislazione*, in *Nuovo Diritto delle Società*, n. 2/2013, pp. 9 ss. Tale tecnica di finanziamento ha avuto origine negli Stati Uniti, ove solo di recente (aprile 2012) è stata adottata una specifica disciplina denominata *Jumpstart Our Business Startups* (c.d. *JOBS ACT*) che ha introdotto una particolare esenzione al *Securities Act* per ottenere l'autorizzazione all'esercizio dell'attività di intermediazione in materia di *crowdfunding*. Il provvedimento ha, inoltre, delegato la SEC a predisporre, entro 270 giorni dalla sua emanazione, una regolamentazione attuativa, allo stato non ancora adottata.

²⁵ Secondo l'orientamento costante della dottrina e gli orientamenti della Consob, l'investimento di natura finanziaria è caratterizzato dalla simultanea presenza di un impiego di capitali, di un'aspettativa di rendimento e di un'assunzione di un rischio direttamente connesso all'impiego

che il risparmiatore impiega le proprie risorse allo scopo di assumere una partecipazione al capitale sociale della *stuart-up* cui è, naturalmente, connessa un'aspettativa di remunerazione (*equity based crowdfunding*), sebbene con i vincoli e le limitazioni espressamente previste dal provvedimento istitutivo, oltre ad un certo livello di rischio, dipendente dalla natura dell'attività svolta dall'emittente. Per questi aspetti, tale tecnica si distingue da altre tipologie, parimenti riconducibili alla categoria generale di *crowdfunding*, che vengono utilizzate per il finanziamento di singoli progetti, opere, eventi da parte di sostenitori che possono ricevere, eventualmente, solo una speciale ricompensa, non in denaro, a titolo di corrispettivo (*reward based crowdfunding*) ovvero per iniziative sociali prive di scopo di lucro, intraprese per finalità prettamente benefiche e assistenziali (*donation based crowdfunding*)²⁶. Parimenti, presenta caratteri distinti ed autonomi rispetto ad altri modelli, come il c.d. *social lending* o *peer to peer lending*, che consiste nell'esecuzione di operazioni riconducibili a micro prestiti tra privati, effettuate per il tramite di speciali portali *on-line* ovvero il c.d. *royalty based crowdfunding*, in cui il finanziamento di una determinata iniziativa imprenditoriale viene ricompensato attraverso una partecipazione ai profitti eventualmente prodotti. Nel modello *social lending*, particolarmente conveniente per il notevole risparmio in termini di costi e di

delle risorse. Cfr. Comunicazione Consob dem 8035334 del 16/4/2008. In dottrina, *ex multis*, ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, 2012, pp. 81 e ss.; URBANI, *I Servizi, le attività di investimento, e gli strumenti finanziari*, in AA.VV. *L'ordinamento Finanziario Italiano*, a cura di Capriglione, Cedam, 2010, pp. 431 e ss.; FIORUZZI - DE NARDIS - PUPPIENI, in *Commento sub art. 94*, in AA.VV. *Il testo unico della finanza* a cura di M.Fratini – G. Gasparri, Utet 2012, pp. 1062 e ss.

²⁶ Tipici esempi delle citate tecniche di *crowdfunding* possono individuarsi nel finanziamento di concerti, dischi, film, libri, documentari ed in genere progetti di natura umanitaria sociale, culturale, scientifica, ove i finanziatori possono ottenere, ad esempio, l'invito alla "prima" del film o del concerto, ovvero un'edizione particolare del libro e così via. Negli Stati Uniti il *crowdfunding* è stato utilizzato, dall'attuale Presidente Barack Obama, per il finanziamento della propria campagna elettorale nel 2008, permettendogli di raccogliere dai *crowds* una cifra di circa 750.000.000 di dollari, maggiore circa tre volte di quella a disposizione del proprio avversario politico.

tempi oltre che per l'ampliamento delle possibilità di accesso al credito, la piattaforma provvede a pubblicare i profili dei soggetti richiedenti il finanziamento in modo che gli utenti-potenziati finanziatori possano scegliere quello di maggior interesse o affidabilità. In questi casi, per limitare il rischio di perdita del finanziatore, le somme versate possono essere ripartite tra più beneficiari, diversificando l'investimento complessivo.

Tenuto conto dei tratti salienti delle delineate fattispecie, può affermarsi come l'*equity based* rappresenti la forma più sofisticata dell'evoluzione del *crowdfunding*, in quanto la sua operatività, strettamente connessa allo speciale rapporto che si instaura tra il finanziatore ed il finanziato, si pone su un livello, per certi aspetti, superiore rispetto sia alle operazioni di mera liberalità, prive di specifica disciplina e poco rilevanti da un punto di vista economico, sia a quelle di micro finanziamento, entrambe riconducibili ai rispettivi schemi normativi codicistici, trovando pieno svolgimento attraverso il richiamo ad istituti e procedure tipicamente presenti nel mercato dei capitali, applicate per il perseguimento di obiettivi analoghi a quelli degli investimenti finanziari. La finalità principale, avuta presente dal legislatore, sembra potersi configurare da un lato nell'ampliamento della platea degli investitori e nel conseguente coinvolgimento di un numero sempre maggiore di soggetti sovventori i quali, anche con un apporto modesto, possono concorrere attivamente alla realizzazione di progetti di particolare interesse e, dall'altro, nell'incentivazione di nuove iniziative imprenditoriali, le cui proposte devono necessariamente rispondere a rigidi criteri di serietà, fattibilità, competitività e trasparenza per poter trovare rispondenza tra il pubblico dei risparmiatori ed essere, conseguentemente, sostenute. In quest'ottica, come di seguito ci si propone di puntualizzare, l'intervento legislativo si è fatto carico di favorire il ricorso a tali tecniche, facilitandone le condizioni di accesso e semplificandone le modalità di

utilizzo, e, contemporaneamente, di individuare specifiche forme di tutela in favore degli acquirenti *on line*, in considerazione della loro appartenenza a fasce sempre più ampie della popolazione, prive di un'adeguata cultura finanziaria per valutare e comprendere la portata dell'operazione²⁷. Il *crowdfunding*, infatti, può coinvolgere un vasto numero di partecipanti, sfruttando la *long tail* che, permettendo l'acquisto di azioni "dal basso", avvicina l'investimento finanziario ai privati che, conseguentemente, divengono veri e propri investitori²⁸. Per far ciò si rende necessario semplificare le modalità di accesso e di offerta, ridurre i relativi costi, utilizzare in maniera del tutto innovativa i sistemi informatici e i *social network*, rafforzando i presidi di tutela dei risparmiatori in considerazione delle rilevate particolarità. La recente regolamentazione si propone di offrire validi principi per una corretta applicazione della nuova tecnica in favore di nuovi imprenditori e di nuovi investitori, all'interno di un ambiente digitale i cui principi vanno coniugati con quelli tipicamente finanziari.

Con la tradizionale tecnica delegificatoria utilizzata in materia finanziaria, le norme primarie, dopo aver provveduto a definire i lineamenti generali dell'istituto, delegano alla Consob l'individuazione delle regole specifiche di

²⁷ Nel Discorso tenuto con all'*Incontro annuale con il mercato finanziario*, del 6 maggio 2013, reperibile sul sito istituzionale www.consob.it, il Presidente della Consob sottolineava la necessità, da parte del sistema finanziario, di farsi carico di un nuovo bisogno di tutela per gli investitori poiché, mentre un tempo gli acquirenti di prodotti finanziari appartenevano ad una limitata *élite* di benestanti, consapevoli e informati, nei tempi più recenti la partecipazione ai mercati finanziari ha coinvolto strati della popolazione che prima ne erano esclusi. Se per un verso questo è un bene, non è maturata, di pari passo, un'adeguata cultura finanziaria: i risparmiatori tendono a investire in prodotti finanziari spesso accontentandosi di un basso livello di informazione o senza comprendere tutte le informazioni disponibili pretendendo, tuttavia, la soddisfazione delle proprie aspettative di rendimento. Per tali motivi il fronte della tutela richiesta alle istituzioni tende a spostarsi dalle frodi o altri illeciti alla garanzia dei risultati dell'investimento.

²⁸ A tal proposito, CASTRARO, *Equity-based Crowdfunding*, marzo 2012, reperibile su www.web-target.com, dopo aver sottolineato l'opportunità di sfruttamento della *long tail*, rileva come il processo di investimento in azioni sia regolato in modo poco snello nella maggior parte delle giurisdizioni e ciò ha reso storicamente difficoltoso lo sfruttamento della *long tail* e l'acquisto delle azioni dal basso. Si rende quindi necessario sviluppare dei meccanismi che mitighino il rischio, riducano i costi e offrano sicurezza allo stesso tempo.

attuazione. La disciplina complessiva risulta, in tal modo, costituita dall'art.30 del D.L.179/12, che aggiunge all'art.1 del TUF i commi 5 *novies* e 5 *decies*, contenenti rispettivamente le definizioni del portale per la raccolta di capitali per le *start-up* innovative e della *start-up* innovativa²⁹ e introduce gli articoli 50-*quinquies* e 100-*ter*, dedicati alla gestione di portali per la raccolta di capitali per le *start-up* innovative ed alle offerte effettuate per il loro tramite, e dal Regolamento attuativo adottato dalla Consob³⁰. La scelta di completare la disciplina primaria con l'adozione di un autonomo regolamento è stata dettata in ragione della peculiarità del nuovo istituto, che presenta caratteristiche strutturali e funzionali che necessitano di un approccio unitario alla materia e di un'applicazione omogenea dei nuovi criteri.

Il nuovo Regolamento, costituito da 25 articoli, è composto da tre Parti, a loro volta suddivise in diversi Titoli, rispettivamente dedicate alle disposizioni generali (artt. da 1 a 3), al registro e alla disciplina dei gestori di portali (artt. da 4 a 23), alla disciplina delle offerte tramite portali (artt. 24-25). Ad esso sono allegati tre documenti, volti a fornire una serie di indicazioni per gli operatori del settore in maniera da standardizzare le varie fasi procedurali in cui si articola la nuova tecnica di finanziamento, contenenti le istruzioni per la presentazione della domanda di iscrizione nel registro dei gestori; lo schema della relazione sull'attività d'impresa e sulla struttura organizzativa; lo schema per la pubblicazione delle informazioni sulla singola offerta, sui rischi connessi,

²⁹ Ai sensi dell'art.1, comma 5-*novies*: Per “portale per la raccolta di capitali per le *start-up* innovative” si intende una piattaforma *online* che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle *start-up* innovative, comprese le *start-up* a vocazione sociale. Ai sensi dell'art.1, comma 5-*decies*: Per “*start-up* innovativa” si intende la società definita dall'articolo 25, comma 2, del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179.

³⁰ Con Delibera n.18592 del 26/06/2013 pubblicata in G.U. n.162 del 12/07/2013, la Consob ha adottato il “Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di *start-up* innovative tramite portali *on line*” ai sensi dell'art.50 *quinquies* e dell'art.100 *ter* del TUF.

sull'emittente, sugli strumenti finanziari offerti e sull'offerta.

E' interessante rilevare come l'adozione di una disciplina sistematica ed organica sull'*equity crowdfunding* da parte del legislatore italiano, rappresenti un'assoluta novità nel panorama giuridico comunitario, dal momento che negli altri Paesi europei, in assenza di una simile normativa, i portali *on line* operano con criteri e modalità diverse e non coordinate, eventualmente solo concordate con le rispettive autorità di vigilanza al fine di renderle compatibili con i principi tratti dai rispettivi sistemi normativi vigenti³¹. Sotto questo aspetto il D.L. 179/2012 non è una normativa di derivazione comunitaria e questo costituisce una novità importante per il nostro ordinamento che, probabilmente, ha voluto anticipare il legislatore sovranazionale fissando le linee direttive di un auspicabile futuro intervento regolamentare. Le stesse autorità di vigilanza europee si sono, fin'ora, limitate a pubblicare alcuni documenti che illustrano i rischi e le insidie che può presentare tale strumento di finanziamento, soprattutto nei confronti degli investitori *retail*³², ma non hanno provveduto ad individuare regole e principi comuni applicabili uniformemente a tale fattispecie che risulta, allo stato attuale, ancora priva di adeguata disciplina sia a livello di singoli ordinamenti, sia a livello comunitario. Ciò ha comportato lo sviluppo di modelli eterogenei di negoziazione *on line* dovuto non tanto ad un positivo fattore concorrenziale quanto, piuttosto, alla mancanza di certezza giuridica in ordine alle regole da applicare³³.

La configurazione del nuovo istituto pone una serie di questioni connesse alla disciplina relativa all'offerta al pubblico di prodotti finanziari, alla

³¹ Cfr. a tal proposito la Relazione Preliminare sull'analisi di impatto, redatta dalla Consob ed allegata al Documento di Consultazione del 29/03/2013 contenente lo schema di "Regolamento in materia di Raccolta di capitali di rischio da parte di *start-up* innovative tramite portali *on line*", reperibile sul sito istituzionale dell'Autorità di Vigilanza.

³² Nel settembre 2012 l'Esma ha pubblicato un documento "Avvertenza per gli investitori relativa alle insidie degli investimenti *on line*", reperibile sul sito www.esma.europa.eu

³³ Così la Relazione Preliminare di cui alla precedente nota 31.

prestazione dei servizi e delle attività di investimento, al sistema di trasparenza e di protezione degli investitori. La presente indagine si propone di individuare alcuni degli aspetti maggiormente qualificanti dell'*equity crowdfunding* e di valutarne la portata in relazione all'assetto complessivo del sistema finanziario, tenendo conto sia delle tradizionali regole di fondo dettate in materia sia delle aspettative riposte nel nuovo strumento di finanziamento.

3. Il primo elemento che emerge dall'esame della nuova disciplina, consiste nell'espresso inquadramento del fenomeno del *crowdfunding* nell'ambito dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari, come delineata dall'art.1, comma I, lett. t) TUF. L'operazione è, pertanto, riconducibile al novero della raccolta del risparmio tra il pubblico, diversa da quella bancaria, dal momento che presenta i medesimi elementi costitutivi in ordine alla struttura dell'offerta e alle sue modalità di svolgimento. Anche l'offerta di quote di partecipazione al capitale di una *start-up*, infatti, si caratterizza per l'uniformità e la standardizzazione del contenuto, che escludono qualsiasi forma di trattativa individuale tra offerente e destinatario, per l'utilizzo di mezzi di comunicazione di massa, nel caso specifico individuati esclusivamente nei portali presenti sul *web*, nonché per l'intervento di intermediari finanziari³⁴. Emerge, di conseguenza, la necessità di far conoscere al pubblico tutti i termini dell'operazione affinché il potenziale finanziatore possa assumere una decisione consapevole di investimento. Poiché questi si trova in una posizione di sostanziale disinformazione e di debolezza negoziale e non è in grado di interagire efficacemente con il proponente né di controllare l'intera operazione,

³⁴ Cfr. FIORUZZI - DE NARDIS - PUPPIENI, *op.cit.*, p.1060, per i quali «la standardizzazione dell'offerta e la sua veicolazione attraverso mezzi idonei a raggiungere una pluralità di soggetti costituiscono indici fondamentali da cui desumere la natura pubblica dell'offerta».

ma solo di decidere passivamente se aderire o meno all'investimento³⁵, viene introdotto un sistema di protezione basato su pregnanti obblighi di trasparenza, diversamente ripartiti tra emittente e gestore, volti ad irrobustire il suo grado di conoscenza e di consapevolezza critica, sulla portata dell'investimento di natura finanziaria³⁶. Si vuol garantire la disponibilità di un flusso di informazioni corrette, chiare e sufficienti soprattutto nella fase che precede la stipula del contratto, in cui il risparmiatore, sollecitato all'investimento, necessita di particolare sostegno affinché possa giungere ad un fondato giudizio sull'emittente, sul prodotto offerto e, più in generale, sulla rischiosità dell'intera operazione proposta.

Ciò posto è da rilevare come il *crowdfunding* presenti una serie di elementi, strutturali e funzionali che, atteggiandosi in maniera del tutto singolare, ne comportano un inquadramento parzialmente distinto dalla tradizionale fattispecie di offerta al pubblico disciplinata dal TUF.

Il primo di essi ha riguardo al soggetto emittente, dal momento che possono accedere a tale tecnica di finanziamento esclusivamente le *start-up* innovative, ivi comprese quelle a vocazione sociale, le quali, qualora costituite in forma di società a responsabilità limitata, ai sensi dell'art.26, V comma D.L.179/12 possono offrire al pubblico le proprie quote in deroga alle disposizioni dell'art.2468, I comma c.c., anche attraverso i portali per la raccolta di capitali, nei limiti previsti dalle leggi speciali.

³⁵ Cfr. RIGHINI, *Commento sub art. 1*, in AA.VV. *Commentario TUF* a cura di Vella, *Le nuove leggi del diritto dell'economia*, Giappichelli, 2012, pp. 7 e ss. Si ritiene, concordemente, che la disciplina in esame si applica indipendentemente dalla presenza dei caratteri dell'offerta al pubblico di cui all'art.1333 c.c. Le norme sull'offerta al pubblico di prodotti finanziari contenute nel Tuf mirano, infatti, a garantire una forma di tutela del risparmiatore "inconsapevole o disinformato" indipendentemente dal fatto che l'operazione presenti tutti i caratteri della norma civilistica. Per tutti ANNUNZIATA, *op.cit.*, pag. 330.

³⁶ Così espressamente DE POLI, *L'offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita di prodotti finanziari*, in AA.VV. *L'Ordinamento Finanziario Italiano*, a cura di Capriglione, Cedam 2010, pp. 886 e ss.

La richiamata disposizione ha una valenza fortemente innovativa, dal momento che modifica alcuni dei principali capisaldi della disciplina codicistica dettata in tema di srl, sviluppata, per concorde intendimento³⁷, sulla sostanziale personalizzazione della partecipazione sociale, sulla contrattualizzazione della posizione del socio verso la società e sulla tendenziale presenza di soci imprenditori in luogo di quelli esclusivamente investitori. Naturale conseguenza di siffatto assetto è la preclusione all'emissione di strumenti finanziari destinati al pubblico, anche in considerazione della mancanza di quei presidi che la legge prevede, al contrario, in favore dei soci finanziatori della società per azioni³⁸. Sotto questo aspetto risulta chiara la scelta operata dal legislatore recente il quale, in luogo della conservazione del tradizionale modello societario, ha preferito applicare alle *start-up* innovative alcuni istituti tipici delle grandi imprese, allo scopo di favorirne la diffusione e facilitarne la capacità di finanziamento. Parallelamente è stato introdotto per i soci finanziatori un sistema di protezione del tutto nuovo, incentrato, fra l'altro, su una piena conoscibilità delle clausole statutarie.

In ordine all'oggetto dell'offerta, va sottolineato come il *crowdfunding* può riguardare esclusivamente la sottoscrizione di azioni o di quote rappresentative del capitale sociale delle *start-up* innovative, qualificate espressamente, dall'art.2, comma I, lett. h) del Regolamento, quali strumenti finanziari. Viene così ampliato l'elenco contenuto nell'art.1 comma II TUF, con modalità diverse rispetto a quelle previste dalla medesima disposizione, sebbene la nozione

³⁷ Cfr. DI NELLA, *Natura e divisibilità delle quote di partecipazione*, Commento sub art. 2468 c.c., in *Srl-Commentario*, Giuffrè, 2011, p. 466, ed ivi ampi riferimenti dottrinali.

³⁸ In tal senso DI NELLA, *op. cit.* pag. 468, che riconduce il divieto di offerta al pubblico delle quote di srl alla presenza, tendenzialmente esclusiva, di soci imprenditori i quali autonomamente sono in grado di predisporre le opportune tutele per i propri interessi, al contrario dei soci meri investitori generalmente incapaci di autotutelarsi per asimmetria informativa e per mancanza di esperienza.

adottata dal Regolamento sia stata accolta ai soli fini dell'applicazione della nuova disciplina. La portata innovativa della disposizione regolamentare è di immediato impatto, dal momento che stravolge, sul punto, gli intendimenti tradizionali che, fin'ora, non hanno mai considerato le quote di capitale di una srl alla stregua di strumenti finanziari.

Quanto alle modalità di svolgimento, ai fini dell'esatta configurazione di un'operazione di *crowdfunding* è necessario che l'offerta sia condotta esclusivamente per il tramite di uno o più portali per la raccolta di capitali *on line*. Così si ricava sia dalla normativa primaria, di cui al comma I dell'art. 100 *ter* TUF, sia da quella secondaria, di cui all'art.2, comma I lett. *g*) del Regolamento, che fanno medesimo riferimento all'esclusività dell'offerta tramite i portali *on line*. Da una interpretazione *a contrario* della lettera delle richiamate disposizioni, anche con riferimento al comma V dell'art.26 D.L. 179/12, ai sensi del quale gli strumenti finanziari emessi dalle *start-up* possono essere offerti al pubblico "anche" attraverso i portali di cui all'art.30, sembra potersi dedurre che l'offerta al pubblico degli strumenti partecipativi al capitale sociale della *start-up* innovativa possa essere condotta anche in sedi diverse dai portali *on line*. Se questa ricostruzione è corretta, sembra chiaro che soltanto nelle ipotesi in cui l'offerta avvenga esclusivamente su tali piattaforme si configurerà un'operazione di *crowdfunding* disciplinata dalle nuove disposizioni mentre, al contrario, nelle altre ipotesi dovrebbe continuare ad applicarsi la normativa tradizionale incentrata sull'obbligo di pubblicazione del prospetto informativo e sulle norme comportamentali applicabili alla prestazione dei servizi di investimento.

Il tratto distintivo più interessante riguarda l'esclusione dall'applicazione delle disposizioni in tema di prospetto informativo, di cui agli art. 94 e ss. TUF, prevista dal I comma dell'art.100 *ter* TUF ai sensi del quale il corrispettivo

dell'offerta deve essere inferiore a quello determinato dalla Consob ex art.100, I comma, lett. c)³⁹, dovendosi calcolare in relazione a tutte le offerte svolte nell'arco temporale di dodici mesi dallo stesso soggetto e riguardanti i medesimi prodotti finanziari.

Il punto merita qualche breve riflessione per sottolinearne la specificità rispetto ai tradizionali principi vigenti in materia. Per opinione ampiamente diffusa, la *ratio* della disciplina sull'offerta al pubblico di prodotti finanziari va ricercata nell'esigenza di tutelare i destinatari della stessa, permettendo loro di utilizzare una serie di informazioni per comprendere e valutare l'investimento proposto e, conseguentemente, adottare una decisione consapevole circa la portata e la rischiosità dell'operazione⁴⁰. Lo strumento principale, ed al contempo il presidio più immediato di tutela dell'investitore, al quale viene affidata l'attuazione di siffatti obiettivi è rappresentato dal prospetto informativo, documento che contiene tutte le principali notizie in ordine all'investimento proposto, al soggetto proponente, al rischio dell'operazione⁴¹, la cui disciplina si articola in una serie di vincoli, posti a carico dell'emittente,

³⁹ L'art.34 *ter* I comma lett.c) del Regolamento Emittenti N.11971 del 14.5.1999, come attualmente vigente, prevede l'inapplicabilità delle disposizioni contenute nel Capo I del Titolo I della parte IV del Tuf per quelle offerte al pubblico il cui corrispettivo totale sia inferiore a 5.000.000 di euro, calcolato sul corrispettivo atteso dall'offerta dei prodotti all'interno dell'Unione Europea. L'originario limite di 2.500.000 euro è stato innalzato all'attuale soglia a seguito del recepimento della Direttiva 2010/73/UE avvenuta con delibera della Consob n. 18079/2012.

⁴⁰ Tra tanti DE POLI, *op.cit.*, p. 886, per il quale il legislatore si propone di “irrobustire il grado di conoscenza e di consapevolezza critica del risparmiatore che sia intenzionato a concludere un'operazione di investimento di natura finanziaria o al quale venga proposta un tale opzione. E' il risparmiatore che ambisce a divenire investitore”. Negli stessi termini NUZZO, *Commento sub art.100 Tuf*, in *Le Leggi Commentate, Il Testo Unico della Finanza*, a cura di Fratini e Gasparri, Utet, 2012, p. 1155; ANNUNZIATA, *op.cit.*, p. 348.

⁴¹ Ai sensi del II comma, prima parte dell'art. 94 Tuf, il prospetto contiene, in una forma facilmente analizzabile e comprensibile, tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti.

relativi alla tipologia e alla qualità delle informazioni da fornire al pubblico, ai modi ed ai tempi della pubblicazione. Con questo sistema, su cui interviene anche l'autorità di vigilanza con poteri di verifica della completezza e coerenza del prospetto e della comprensibilità delle informazioni ivi contenute, si realizza quel *need of protection* che informa l'intera disciplina sulla sollecitazione all'investimento, che giustifica l'imposizione di pregnanti oneri ed obblighi in capo agli emittenti per colmare il *gap* informativo del risparmiatore.

I casi di inapplicabilità di queste disposizioni, elencati dall'art. 100 TUF, tra cui rientra quella relativa all'ammontare del corrispettivo di cui alla lettera c) del I comma, sono generalmente riportati ad ipotesi in cui, venendo meno il *need of protection* del risparmiatore, l'imposizione di obblighi particolarmente onerosi in capo agli emittenti sarebbe ingiustificata, oltre che sproporzionata, rispetto alla specifica posizione dei destinatari dell'offerta. Tale convincimento trova, peraltro, ulteriori articolazioni in quelle posizioni che ritengono che l'offerta di importo inferiore al limite stabilito non possa rivestire il carattere pubblico ma quello privato, c.d. *private placement*⁴² ovvero che simili offerte, sebbene pubbliche, non assumono caratteristiche tali da giustificare il sacrificio economico dell'offerente rispetto ai benefici per il risparmiatore⁴³.

Tali argomentazioni, tuttavia, non sembrano potersi pienamente adattare

⁴² Cfr. FERRARINI, *Sollecitazione del risparmio e quotazione*, in *Trattato Colombo-Portale*, Giuffrè, 1993, pp. 145 e ss; RIGHINI, *op.cit.* p. 31.

⁴³ Cfr. COMPORTI, *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino, 1999, p. 563 per il quale l'inapplicabilità della disciplina alle offerte di limitato importo è "motivata dalla sproporzione tra la dimensione del fenomeno e la natura dell'intervento di tutela della Consob". Per NUZZO, *op. cit.*, p. 1155, ove non sia necessario il *need of protection*, la disciplina sul prospetto diviene non solo inutile ma potenzialmente controproducente, in quanto volta ad imporre rilevanti oneri senza un'effettiva utilità. A tal fine viene, peraltro, richiamata la determinazione Consob n. DEM/10057101 del 23/06/2010 per la quale «il sacrificio dell'interesse del risparmiatore ad essere informato sui contenuti di un'offerta (*need of protection*) si giustifica in un'ottica di risparmio di costi per l'impresa, allorché il controvalore dell'operazione risulti, nel suo complesso, particolarmente esiguo». Esigenza che viene meno quando l'offerta supera le soglie previste, nel qual caso prevale la necessità della tutela dei risparmiatori.

all'esenzione del *crowdfunding* dall'obbligo di pubblicazione del prospetto informativo, stante la loro discordanza rispetto ai propositi sottesi alla regolamentazione della nuova figura.

In primo luogo va ribadito il carattere pubblico dell'offerta effettuata per il tramite dei portali *on line*, sia con riferimento al dato formale di cui all'art.100 *ter* TUF, sia in relazione alla presenza dei medesimi elementi strutturali quali, come visto, la standardizzazione dell'offerta e la sua veicolazione attraverso strumenti idonei a raggiungere un numero indefinito di persone. Sul punto può ritenersi che anche nei casi in cui l'offerta sia rivolta solo a gruppi ristretti di persone, dando luogo ai c.d. *deals club*, segnatamente a coloro maggiormente sensibili alle particolari dinamiche economiche e sociali connesse all'esercizio dell'imprenditoria innovativa ovvero a coloro che hanno provveduto ad iscriversi sul portale prima o dopo la relativa pubblicazione, essa rimane comunque destinata ad un numero indefinito di soggetti poiché, prescindendo da qualsiasi contatto diretto e personalizzato, il numero degli investitori interessati non può essere individuato *a priori*. Sotto quest'aspetto, l'iscrizione al portale non costituisce un elemento idoneo a circoscrivere in maniera definita la cerchia dei destinatari dell'offerta, ma una semplice modalità di accesso ai servizi svolti. Pertanto anche nel caso in cui l'offerta sia rivolta esclusivamente agli utenti registrati sulla piattaforma *on line* prima della sua pubblicazione, la stessa sarebbe comunque da considerarsi come rivolta al pubblico in presenza di condizioni standardizzate e non negoziabili, anche sulla scorta di quanto ritenuto dall'Autorità di vigilanza a proposito di ipotesi analoghe⁴⁴.

Inoltre, non va taciuto come proprio il *need of protection* rappresenti uno

⁴⁴ Con Comunicazione del 20.5.2003, DEM/3033091, la Consob ha infatti ritenuto rivolta al pubblico un'offerta circoscritta ai soli possessori di titoli obbligazionari di una determinata società.

degli aspetti maggiormente qualificanti l'intera normativa, dal momento che giustifica l'adozione di diverse scelte e spiega le specifiche modalità operative e la complessiva configurazione del nuovo istituto. Questa esigenza, tuttavia, trova compiuta realizzazione attraverso un percorso parzialmente diverso e con una propria connotazione, dovuta alla concomitante necessità di incentivare l'iniziativa imprenditoriale innovativa. In altri termini, la giustificazione dell'esenzione dalla pubblicazione del prospetto informativo va ricercata in un diverso ambito, che tenga necessariamente conto dei rapporti tra le finalità delle nuove disposizioni. Queste, come detto, si propongono di dar luogo ad un sistema in cui possano coesistere, e trovare contemporanea realizzazione, l'incentivazione all'utilizzo di nuovi strumenti di finanziamento e quella all'investimento in iniziative imprenditoriali innovative. Nel tentativo di comporre tali esigenze, il legislatore semplifica la posizione delle *start-up*, esentandole dall'obbligo di pubblicazione del prospetto, ed appronta un sistema del tutto singolare per migliorare la protezione del risparmiatore, incentrato dapprima sulla figura del gestore del portale, su cui incombono particolari obblighi, meno stringenti di quelli imposti agli intermediari ma parimenti efficaci almeno nelle intenzioni originarie⁴⁵ e, in un secondo momento, sulla banca o sull'impresa di investimento che materialmente provvederanno a concludere il contratto di investimento.

Quanto emerso consente di inquadrare l'operazione di *equity crowdfunding* come una speciale ipotesi di offerta al pubblico di strumenti finanziari, dotata di tratti distintivi e tipizzanti che ne consentono una configurazione autonoma e diversa rispetto alle ordinarie operazioni di appello

⁴⁵ Nella relazione illustrativa al D.L. 179/12 si auspicava la creazione di un ambiente affidabile per i risparmiatori che decidano di investire le proprie risorse tramite un portale on line e la contemporanea previsione di regole e di oneri semplificati rispetto a quelli previsti per i soggetti che svolgono servizi e attività di investimento.

al pubblico risparmio disciplinate dal TUF e che giustificano l'applicazione della disciplina particolare, in luogo di quella tradizionale, che parimenti presenta aspetti nuovi e caratteristici che si discostano dalle previsioni ordinarie.

4. La disciplina relativa all'attività di gestione dei portali *on line*, contenuta nell'art. 50 *quinques* TUF e nelle norme secondarie di attuazione, si articola sulla falsariga di quella sugli intermediari finanziari, riprendendone l'impostazione di fondo e adattandone gli aspetti salienti alla struttura complessiva del nuovo istituto⁴⁶. Si spiega, in tal modo, la presenza di medesimi parametri di riferimento, individuabili nella necessità di apprestare in favore del risparmiatore livelli di protezione e di tutela adeguati alla particolare tipologia di investimento proposto e basati sulla circolazione di molteplici informazioni. Essi, come visto, risultano connotati da un originale tratto distintivo volto all'incentivazione della propensione all'investimento nel capitale di rischio delle *start-up* innovative. L'attuazione di quanto indicato viene affidata ad un sistema, che si svolge in tempi ed in modi diversi, articolato in due distinti filoni, l'uno diretto a disciplinare l'attività dei c.d. gestori autorizzati, l'altro ad individuare specifiche competenze in capo ai c.d. gestori di diritto, volti alla creazione di quell'ambiente affidabile, già delineato in sede di legislazione d'urgenza, in cui possano efficientemente operare tutti i soggetti coinvolti in simili operazioni finanziarie.

Al fine di garantire affidabilità e qualità del servizio svolto, ai sensi del II

⁴⁶ Dalla consultazione pubblica avviata dalla Consob per l'emanazione del Regolamento, è emerso come la scelta di sottoporre i nuovi gestori di portali a disposizioni che richiamano quelle applicabili alle imprese di investimento ed ai servizi prestati, non risulterebbe coerente con lo spirito della norma primaria volta a favorire la crescita e potrebbe irrigidire oltremodo il mercato, comportando, paradossalmente, l'eccessivo affidamento degli investitori sulla qualità dell'investimento.

comma del richiamato art.50 *quinques* TUF, l'attività di gestione del portale per la facilitazione della raccolta del capitale di rischio da parte di *start-up* innovative è riservata alle banche ed alle imprese di investimento autorizzate alla prestazione dei relativi servizi di investimento, nonché ai soggetti iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob, a condizione che questi trasmettano gli ordini ricevuti alle banche o alle imprese di investimento⁴⁷. Mentre i primi sono esclusi dal recente intervento legislativo e regolamentare, rimanendo la loro attività, ivi compresa la gestione di un portale, sottoposta alla disciplina dettata in tema di prestazione di servizi di investimento⁴⁸, particolare attenzione viene dedicata, al contrario, proprio alla figura dei nuovi soggetti autorizzati, destinatari esclusivi della disciplina di attuazione che, ai sensi dell'ultima parte della richiamata disposizione, si applica in luogo di quella contenuta nella Parte II, Titolo II e negli artt. 32 e ss. TUF.

Il Titolo Terzo del Regolamento contiene le regole di condotta relative all'attività dei nuovi gestori. L'impianto di base, sviluppato intorno ai concetti di trasparenza e di flussi informativi in favore del risparmiatore, si articola in

⁴⁷ I nuovi gestori verranno iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob in presenza della condizioni tassativamente richieste. Tale iscrizione - a differenza del regime pubblicitario applicabile ai gestori di diritto che prevede la loro annotazione in un'apposita sezione speciale del registro - sembra avere natura costitutiva, in quanto può avvenire solo a seguito della verifica, da parte della Consob, della presenza dei requisiti prescritti dall'art.50 *quinques* Tuf in capo al gestore. A seguito di tale verifica, come previsto per gli intermediari, la Consob svolgerà, godendo di ampia discrezionalità, un'ulteriore attività di valutazione della capacità del soggetto richiedente di esercitare correttamente la gestione del portale, facendo riferimento al parametro della correttezza della gestione in luogo di quello della sana e prudente gestione previsto per gli intermediari.

⁴⁸ Così espressamente anche la Consob la quale, con comunicazione n.0066128 dell'1 agosto 2013 volta a fornire alcuni chiarimenti in merito all'applicazione della nuova disciplina, ha affermato che tenuto conto che l'attività di gestione di portali *on line* implica la prestazione di servizi di investimento quantomeno di tipo "esecutivo", le banche e le imprese di investimento sono chiamate ad osservare le pertinenti disposizioni dettate dal TUF e dalla relativa disciplina di attuazione. I gestori di diritto potranno prescegliere le concrete modalità di svolgimento della propria attività, graduando l'applicazione delle regole di condotta in ragione dei tipi di servizi di investimento effettivamente prestati nei confronti della clientela e della tipologia di investitori serviti.

diverse fasi, a garanzia di un percorso consapevole di investimento, che sopperisce la tutela apprestata dal prospetto informativo e garantita dalle norme di comportamento dell'intermediario.

La prima fase, che si svolge tra il gestore e l'emittente, prevede l'obbligo per quest'ultimo di fornire al primo tutte le informazioni riguardanti il progetto proposto, la natura dell'investimento, il tipo di strumenti offerti, il rischio connesso. Questo momento risulta particolarmente rilevante, poiché l'emittente rimane l'esclusivo responsabile della completezza e della veridicità dei dati e delle informazioni fornite al gestore⁴⁹; la funzione di quest'ultimo consiste nel trasmettere, con propri mezzi, le informazioni ricevute al pubblico dei risparmiatori oltre che nella preventiva selezione delle offerte presentate sul portale, in base a modalità e criteri espressamente pubblicizzati.

Acquisite tali informazioni, si apre la seconda fase caratterizzata da una serie di adempimenti informativi, posti in capo al gestore per far conoscere al risparmiatore la tipologia, le modalità e le tecniche dell'attività svolta sul portale, la natura, la portata ed i rischi generalmente riconducibili all'investimento in *start-up* innovativa, le principali caratteristiche specifiche della singola offerta ed i connessi rischi. Il gestore, segnatamente, dovrà rendere disponibili al pubblico tutte le informazioni acquisite dall'emittente in maniera dettagliata, corretta, chiara, non fuorviante e senza omissioni, affinché gli investitori possano ragionevolmente e compiutamente comprendere la portata dell'operazione proposta ed assumere consapevolmente una decisione. In

⁴⁹ L'Allegato N.3 al Regolamento prevede che «Il gestore assicura che per ciascuna offerta sia preliminarmente riportata con evidenza grafica la seguente avvertenza: “Le informazioni sull’offerta non sono sottoposte ad approvazione da parte della Consob. L’emittente è l’esclusivo responsabile della completezza e della veridicità dei dati e delle informazioni dallo stesso fornite. Si richiama inoltre l’attenzione dell’investitore che l’investimento in strumenti finanziari emessi da start-up innovative è illiquido e connotato da un rischio molto alto».

particolare tali informazioni dovranno essere facilmente comprese da un investitore ragionevole, fornite in maniera non tecnica, chiara, concisa, con il ricorso, ove possibile, a termini in uso nel linguaggio comune e dovranno consentire la comparabilità fra le offerte svolte sullo stesso portale. Il gestore dovrà, peraltro, far presente all'investitore «l'opportunità che gli investimenti in attività finanziaria ad alto rischio siano adeguatamente rapportati alle proprie disponibilità finanziarie» e dovrà astenersi dal «formulare raccomandazioni riguardanti gli strumenti finanziari oggetto delle singole offerte atte ad influenzare l'andamento delle adesioni alle medesime».

Ulteriori obblighi, dettagliatamente elencati nelle successive disposizioni di cui agli artt. 14, 15 e 16 Reg., riguardano le modalità di gestione del portale, la struttura del gestore, gli eventuali costi a carico degli investitori, la tipologia di investimento offerta ed il connesso rischio di perdita e di illiquidità⁵⁰, le caratteristiche di ogni singola offerta.

La terza fase è incentrata sul procedimento di adesione alle offerte. A tal fine vengono imposti particolari oneri in capo al risparmiatore, il quale, ai sensi del II comma dell'art.15 Reg., deve prendere visione delle informazioni di *investor education* presenti sul sito istituzionale della Consob e di quelle relative alla singola offerta presente sul portale del gestore (*lett. a*), deve rispondere positivamente ad un questionario comprovante la piena comprensione delle

⁵⁰ Chiarisce la Consob, nella richiamata comunicazione dell'1 agosto 2013, che gli strumenti finanziari emessi dalle start-up innovative attraverso i portali *on line* presentano forti rischi di illiquidità, dal momento che essi non possono essere negoziati nei mercati organizzati per il periodo in cui la società può essere considerata una start-up innovativa, ai sensi del II comma dell'art. 25 del Decreto crescita *bis*. Gli investitori, pertanto, devono essere consapevoli del fatto che, oltre al rischio di perdita dell'intero capitale investito, esiste anche il rischio di illiquidità dell'investimento, collegato sia al divieto per un primo periodo di essere scambiati su mercati organizzati e sia al fatto che, almeno inizialmente, non esiste un c.d. "mercato secondario" organizzato sul quale è possibile effettuare gli scambi una volta che gli strumenti sono stati sottoscritti. Resta ferma la possibilità di effettuare la compravendita fra privati, nel rispetto delle norme stabilite per i singoli casi, sostenendo i relativi costi.

caratteristiche essenziali e dei rischi principali connessi all'investimento in *start-up* innovative per il tramite di portali (*lett.b*), deve dichiarare di essere in grado di sostenere economicamente l'eventuale intera perdita dell'investimento che intende effettuare (*lett.c*). Sul gestore del portale graverà, invece, l'obbligo di assicurare che soltanto il risparmiatore che abbia seguito tale iter potrà accedere alla sezione dedicata all'adesione all'offerta di suo interesse.

La singolarità delle richiamate disposizioni è palese dal momento che, per sopperire all'inapplicabilità del tradizionale apparato protettivo garantito dal prospetto informativo e dalle regole comportamentali dettate per la prestazione dei servizi di investimento, anche a distanza, e per assicurare all'investitore in *start-up* un livello di tutela altrettanto efficiente, viene approntato un sistema che ripartisce, con modalità del tutto innovative, oneri ed obblighi informativi, nonché responsabilità per i casi di inadempimento, su tutti i soggetti coinvolti nell'operazione, ivi compreso, come visto, lo stesso risparmiatore cui è riservato un ruolo particolarmente attivo nella formazione della propria scelta di investimento consapevole. Tale procedimento, che dovrebbe accrescere l'efficacia dei presidi informativi e limitarne il costo di produzione e di accesso, tuttavia, potrebbe rivelarsi poco efficace, nel momento in cui si risolve, in concreto, in una sequenza di atti meramente formali basata sull'apposizione meccanica di firme o sul mero riempimento di schemi o questionari predisposti dal gestore, senza che il risparmiatore sia veramente in grado di valutare la portata di quanto dichiarato.

Per giungere alla conclusione dell'operazione sarà necessaria un'ulteriore fase che prevede l'obbligo del gestore di trasmettere, adempite le descritte formalità, l'ordine di acquisto ricevuto ad una banca o un'impresa di investimento per il definitivo perfezionamento, sulla base di un contratto stipulato tra queste ultime e l'investitore. Nonostante il riconoscimento

dell'operatività di nuovi soggetti sottoposti ad una minuziosa regolamentazione in ordine ai canoni di organizzazione e di comportamento, viene esclusa la loro legittimazione alla conclusione dell'operazione di investimento, riservata, al contrario, in via esclusiva a soggetti istituzionali. In tal modo l'intera operazione, ad esclusione di quelle che non superano le previste soglie⁵¹, viene sottoposta al regime normativo applicabile alla prestazione dei servizi di investimento, garantendo all'investitore di usufruire dei medesimi strumenti di protezione utilizzabili in altre operazioni finanziarie e, più in generale, assicurando l'applicazione di principi omogenei indipendentemente dalla qualifica soggettiva del gestore del portale. Proprio in questo momento si manifesta la portata dell'*intentio legis* che, dopo aver individuato un nuovo apparato di protezione per l'investitore, sottopone l'intera operazione al vaglio di soggetti, dotati di un apparato organizzativo e procedurale in grado di assicurare elevati livelli di organizzazione, correttezza e trasparenza⁵², cui viene demandato anche il compito esclusivo di accendere un conto indisponibile intestato all'emittente ove depositare le somme necessarie al perfezionamento degli ordini di adesione.

Il punto, però, necessita qualche breve considerazione in ordine alla esatta configurazione dell'attività prestata dall'intermediario ed alla connessa tutela applicabile all'investitore. Stando alla lettera della norma, la fattispecie potrebbe farsi rientrare nello schema tipico del servizio di esecuzione di ordini,

⁵¹ L'art. 17, comma IV, del Reg. Consob prevede una espressa esenzione dall'applicazione della disciplina sui servizi di investimento per gli investimenti che siano complessivamente al di sotto dell'ammontare di € 500 per singolo ordine e di € 1.000 euro per ordini complessivi annuali, relativamente alle persone fisiche, nonché di € 5.000 per singolo ordine e 10.000 euro per ordini complessivi annuali, per gli investimenti delle persone giuridiche.

⁵² La soluzione adottata appare in linea con gli orientamenti attuali degli interventi di modifica della normativa Mifid che, continuando a prevedere una sostanziale esenzione per i gestori, impongono allo Stato membro la loro sottoposizione a requisiti organizzativi e procedurali anche relativi alla valutazione di adeguatezza e appropriatezza.

di cui all'art.1 comma V lett. e) TUF, in quanto la banca o la sim procede alla formale conclusione di un ordine ricevuto dal gestore del portale autorizzato e dallo stesso trasmesso all'intermediario stante la sua impossibilità ad eseguirlo autonomamente.

In questo caso, non potrebbe trovare applicazione il giudizio di adeguatezza, poiché l'intermediario non interviene nel processo di formazione della scelta di investimento, lasciata esclusivamente alla valutazione discrezionale del cliente, ma quello, meno protettivo, di appropriatezza che non vincola la conclusione dell'operazione al suo esito positivo.

Questa soluzione non appare del tutto convincente, sia da un punto di vista strutturale, poiché l'intermediario non ricerca per conto dell'emittente una controparte con cui eseguire l'ordine di acquisto o di vendita ricevuto, agendo come *broker* dell'emittente-committente⁵³, circostanza già verificata innanzi al gestore che ha raccolto l'adesione del risparmiatore alla proposta dell'emittente, sia per la difficile compatibilità con le finalità sottese alla nuova disciplina diretta, come più volte sottolineato, ad offrire particolare protezione all'investitore, tenuto conto della natura dell'investimento in *start-up*. Al fine di trovare una soluzione maggiormente rispondente a tali esigenze, si potrebbe ritenere che simile attività vada inquadrata fra quei servizi di investimento in cui l'intermediario, influenzando la scelta di investimento, si deve prodigare ad ottenere dal risparmiatore una serie di informazioni allo scopo di valutare l'adeguatezza dell'investimento al suo profilo, economico e finanziario. Ed allora, esclusa la configurazione di un servizio di gestione di portafogli o di semplice consulenza, per la loro diversità strutturale e funzionale, l'unica via

⁵³ Per una ricostruzione del servizio di esecuzione di ordini cfr. LUPI, *Commento sub art. 1 comma 5*, in AA.VV. *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di Fratini e Gasparri, Utet, 2012, pag. 45 e ss.; ANNUNZIATA, *op. cit.*, pp. 81 e ss.; URBANI, *op.cit.*, pp. 431 e ss.

percorribile è quella di inquadrare tale attività nell'ambito del servizio di collocamento, di cui all'art.1 comma V, lett. c) e c-bis) TUF. In tal caso, assumerebbe specifica connotazione l'accordo, tipicamente concluso tra emittente ed intermediario, finalizzato al collocamento, da parte di quest'ultimo, degli strumenti finanziari oggetto di offerta al pubblico. L'attività promozionale di ricerca di una controparte con cui eseguire l'ordine di acquisto o di vendita ricevuto verrebbe svolta non dall'intermediario, che provvede alla conclusione dell'operazione, ma da altro e diverso soggetto, il gestore del portale, che presenta sul proprio sito le varie proposte degli emittenti. Tale soluzione appare conforme sia a livello sistematico, nell'ambito del quale il servizio di collocamento è strettamente collegato alle offerte pubbliche realizzate, generalmente, mediante l'intervento di intermediari collocatori, sia a livello di disciplina speciale, poiché permetterebbe alla banca o alla società di investimento di svolgere quel giudizio di adeguatezza certamente più confacente alle esigenze dell'investitore *retail*. La corretta prestazione di tale servizio, infatti, presuppone la trasmissione, da parte dell'intermediario, di qualificate informazioni sulle caratteristiche dell'operazione e sullo strumento offerto che possono dar vita, nel momento in cui divengono consigli specifici e personalizzati, ad una consulenza strumentale⁵⁴ cui viene connessa l'esperibilità del giudizio di adeguatezza.

L'eventuale esito negativo di questo non consentirebbe la conclusione dell'operazione di investimento, anche nel caso in cui la fase svolta innanzi al

⁵⁴ Cfr. a tal proposito ANNUNZIATA, *op.cit.*, p. 173, per il quale la prestazione di altri servizi può comportare anche la prestazione del servizio di consulenza, stante che la definizione adottata dal TUF non consente di distinguere tra consulenza autonoma e strumentale. Questa impostazione, condivisa dall'orientamento della Consob per il quale è opportuno coniugare, in via generale, la prestazione di servizi di investimento diversi dalla gestione alla prestazione del servizio di consulenza, anche al fine di limitare il possibile contenzioso con la clientela, appare eccessiva rispetto all'impostazione derivante dalla normativa Mifid volta a differenziare la prestazione di singoli servizi.

gestore autorizzato abbia avuto esito positivo. Tale conclusione, sebbene rigida e pervasiva, appare necessitata dall'impostazione legislativa, tenuto anche conto che l'opposta soluzione priverebbe di efficacia l'intero procedimento. Potrebbe addirittura ritenersi che queste previsioni non siano in grado di apportare una decisiva utilità, contravvenendo proprio ai criteri di semplificazione e di incoraggiamento all'investimento, dal momento che il loro esito viene sostanzialmente condizionato alla definitiva valutazione del soggetto abilitato. Se così è, in un'ottica di ottimizzazione dei tempi e dei costi dell'operazione, il risparmiatore potrebbe rivolgersi direttamente all'intermediario, che operi anche come gestore di un portale per evitare i numerosi passaggi procedurali e per consentire che l'intera operazione, fin dall'inizio, venga sottoposta ai tradizionali criteri applicabili alla prestazione dei servizi di investimento.

Nonostante le conclusioni cui si è giunti, va comunque sottolineata la rilevanza della funzione svolta dal gestore autorizzato nello svolgimento di un'operazione di *crowdfunding*.

Come in più occasioni ha ritenuto la stessa autorità di vertice⁵⁵, la funzione principale del portale *on line* consiste nella facilitazione della raccolta di capitali da parte di *start-up* attraverso l'esposizione al pubblico dei loro progetti, delle iniziative, delle prospettive di sviluppo. Oltre questa funzione "di vetrina" se ne possono riconoscere ulteriori, sia attraverso un'interpretazione ampia del concetto generico di facilitazione della raccolta di capitali, di cui alla definizione adottata dall'art.1, comma V *novies* TUF, sia riferendosi a specifiche attività che

⁵⁵ Si veda, a tal proposito, la Relazione Preliminare sull'analisi di impatto nonché la Relazione sull'analisi di impatto della regolamentazione (AIR) e sugli esiti della procedura di consultazione, allegata al Regolamento e consultabile sul sito istituzionale della Consob.

la legge impone al gestore. In tal modo trovano rilievo attività “a valore aggiunto” quali la valutazione complessiva del progetto proposto, la sua fattibilità, il monitoraggio del suo andamento mediante informazioni successive al periodo di offerta e, in generale, quelle relative alla selezione delle offerte presenti sul portale ed alla loro valutazione, anche con riferimento alla presenza di condizioni espressamente richieste dalla legge. Il portale *on line*, pertanto, rappresenta uno strumento innovativo per la promozione di nuove iniziative imprenditoriali nei confronti dei finanziatori interessati, che favorisce un “circuito diretto” di investimento tra risparmiatori ed emittenti, riducendo gli interventi di intermediazione ed i relativi costi. L'attività del gestore, sebbene in presenza di aspetti assimilabili, per certi versi, ai tipici servizi di ricezione e trasmissione di ordini, così come definiti dall'art.1, comma V *sexies* TUF, non si configura, tecnicamente, alla stregua di un'attività di intermediazione, rientrando tra i servizi di investimento che rimangono riservati ai soggetti abilitati, ma come quella particolare, certamente distinta ma non meno rilevante, soprattutto in relazione ai settori economici di riferimento, di facilitazione per l'accesso al capitale di imprese innovative, attraverso la promozione dei loro strumenti. Essa può essere ricondotta nel più ampio alveo delle attività finanziarie, per il cui svolgimento è richiesta un'apposita autorizzazione in favore di speciali imprese, destinatarie di singolari e specifiche disposizioni normative. L'intermediazione “vera e propria” si ripresenta, a pieno titolo, al momento del perfezionamento dell'operazione, riservato, si ripete, esclusivamente ai soggetti abilitati.

5. A completamento del quadro generale di protezione offerto all'investitore non professionale, le nuove disposizioni sottopongono l'ammissione dell'offerta sul portale ed il suo regolare perfezionamento a condizioni

tassative, garantite dall'emittente e verificate dal gestore.

Sul punto il II comma dell'art. 100 *ter* TUF richiede che per ogni singola offerta non riservata, una quota degli strumenti finanziari venga sottoscritta da parte di investitori professionali o di altre categorie di investitori dalla stessa individuate e dispone che nel caso in cui i soci di controllo della *start-up* innovativa cedano le proprie partecipazioni a terzi, successivamente alla conclusione dell'offerta, gli investitori possano avvalersi di specifici strumenti di protezione. Entrambe le condizioni tendono a contenere i rischi connessi all'adesione tramite portali *on line* e si risolvono nell'imposizione, sugli emittenti e sui gestori, di particolari oneri e vincoli che, pur non garantendo il buon esito dell'iniziativa imprenditoriale, offrono al risparmiatore ulteriori mezzi per valutare la fattibilità, la correttezza e la regolarità di quanto proposto.

In attuazione della norma citata, il comma II dell'art.24 del Regolamento stabilisce che, ai fini del perfezionamento dell'offerta sul portale, una quota almeno pari al 5 per cento degli strumenti finanziari debba essere sottoscritta da investitori professionali ovvero da fondazioni bancarie o da incubatori di *start-up* innovative⁵⁶. Tale soluzione dovrebbe concorrere ad aumentare il grado di affidamento che l'investitore *retail* ripone sulla proposta innovativa, permettendogli non solo di conoscere i soggetti professionali sottoscrittori ma, soprattutto, di apprezzarne la valutazione tecnica sulla fattibilità e serietà del progetto imprenditoriale posto a base dell'offerta, ivi compresa l'analisi sul rapporto redditività/rischiosità svolta da soggetti esperti che dispongono di competenze specifiche e di tecniche particolarmente pregnanti (*due diligence*).

⁵⁶ In un primo momento, la Consob aveva ritenuto tale sottoscrizione una condizione per l'ammissione delle offerte sui portali con la conseguenza che non sarebbe stato possibile avviare un'offerta prima che l'intera quota riservata fosse stata sottoscritta. Il Regolamento definitivo, adottato a seguito di consultazione pubblica, ha modificato il precedente orientamento ed ha qualificato la sottoscrizione come un requisito per il definitivo perfezionamento dell'offerta.

Anche sotto questo aspetto si intende riequilibrare l'asimmetria informativa tipica del sistema. L'offerta, anche in assenza della preventiva sottoscrizione della quota riservata, potrà essere ammessa sul portale, ma il suo definitivo perfezionamento richiede comunque l'avveramento della condizione prevista.

In ordine all'indicazione delle categorie di sottoscrittori professionali, è da rilevare come l'ampliamento del novero dei possibili finanziatori risulti pienamente in armonia con i più volte richiamati criteri informativi dell'intera normativa, dal momento che consente di ridurre i rischi connessi alla difficoltà di reperimento di soggetti professionali interessati a simili investimenti, facilitando l'accesso degli emittenti a tali strumenti di finanziamento.

L'altra condizione, di cui al II comma dell'art. 100 *ter* Tuf, riguarda l'esplicito riconoscimento in capo all'investitore di un diritto di recesso o di co-vendita delle quote acquistate. A tal fine viene previsto un obbligo per le *start-up* innovative che intendono svolgere un'offerta dei propri titoli di capitale sui portali *on line*, di inserire nei propri statuti o atti costitutivi misure idonee a garantire all'investitore una c.d. *way out* ed un obbligo, per i gestori dei portali, di garantire la presenza di simili condizioni, pena l'inammissibilità dell'offerta stessa. Ai sensi del comma I dell'art.24 Regolamento, infatti, il gestore verifica che l'atto costitutivo o lo statuto dell'emittente prevedano che nel caso in cui i soci di controllo, successivamente all'offerta, trasferiscano le proprie quote a terzi, entro un periodo di almeno tre anni successivi alla conclusione dell'offerta, gli investitori diversi da quelli professionali abbiano il diritto di recesso dalla società ovvero quello di co-vendita delle partecipazioni acquistate a seguito di offerta *on line*.

La presenza delle clausole convenzionali di recesso o di co-vendita (*tag along*) che, a differenza di quelle precedenti configurano espressamente una condizione di ammissibilità dell'offerta sul portale, garantiscono che in caso di

modifica dell'assetto originario che aveva concorso a determinare la scelta di investimento, il risparmiatore abbia la possibilità di “revocare” la propria decisione ove non reputi garantita la presenza di medesime condizioni. Per evitare un'eccessiva limitazione dell'autonomia statutaria degli emittenti, la sottoposizione all'esperibilità di tale diritto è stata limitata al periodo in cui gli emittenti mantengono la loro qualifica di *start-up* innovativa, fermo restando la piena facoltà di prevedere una durata maggiore⁵⁷.

Per tutte le operazioni va verificato, previa adeguata informazione fornita al risparmiatore, se si tratti di un'offerta “tutto o niente”, nel qual caso se non è raggiunto il 100% delle adesioni l'offerta decade con conseguente obbligo di restituzione delle somme versate dai risparmiatori sui conti indisponibili dei gestori, ovvero di un'offerta “scindibile” che va a buon fine a prescindere dall'ammontare delle somme effettivamente raccolte.

Un altro presidio di tutela è disciplinato dal II comma dell'art.25 del Regolamento, ai sensi del quale gli investitori diversi da quelli professionali, che hanno manifestato la volontà di sottoscrivere strumenti finanziari oggetto di un'offerta condotta tramite portale, hanno il diritto di revocare la loro adesione quando, tra il momento dell'adesione e quello del suo perfezionamento, sopravviene un fatto nuovo o sia rilevato un errore materiale concernente le informazioni esposte sul portale, determinanti per l'assunzione della decisione d'investimento. Il diritto di revoca può essere esercitato entro sette giorni dalla data in cui le nuove informazioni sono state portate a conoscenza degli investitori.

⁵⁷ La limitazione della durata della previsione statutaria al periodo in cui l'emittente mantiene lo status di *start-up* innovativa è correlata alla rilevabilità del cambio del controllo in relazione agli obblighi di informazione periodica che la società stessa deve adempiere ai sensi dell'art. 25, comma 14 del decreto istitutivo attraverso la pubblicazione sul sito *internet* ai sensi del comma 11 del medesimo articolo.

Si tratta di una previsione che, ad ennesima conferma dell'impianto di fondo dell'intero provvedimento, è volta a proteggere l'investitore, dal sopraggiungere di circostanze che mutano i termini originari dell'investimento, nonché la stessa società emittente, dalle conseguenze dovute all'incertezza del quantitativo di adesioni raccolte. La disposizione sembra mutuare la *ratio* sottesa al rimedio riconosciuto dall'art.95 *bis*, Il comma TUF, nell'ambito della disciplina sull'appello al pubblico risparmio, che consente la revoca della sottoscrizione qualora siano mutate le informazioni ovvero le condizioni inizialmente portate a conoscenza degli investitori attraverso il prospetto.

Le eventuali ulteriori ipotesi di revocabilità delle adesioni saranno invece lasciate all'autonomia negoziale, che potrà prevedere, soprattutto nelle offerte aperte per un lungo periodo, un diritto di revoca illimitato ovvero limitato a specifiche finestre temporali. La scheda contenente le informazioni sulle singole offerte riporterà tali indicazioni, unitamente alla data in cui verrà effettuato l'addebito dei fondi sui conti dei sottoscrittori, la cui valuta non dovrebbe comunque essere anteriore alla data di effettiva sottoscrizione degli strumenti finanziari offerti.

Va infine rilevato che l'attività dei gestori autorizzati viene sottoposta al sistema di vigilanza da parte della Consob, alla quale viene riconosciuta una serie di poteri di intervento, oltre che di natura regolamentare, anche di carattere cautelare e sanzionatorio. A tal fine l'autorità di vigilanza potrà richiedere la comunicazione di dati e di informazioni ovvero la trasmissione di atti e documenti e, addirittura, effettuare ispezioni. In caso di inadempimento del gestore ai propri obblighi comportamentali, la Consob potrà sospendere l'attività e, in casi più gravi, elencati dall'art.23 del Regolamento, provvedere alla radiazione dal registro, inibendo definitivamente la possibilità di prestare simile attività. Risulta, nuovamente, trasposto il corrispondente sistema applicabile agli intermedia-

ri finanziari, con i dovuti adattamenti, richiesti dalla fattispecie ed improntati ad una semplificazione delle relative procedure, ferma restando l'efficacia della tutela apprestata.

6. L'*equity crowdfunding*, nonostante sia ancora poco radicato e compreso tra i potenziali fruitori, sta progressivamente incrementando la sua operatività anche nel nostro ordinamento, come dimostra l'aumento del numero degli operatori specializzati presenti sul mercato ed il progressivo aumento delle risorse raccolte⁵⁸. Può costituire un valido strumento per limitare le criticità derivanti dalla frequente sotto capitalizzazione delle *start-up* innovative e le conseguenti difficoltà di avvio e di sviluppo, consentendo il reperimento delle necessarie risorse attraverso il finanziamento collettivo. Nella configurazione accolta dal nostro legislatore, infatti, il nuovo modello di finanziamento può rappresentare una grande opportunità per le società che operano in settori socialmente rilevanti, poiché permette di incrementare quel rapporto tra capitali privati ed interessi generali necessario a favorire nuova imprenditorialità, sostenibilità economica e sociale e sviluppo di particolari comparti economici. In tal modo le imprese potranno accedere a nuove risorse, per attuare i propri progetti nei campi dell'innovazione tecnologica, dell'agricoltura, della tutela dell'ambiente e, simmetricamente, gli investitori potranno utilizzare il proprio risparmio in modo

⁵⁸ Cfr. CASTRATARO – PAIS, *Analisi delle piattaforme di crowdfunding italiane*, 2013, p. 3, reperibile su www.slideshare.net, da cui si ricava come il numero di piattaforme italiane continua a crescere, anche se non in maniera incontrollata, diversificando il mercato e l'offerta. Le piattaforme di *crowdfunding* attive al 18 ottobre 2013 sono 27, mentre quelle in fase di lancio sono 14. Ben 15 piattaforme italiane appartengono al modello *reward-based*, 9 al modello *reward based*, mentre 3 a quello *lending based*. Si nota una tendenza del *crowdfunding* a specializzarsi e localizzarsi, nonché l'entrata in gioco di attori finanziari tradizionali come le banche. Negli ultimi mesi, si è potuto rilevare come si sia sviluppata un'attività promozionale ed educativa sul *crowdfunding* con l'obiettivo principale di diffonderne la cultura, in modo tale da dare alla "crowd" l'opportunità di recuperare il divario con un mercato vivace e in rapido sviluppo.

coerente e responsabile, nella piena consapevolezza che, a fronte di un rendimento limitato dell'investimento, concorreranno alla creazione di un'«utilità sociale»⁵⁹. Il ricorso a strumenti mutuati dal mondo finanziario può, peraltro, consentire l'apertura di nuove prospettive di rilevante interesse, la cui concreta realizzazione dipenderà, essenzialmente, dall'applicazione pratica e dall'utilizzo che di essi verrà fatto.

Sotto questo aspetto il corretto ricorso al *crowdfunding* si pone pienamente in linea con la necessaria riaffermazione della centralità del ruolo ricoperto dal mercato finanziario nei meccanismi di sviluppo economico, riconducendolo entro i propri naturali alvei strettamente legati all'efficienza del reperimento delle risorse ed alla correttezza della loro allocazione, oltre che in termini prettamente economici anche in campo sociale.

La principale critica che potrebbe muoversi all'istituto riguarda le modalità in cui si articola l'intervento legislativo, particolarmente denso di regole e vincoli gravanti, come visto, su tutti i soggetti coinvolti, che possono contrastare con le stesse intenzioni di fondo, scoraggiando piuttosto che incrementando il ricorso al *crowdfunding*. Tuttavia, può al riguardo ritenersi che la nuova disciplina sia in grado di offrire agli operatori un quadro di riferimento compiuto e stabile che, alla prova dei fatti, potrà dimostrarsi particolarmente idoneo a garantire certezza e trasparenza delle regole, correttezza della loro applicazione e, complessivamente, efficienza e affidabilità del nuovo istituto. Il punto debole che rimane scoperto, almeno allo stato attuale, sembra potersi individuare nella mancanza di una regolamentazione europea di riferimento che, per certi versi, limita la

⁵⁹ Cfr. RANDAZZO, *I capitali privati incontrano l'utilità sociale*, in *Enti non Profit*, N.8-9/2010, pp.14 e ss. che sottolinea come al riguardo si parli di “capitali pazienti”. Tale operazione può essere definita *win-win*, poiché l'investitore ha la possibilità di investire, creando un'utilità sociale ed ottenendo un ritorno economico, ed il soggetto finanziato quella di consolidare la propria struttura.

portata innovativa della disciplina interna esaminata, nel momento in cui il risparmiatore investa in iniziative imprenditoriali presenti su portali operanti in altri Paesi, privi di medesima regolamentazione. Sotto quest'aspetto è auspicabile l'adozione di una disciplina unitaria ed omogenea a livello europeo, che potrebbe prendere le mosse da quella, certamente all'avanguardia, attualmente vigente nel nostro Paese, magari estendendo l'utilizzo del *crowdfunding* anche ad altre tipologie societarie, in modo da ampliarne l'operatività ed aumentarne le interessanti potenzialità, alla stregua di quanto avviene nella regolamentazione d'oltreoceano.

Roberto Caratozzolo

*Ricercatore di Diritto dell'Economia
nell'Università degli Studi di Messina*

PARTE SECONDA

NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

TRIBUNALE DI VERONA

25 MARZO 2013

GIUDICE UNICO VACCARI -

NEWSPORT COMPANY S.R.L. GMBH C. UNICREDIT S.P.A.

Intermediazione finanziaria - Strumenti finanziari derivati - Contratti di interest rate swap - Rinegoiazione - Collegamento negoziale - Novazione oggettiva - Natura necessariamente speculativa - Fair value - Commissioni implicite - Margine lordo di intermediazione - Nullità - Annullamento - Risoluzione

La c.d. rinegoiazione o rimodulazione dei contratti derivati è qualificabile giuridicamente come novazione oggettiva allorquando uno dei contraenti (di solito il cliente) si determini a risolvere il primo swap soltanto in presenza di un secondo contestuale nuovo swap che consenta di evitare di pagare l'importo della risoluzione anticipata del primo grazie alla compensazione con il pagamento (up front) che trova giustificazione nella conclusione del secondo swap. In questi casi infatti le parti estinguono il primo swap facendo così sorgere l'obbligazione di pagamento della perdita dallo stesso generata che contestualmente estinguono, facendo sorgere una nuova obbligazione in virtù di un nuovo titolo. E` così che il nuovo swap assume una funzione che è necessariamente speculativa in quanto è diretto a ridurre o a differire nel tempo il concreto realizzarsi della perdita provata dallo swap precedente.

La c.d. commissione implicita, più correttamente definibile come margine lordo di intermediazione, non comporta, né al momento della conclusione di un contratto swap, né durante la vigenza di esso, un esborso a favore dell'istituto di

credito da parte del cliente poiché consiste nella differenza tra il valore corrente (c.d. fair value) del contratto al momento della sua rilevazione e il fair value di analogo contratto stipulato, a condizioni praticate sul mercato, con soggetti terzi. Pertanto la domanda del cliente di condanna dell'intermediario al pagamento di importi che siano stati addebitati al primo, in relazione ad un contratto di swap, a titolo di c.d. commissioni implicite è diretta a riequilibrare il profilo economico di quella operazione e quindi postula la volontà di mantenere in essere il contratto, se questo sia ancora in vigore, o comunque di trarre vantaggio da esso, confermandone, quindi, l'adeguatezza. Tale domanda risulta quindi inconciliabile con la domanda di annullamento per errore o dolo del contratto nonché con quella di risoluzione per inadempimento e con quella di nullità che siano fondate sulla violazione degli obblighi comportamentali dell'intermediario.

Il Tribunale (*omissis*) Con decreto del 12 ottobre 2010, notificato il 20 ottobre 2010, il giudice designato del Tribunale di Verona, in accoglimento del ricorso proposto da Unicredit Corporate Banking s.p.a. (d'ora innanzi, per brevità solo Unicredit), ingiungeva alla Newport Company s.r.l. G.M.B.H (d'ora innanzi, per brevità, solo Newport Company) e al fideiussore della stessa A.D. di pagare in favore della prima la somma complessiva di euro 1.171.325,64, oltre interessi ai tassi contrattuali rispettivamente previsti dal 5 ottobre 2010 al saldo. Nel ricorso monitorio Unicredit aveva sostenuto che il predetto credito derivava da alcuni rapporti che la Newport aveva intrattenuto con la Cassa di Risparmio di Verona Vicenza Belluno e Ancona s.p.a. alla quale essa era succeduta e per la precisione: euro 573.247,54, quale saldo debitore del conto corrente n. 5310174 sul quale era stata concessa una apertura di credito; euro 475.115,17 per aperta anticipi export n. 2194498 e 2194475; euro 122.962,93, per apertura di mutuo chirografario a tasso variabile n. 4056274. La Newport Company e l'A.

hanno convenuto in giudizio avanti a questo Tribunale Unicredit Corporate Banking s.p.a. per sentir accogliere le conclusioni di merito di cui in epigrafe. Gli attori a sostegno di tali domande hanno, innanzitutto, dedotto che le perdite accumulate sul conto corrente sopra citato erano state il risultato di una serie di operazioni in strumenti derivati, meglio descritte in atto di citazione, alla cui conclusione la Newport era stata indotta dalla Cassa di Risparmio di Verona Vicenza Belluno e Ancona s.p.a., in virtù di un accordo normativo concluso il 17 luglio 2000, che si erano rivelate inadatte alle esigenze e competenze della stessa attrice, sebbene fossero state rimodulate più volte, e l'ultima delle quali era stata consensualmente risolta in data 9 novembre 2007. Gli opposenti hanno quindi lamentato la nullità di tali contratti per mancanza di causa in quanto, a loro dire, avevano avuto una funzione speculativa, sebbene fossero stati stipulati al fine di neutralizzare le oscillazioni dei tassi di interesse applicabili ai finanziamenti che la Newport aveva allora in essere. Ancora gli attori hanno dedotto la invalidità dei contratti su derivati per errore o dolo poiché, contrariamente a quanto era stato prospettato al proprio legale rappresentante, al momento delle singole rinegoziazioni esse non erano state risolte anticipatamente a costo zero. Ancora gli attori hanno assunto la nullità del contratto quadro e dei contratti di swap conclusi in esecuzione di esso perché non era stato osservato il requisito della forma scritta ad substantiam, dal momento che il primo era stato sottoscritto solo dal cliente e non anche dall'istituto di credito e perché non vi era stato inserito l'avviso della facoltà di recedere ai sensi dell'art. 30 TUF. Ancora gli attori hanno sostenuto che la banca convenuta aveva violato gli obblighi comportamentali derivanti a suo carico dagli artt. 21, comma primo, lett. a) TUF e dagli artt. 26, 27, 28 e 29, Reg. Consob n. 11522/1998 dal momento che non aveva fornito le informazioni necessarie a comprendere le reali caratteristiche dei contratti che aveva concluso la Newport e che comunque erano stati ina-

deguati alle sue caratteristiche di investitore. Gli opposenti hanno poi dedotto con specifico riguardo al credito per anticipo fatture: la nullità del ricorso monitorio perché la relativa domanda non era stata corredata dalla indicazione delle fatture che erano rimaste insolute; l'insussistenza del credito azionato dal momento che l'istituto di credito non aveva assolto all'onere probatorio su di esso gravante, quale cessionario dei crediti, di dimostrare la loro esigibilità e l'insolvenza dei debitori ceduti; che il contratto di affidamento sottoscritto il 12 febbraio 2010 consentiva alla società una apertura di credito fino all'importo massimo di euro 100.000,00 cosicché la domanda di ingiunzione di euro 475.115,17 non poteva trovare giustificazione in esso. Con riguardo agli altri rapporti bancari citati nel ricorso monitorio gli attori hanno sostenuto che: la convenuta era receduta dagli stessi senza fornire nessuna spiegazione di tale decisione e senza che vi fossero state circostanze idonee a giustificarla e quindi in violazione dell'obbligo di buona fede, a dimostrazione del credito ingiunto la convenuta nella fase monitoria aveva prodotto dei meri prospetti riportanti l'esposizione della Newsport che erano del tutto assimilabili ad un salda-conto; sulla somma richiesta a titolo di ripetizione dell'affidamento per anticipo export aveva addebitato interessi ad un tasso superiore a quello legale, che non erano stati convenuti tra le parti, e applicando la capitalizzazione trimestrale degli stessi. Gli attori hanno poi affermato l'incompetenza per territorio del Tribunale di Verona a pronunciarsi sul ricorso monitorio nei confronti dell'A. sulla base del rilievo che lo stesso aveva la qualità di consumatore e risiedeva nella provincia di Trento, con la conseguenza che il Tribunale di quella città era competente al riguardo. A seguito della fusione per incorporazione di Unicredit Corporate Banking in Unicredit s.p.a. gli attori previa autorizzazione del giudice hanno chiamato in causa tale società che si è costituita ritualmente in giudizio e ha resistito alle domande avversarie assumendone la infondatezza. In particolare Unicredit

s.p.a. ha affermato che: – dall’anno 2000 fino al momento della introduzione del giudizio le operazioni in strumenti finanziari non erano mai state contestate dagli attori e il numero di contratti in derivati che aveva stipulato Newport ne confermava l’esperienza e la qualità di operatore qualificato; – le domande della Newport, oltre che prescritte, erano inammissibili dal momento che, con lettera del 9 novembre 2007, le parti avevano risolto consensualmente e in via anticipata il contratto che avrebbe dovuto giungere a scadenza l’11 maggio 2014 e nella stessa occasione Newport aveva dichiarato di rinunciare espressamente ad ogni pretesa comunque e anche indirettamente riferita ai contratti in derivati e si era impegnata a ripianare a semplice richiesta il debito nei confronti di Unicredit; – nei contratti di anticipo fatture erano state individuate esattamente gli anticipi e le fatture rimaste insolute e il recesso dai rapporti era stato determinato da un protesto di un assenso di oltre centomila euro nei confronti dell’A. in data 6 agosto 2010; – a sostegno del ricorso era stata prodotta copia integrale degli estratti conto. All’udienza di prima comparizione il procuratore degli attori ha avanzato istanza di concessione dei termini ex art. 183, comma 6, c.p.c. mentre quello di parte convenuta chiedeva la fissazione di udienza di precisazione delle conclusioni e il G.I. accoglieva quest’ultima fissando udienza di precisazione delle conclusioni e discussione orale alla udienza di discussione orale a parziale modifica del precedente provvedimento il giudice assegnava alle parti termini massimi di legge per il deposito di comparse conclusionali e memorie di replica.

1. L’eccezione di incompetenza per territorio In via preliminare va esaminata l’eccezione di incompetenza per territorio che è stata sollevata dall’attore A. sul presupposto della propria qualità di consumatore. Essa invero è palesemente destituita di fondamento alla luce del consolidato orientamento, opportunamente richiamato dalla difesa della convenuta, secondo cui la fideiussione che accede a contratti bancari stipulati da una società di capitali (ipotesi verifi-

catasi nel caso di specie) deve ritenersi, per estensione oggettiva, stipulata da soggetto non consumatore. Si veda in particolare Cass. sez. I, 12 novembre 2008, n. 27005 che ha affermato che: «Sebbene la fideiussione non possa essere inclusa, di per sé, fra i contratti di cessione di beni o di prestazione di servizi intercorrenti tra un professionista e un consumatore, previsti dall'art. 1469 bis c.c. nel testo anteriore alla L. 21 dicembre 1999 n. 526, tuttavia, anche nel vigore della precedente formulazione, per la fideiussione che accede a contratti bancari deve ritenersi sussistente il requisito oggettivo, per l'applicabilità della disciplina delle clausole abusive, introdotta dalla l. 6 febbraio 1996 n. 52. Ciò a causa del collegamento contrattuale che intercorre tra contratto costitutivo del debito principale garantito e il contratto costitutivo dell'obbligazione fideiussoria. Quanto al requisito soggettivo di applicabilità della medesima disciplina, la qualità del debitore principale attrae quella del fideiussore ai fini dell'individuazione del soggetto che deve rivestire la qualità di consumatore». 2. Sulla discrezionalità del giudice nella concessione dei termini ex art. 183 c.p.c. Sempre in via preliminare deve essere esaminata l'ulteriore doglianza di parte attrice relativa al rigetto dell'istanza di concessione dei termini di cui all'art. 183, comma 6, c.p.c. avanzata alla udienza di prima comparizione. E' indubbio che dottrina e giurisprudenza prevalenti (per quella di legittimità, invero formatasi sulla disciplina anteriore alla riforma del 2005, si veda per la tesi favorevole alla obbligatorietà dei termini: Cass. 24 maggio 2000, n. 6808 e per quella favorevole alla loro discrezionalità: Cass. 27 marzo 2009, n. 7556), ritengono, sulla base della collocazione e della formulazione della norma, che la c.d. appendice scritta della trattazione sia una facoltà incondizionata delle parti, immune da qualsiasi vaglio preventivo del giudice che, pertanto, a fronte di una richiesta in tal senso di anche una sola di esse, è tenuto a concedere i termini di cui all'art. 183, comma 6, c.p.c. (con la precisazione che la memoria di cui all'art. 183, comma 6, n. 1 può

essere utilizzata per precisare e modificare le domande e le eccezioni già proposte: cfr. sul punto Cass., sez. un., 14 febbraio 2011, n. 3567). All'interno di tale orientamento si distingue la posizione di chi reputa che sia possibile sottrarsi alla previsione in esame solo nei casi in cui le parti rinuncino a chiedere termini per ulteriori allegazioni e richieste istruttorie ovvero completino tali attività nel corso della stessa udienza senza far richiesta dei termini previsti. Questo giudice ritiene però che a favore della tesi contraria militino argomenti più convincenti a cominciare da quello, seppur non decisivo, che la norma in esame, fin dal momento in cui è stata modificata ad opera della L. n. 80/2005, utilizza il termine "concede" per descrivere il provvedimento del giudice conseguente alla richiesta di termini. La scelta infatti non pare del tutto casuale, specie se si considera che nella versione immediatamente precedente il termine impiegato era stato "fissa". Un ulteriore, e più consistente, argomento a favore della tesi della discrezionalità nella assegnazione dei termini ex art. 183 c.p.c. è però ravvisabile nel disposto dell'art. 80 bis disp. att. c.p.c. che consente al giudice di rimettere la causa in decisione fin dalla prima udienza. Si noti che questa norma è stata mantenuta nel corso dei plurimi interventi sul codice di rito che si sono susseguiti dal 1950 ad oggi e l'affermazione che si rinviene in alcune pronunce di merito, richiamate anche dalla difesa degli attori, secondo cui essa è stata tacitamente abrogata non convince affatto perché presuppone una reiterata disattenzione del legislatore sul punto. Un commentatore ha, più acutamente, osservato che la norma in esame ha perso la funzione che aveva nel momento in cui venne introdotta nel codice, allorquando fu abbandonato il principio di preclusione, vigente con il codice del 1940, a favore di quello di libertà e, conseguentemente, si attribuì alle parti la facoltà di nuove allegazioni e nuove richieste istruttorie sino al momento della rimessione della causa al collegio, al fine di risolvere il problema della decisione della causa che si fosse rivelata immediata-

mente matura per la definizione. La norma quindi avrebbe inteso riconoscere un diritto delle parti alla decisione immediata in un sistema che, non favorendo la concentrazione processuale, non la considerava un obiettivo primario. In un sistema, quale quello attuale, che si ispira al principio di preclusione, il problema della decisione immediata della causa sarebbe un falso problema, perché la fase di trattazione in senso stretto si esaurisce (o dovrebbe esaurirsi) in tempi rapidi, di guisa che attendere che le parti consumino i loro poteri di fissazione definitiva del thema decidendum e del thema probandum non rappresenta un grande attentato al valore della concentrazione processuale. In realtà, ad avviso di questo giudice, plurime sono le ragioni che giustificano la permanenza della disposizione anche nell'attuale sistema processuale. Innanzitutto essa non è esattamente sovrapponibile all'art. 187, primo comma, c.p.c. dal momento che quest'ultima norma, collocandosi dopo la disciplina della fase di trattazione, consente al giudice di rimettere la causa in decisione dopo che quella fase si sia conclusa, mentre l'art. 80 bis disp. att. ricollega tale potere alla udienza di prima comparizione. Essa quindi ha una funzione acceleratoria dell'iter processuale, di cui è possibile cogliere l'utilità sulla base di una serie di considerazioni. Se si attribuisce alle parti il diritto di ottenere la concessione dei termini ex art. 183, comma 6, svincolandolo dalla verifica sulla sussistenza di una effettiva esigenza di integrazione, inevitabilmente le si induce a ricorrere di regola all'appendice scritta e finanche ad esercitare impropriamente la facoltà loro concessa, e proprio questo atteggiamento è frequentemente riscontrabile nella prassi nella quale spesso le memorie ai sensi degli artt. 183, comma 6, nn. 1 e 2 vengono utilizzate dalle parti non già per precisare o modificare le domande ma per una impropria illustrazione scritta dei rispettivi assunti. Si noti poi che, nel caso in cui una sola delle parti abbia chiesto la concessione dei termini senza un'effettiva esigenza difensiva, e quindi con intenti dilatori, l'interpretazione qui avversata consente ad es-

sa di beneficiare di un periodo di tempo che non sempre è contenuto (invero ai termini massimi derivanti dall'art. 183, comma 6, c.p.c. si deve aggiungere quello necessario al giudice per valutare le istanze) e può quindi ritardare lo svolgimento del processo e risultare pregiudizievole per la parte o le parti che si fossero opposte a quella richiesta. Non si vede perché, nel contrasto tra la parte che richieda l'appendice scritta della trattazione e quella che aspiri ad una decisione immediata, debba necessariamente prevalere la prima, senza consentire che sia il giudice a risolvere tale divergenza, valutando la sussistenza dei presupposti per dar corso al suddetto sviluppo. Questi aspetti sono ancor più evidenti nelle cause di opposizione a decreto ingiuntivo, quale è la presente, nelle quali uno dei parametri che il giudice deve valutare ai sensi dell'art. 648 c.p.c., ai fini della concessione della p.e., è quello che la causa sia "di pronta soluzione". Tale espressione implica che il giudice possa stimare, già alla udienza di prima comparizione, se la causa possa giungere celermente a decisione ed è evidente come tale valutazione debba e possa prescindere dall'istanza di concessione di termini ai sensi dell'art. 183 comma 6, c.p.c. che una o entrambe le parti abbiano avanzato. Le considerazioni sin qui svolte inducono allora ad attribuire al mantenimento dell'art 80 bis disp. att. nel codice un significato diverso da quello che gli ha riservato la tesi sopra citata, soprattutto se esso viene letto in coordinamento con l'art. 175 c.p.c. Il combinato disposto di tali norme consente infatti al giudice di realizzare, attraverso un ponderato esercizio del potere di direzione del processo, un equo temperamento tra esigenze di azione-difesa delle parti ed esigenze di una celere definizione del giudizio, che, oltre a trovare copertura costituzionale nell'art. 111, comma 2, Cost., sono ancor più attuali e cogenti dopo che con l'art. 55, D.L. 22 giugno 2012, convertito con modificazioni dalla L. 7 agosto 2012, n. 134, che ha aggiunto un art. 2 bis alla L. n. 89/2001, è stato normativamente fissato in tre anni il termine di ragionevole durata del

giudizio di primo grado. Né può condividersi l'obiezione secondo cui l'interpretazione qui sostenuta lede necessariamente il diritto di difesa e di contraddittorio delle parti. Essa infatti non considera che, allorquando, insieme al rigetto della istanza di concessione dei termini, venga fissata udienza di precisazione delle conclusioni, la parte che si ritiene pregiudicata da tale provvedimento ha la possibilità di reiterare la propria istanza, motivandola adeguatamente, fino alla predetta udienza, al fine di indurre il giudice a revocare il provvedimento di diniego. Peraltro va evidenziato come, in simili casi, tale parte non possa limitarsi a rinnovare l'istanza ma abbia anche l'onere di precisare o modificare le proprie domande e avanzare le richieste istruttorie che avrebbe inteso formulare nei termini di cui all'art. 183, comma 6, c.p.c. perché solo in questo modo il giudice è messo in condizioni di valutare l'ammissibilità delle prime e l'ammissibilità e la rilevanza delle seconde e, di conseguenza, anche se sia stato lesa o meno il diritto di difesa del richiedente. Parte attrice invece all'udienza di precisazione delle conclusioni ha riproposto le medesime conclusioni di cui all'atto di citazione. Qualora ciò non accada, come nel caso di specie, può escludersi che vi sia stata lesione di tale diritto e si ha anzi conferma del carattere pretestuoso dell'istanza che era stata avanzata ai sensi dell'art. 183, comma 6, c.p.c. Sul punto occorre rammentare che proprio alcune pronunce della Suprema Corte che pure, con riferimento alla disciplina ante riforma del 2005, hanno riconosciuto, sotto il profilo astratto, la nullità della sentenza nel caso di mancata concessione dei termini ex art. 183 c.p.c. hanno escluso che un simile vizio sia idoneo a ledere in concreto il diritto di difesa sulla base della considerazione che «non è sufficiente la mera rilevazione dell'avvenuta violazione, potendo questa assumere rilievo solo nel caso in cui la parte interessata con specifico mezzo di gravame deduca quale pregiudizio concreto da quella violazione sia derivato ai propri diritti» (Cass. 9 aprile 2008, n. 9169; Cass. 27 febbraio 2007, n. 4448 inve-

ce non ha nemmeno ravvisato una nullità in simili casi ma solo il presupposto per la rimessione in termini). Orbene proprio queste lacune sono ravvisabili nel contegno processuale tenuto da parte attrice nel caso di specie. Ciò detto va qui ribadito che la documentazione versata in atti dalle parti e alcune incontestate circostanze valgono ad acclarare la infondatezza di tutte le domande attoree, e, insieme ad essa la superfluità della concessione dei termini di cui all'art. 183, comma 6, c.p.c. come meglio si vedrà nei prossimi paragrafi. 3. L'incidenza della rinuncia sottoscritta da Newport il 9 novembre 2007 sulle domande della stessa aventi ad oggetto i singoli contratti di swap impugnati e su quella di risoluzione svolta dall'A.

Venendo al merito va innanzitutto affermata l'infondatezza della domanda di risoluzione svolta dagli attori con riguardo ai singoli contratti di swap, alla luce della considerazione che essi sono stati risolti consensualmente diverso tempo prima dell'inizio del presente giudizio e l'ultimo in ordine di tempo, ossia il contratto denominato "inflazione swap", con la dichiarazione del 9 novembre 2007 che è stata prodotta come doc. 15 dalla convenuta. Infatti la domanda di risoluzione postula necessariamente la vigenza del contratto che ne costituisce l'oggetto, cosicché non è più concepibile una volta che gli effetti di esso siano venuti meno. Le domande di nullità e annullamento, invece, ben possono essere proposte anche nel caso in cui il contratto che ne costituisce oggetto abbia perso efficacia qualora, come nel caso di specie, siano dirette a prevenire una domanda di condanna da parte della controparte che si fondi su di esso. Peraltro il contenuto dell'accordo sopra citato giustifica anche il rigetto di tutte le domande avanzate dalla Newport in relazione ai predetti contratti, anche quelle risarcitorie e di ripetizione di indebito, rispetto alle quali la predetta società era la sola tra gli attori legittimata a svolgerle. Invero la difesa di parte opponente al fine di giustificare la legittimazione attiva dell'A. sul punto ha richiamato il di-

sposto dell'art. 1945 c.c. ma questa norma consente al fideiussore di sollevare, al pari del soggetto garantito, le eccezioni che investono il rapporto garantito ma non gli riconoscono anche il diritto a far valere un diritto di contenuto patrimoniale fondato su quel rapporto. Orbene con la dichiarazione del 9 novembre 2007 le parti rinunciarono ad ogni eventuale ulteriore reciproca pretesa che fosse stata anche indirettamente riferita al contratto risolto e la Newport assunse l'impegno a ripianare a semplice richiesta l'eventuale esposizione del contro corrente, comprensiva del costo di risoluzione anticipata. Si noti che in tal modo l'attrice rinunciò espressamente a far valere eventuali diritti che fossero derivati in capo ad essa dall'ultimo contratto di swap che in ordine di tempo aveva concluso ma, al tempo stesso, tenuto conto delle peculiari caratteristiche del meccanismo delle rinegoziazioni, anche ai diritti che poteva aver acquistato in relazione ai precedenti contratti di swap che erano stati successivamente rinegoziati prima di giungere a quell'ultima operazione. Va infatti decisamente disatteso l'assunto della difesa attorea secondo cui, poiché i predetti contratti, pur collegati tra loro, furono comunque distinti, l'eventuale acquiescenza prestata da Newport rispetto all'ultimo non avrebbe potuto estendersi agli altri poiché esso postula una ricostruzione giuridica del meccanismo delle rinegoziazioni non condivisibile. Rinegoziare il contratto di swap significa modificare i parametri di riferimento del contratto precedente. Possono essere variati tanto l'entità del nozionale, quanto i tassi parametro, così come, infine, la durata del contratto. Alla rinegoziazione (altrimenti detta ristrutturazione o rimodulazione) si giunge, di solito, al momento dell'estinzione di un precedente contratto di swap, allorquando maturi in favore di una delle parti il diritto ad ottenere il corrispettivo del valore negativo del derivato, ovvero la perdita potenziale che lo strumento finanziario presenta in quel momento (pari al c.d. mark to market). Come alternativa al pagamento di somme di danaro, talvolta ingenti, le parti

possono scegliere di estinguere il precedente rapporto e concludere un nuovo contratto di swap avente caratteristiche diverse dal primo. In questi casi il valore negativo del contratto è generalmente compensato dalla parte creditrice attraverso il rilascio di una somma di ammontare corrispondente (c.d. up-front). È opportuno evidenziare che, attraverso questa operazione, l'obbligazione di pagare la somma dovuta in base alla perdita verificatasi nel primo derivato viene estinta e sostituita con altra obbligazione incorporata nell'up front e trasferita tutta al nuovo contratto che parte già con un valore negativo da recuperare. È evidente pertanto che è solo all'atto della conclusione, naturale o anticipata, dell'ultimo rapporto contrattuale della serie, senza che ad essa si accompagni una nuova rimodulazione, che la perdita, fino a quel momento solo potenziale, dei vari contratti rinegoziati può diventare effettiva per la parte debitrice poiché l'altra parte può richiedere la corresponsione del valore negativo del derivato a quella data, che ingloba tutte le perdite verificatesi in relazione ai vari contratti che lo hanno preceduto. Orbene se è indubbio che i diversi contratti di swap conclusi con le successive rinegoziazioni rappresentino entità distinte, ognuna delle quali dotata di una propria causa, essi sono però legati tra loro da un nesso economico la cui natura giuridica è alquanto controversa. Secondo una prima tesi tale nesso integrerebbe una ipotesi di collegamento negoziale (in tal senso si sono espressi, nella giurisprudenza di merito: App. Trento 5 marzo 2009 e Trib. Milano 19 aprile 2011) ma essa risulta assai poco convincente poiché non si cura di spiegare per quale ragione tra i singoli contratti di swap non siano ravvisabili gli indici che la giurisprudenza ha individuato come tipici del collegamento negoziale, quali la contestualità e la correlazione delle pattuizioni, la corrispettività delle prestazioni oggetto dei diversi contratti, la circostanza che uno dei negozi costituisce una modalità di esecuzione dell'altro o comunque è rivolto ad agevolare l'altro, la circostanza che uno dei negozi trovi la sua ragione o causa

remota nell'altro. A ben vedere tutti questi elementi di collegamento sussistono invece, come è stato osservato in dottrina, tra accordo di risoluzione anticipata e successivo contratto di swap poiché il primo precede e giustifica la conclusione del secondo. Alla luce di quanto sopra detto è evidente infatti che, nella maggior parte dei casi, il contraente si determina a risolvere il primo swap soltanto in presenza di un secondo contestuale nuovo swap che consenta di evitare di pagare l'importo della risoluzione anticipata del primo grazie alla compensazione con il pagamento (up front) che trova giustificazione nella conclusione del secondo swap. In questi casi quindi le parti estinguono il primo swap facendo così sorgere l'obbligazione di pagamento della perdita dallo stesso generata che contestualmente estinguono, facendo sorgere una nuova obbligazione in virtù di un nuovo titolo. E' così che il nuovo swap assume una funzione che è necessariamente speculativa in quanto è diretto a ridurre o a differire nel tempo il concreto realizzarsi della perdita provocata dallo swap precedente. Tali considerazioni inducono a condividere una diversa opzione interpretativa che riconduce la rinegoziazione dei derivati avente i presupposti e le finalità sopra dette all'istituto della novazione oggettiva e a ravvisarne gli estremi nel caso di specie atteso che gli attori hanno affermato, a corredo della loro prospettazione, che i contratti di swap furono di volta in volta conclusi nella prospettiva, che, a loro dire, gli era stata rappresentata dall'istituto di credito, di trarre da essi maggiori vantaggi di quelli derivati alla Newport dai contratti risolti. Da tali premesse di ordine giuridico consegue che l'atto dispositivo compiuto dalla attrice, con la dichiarazione del 9 novembre 2007, con riguardo all'ultimo e unico contratto di swap ancora in essere a quella data ha implicato la rinuncia anche agli eventuali crediti, risarcitori o restitutori, che potevano essere sorti in capo ad essa dai precedenti contratti. Si noti che, per tentare di opporsi a tali conseguenze, la difesa attorea ha sostenuto che l'accordo solutorio del 9 novembre 2007 è co-

munque annullabile per dolo dell'istituto di credito ma non solo all'udienza di precisazione delle conclusioni non ha formulato, come ben avrebbe potuto dopo quanto si è detto al paragrafo 2, nessuna domanda conseguente ad una simile allegazione ma nemmeno ha sufficientemente circostanziato il proprio assunto, spiegando con quali specifiche condotte i funzionari dell'istituto di credito avrebbero indotto il legale rappresentante della Newsport a concludere quell'accordo. 4. La infondatezza delle domande di nullità del contratto quadro per difetto di forma scritta ad substantiam, per violazione dell'art. 30 TUF, e per difetto di causa e di quelle di nullità e annullamento dei singoli contratti di swap svolte dall'A. Rimangono ora da valutare la domanda di nullità del contratto quadro per preteso difetto di forma scritta ad substantiam, per difetto di causa e per violazione dell'art. 30 TUF avanzate dall'A. quale fideiussore della Newsport. La prima doglianza è palesemente destituita di fondamento poiché, contrariamente a quanto sostenuto dagli attori, la sottoscrizione del funzionario dell'istituto di credito che risulta apposta in calce alla terza pagina del contratto normativo (doc. 5) non può che riferirsi all'intero contenuto dell'accordo e non alle sole clausole vessatorie in esso presenti, specie se si considera che una simile specifica funzione della sottoscrizione della parte che aveva predisposto quelle clausole non avrebbe avuto senso. Con riguardo alla domanda di nullità fondata sull'art. 30 TUF invece difetta il presupposto per l'applicazione di tale norma, ossia che la convenuta abbia posto in essere una attività di collocamento nei confronti dell'attrice, atteso che la Suprema corte con recentissima pronuncia (Cass. civ., sez. I, 14 febbraio 2012, n. 2065) ha stabilito che "La disciplina del recesso, dettata dall'art. 30, comma 6, D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 con riguardo alle offerte fuori sede concernenti il collocamento di strumenti finanziari, è inapplicabile ai contratti di negoziazione di obbligazioni eseguiti in attuazione di un contratto-quadro, sottoscritto fra la banca e il cliente, in quanto tali

contratti non costituiscono un servizio di collocamento, che si caratterizza per l'esistenza di un accordo tra l'emittente (o l'offerente) e l'intermediario collocatore, finalizzato all'offerta ad un pubblico indeterminato di strumenti finanziari, emessi a condizioni di tempo e prezzo predeterminati, ed, inoltre, il legislatore ha limitato la tutela dello "ius poenitendi" agli investitori che abbiano definito l'investimento per essere stati raggiunti all'esterno dei luoghi di pertinenza del proponente e, quindi, siano stati esposti al rischio di assumere decisioni poco meditate". Anche il rilievo di nullità dei singoli contratti di swap per mancanza di causa va disatteso. Sul piano strettamente dogmatico soccorre il rilievo per cui si ha qui riguardo a modelli contrattuali aleatori oramai tipizzati, ancorché in forma assai aperta (artt. 1, commi 2 e 3, TUF): ne consegue, già in astratto, la meritevolezza di tutela giuridica e la liceità della funzione economico-sociale con essi perseguita. Per contro, laddove con la ricordata eccezione l'attrice intendesse piuttosto rimarcare la carenza di una necessità, per così dire, pratica di accedere ai contratti in parola (ciò è a dire la carenza di una giustificazione sostanziale dei negozi in strumenti derivati), non si potrebbe allora fare a meno di rilevare come detti derivati fossero stati conclusi come strumenti finanziari volti espressamente a calmierare il c.d. rischio tassi, qui legato alle non modeste esposizioni della società attrice verso il ceto bancario (v. le richieste di anticipi fatture e di mutuo in atti). Per quanto attiene alla domanda di annullamento dei singoli contratti di swap svolta dall'A. sul presupposto della violazione da parte dei funzionari della C. delle norme di condotta gravanti sugli intermediari finanziari è necessario rammentare che, secondo l'insegnamento delle Sezioni Unite della Suprema Corte (Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, n. 6725), tale violazione può "dar luogo a responsabilità precontrattuale, con conseguente obbligo di risarcimento dei danni, ove tali violazioni avvengano nella fase precedente o coincidente con la stipulazione del contratto d'intermediazione destinato a regolare i

successivi rapporti tra le parti; può invece dar luogo a responsabilità contrattuali, ed eventualmente condurre alla risoluzione del predetto contratto, ove si tratti di violazioni riguardanti le operazioni d'investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del contratto di intermediazione finanziaria". 5. La doglianza attorea relative alla mancata o non corretta rappresentazione da parte della convenuta dell'effettivo contenuto dei contratti per cui è causa e alla applicazione di commissioni implicite. Merita una distinta disamina l'assunto attoreo relativo alla mancata o inesatta informazione da parte dell'istituto di credito sull'applicazione, al momento della conclusione dei singoli contratti di swap per cui è processo, di quelle che l'attrice ha definito come commissioni implicite e che, a suo dire, C., operando come intermediario, avrebbe trattenuto per sé. In particolare occorre stabilire se tale omissione sia stata causa di un vizio del consenso della Newsport che giustifichi l'annullamento dei contratti di swap per cui è causa. Orbene la prospettazione risulta sul punto alquanto generica poiché la difesa attorea ha invocato sia l'annullamento per errore che quello per dolo, sebbene queste ultime due norme abbiano presupposti di applicazione diversi (la prima infatti postula che l'errore sia essenziale e riconoscibile) e sia nota la difficoltà di configurare un dolo omissivo quale causa di annullamento di un contratto. L'attrice poi non ha minimamente illustrato i presupposti giuridici delle due azioni di annullamento che ha svolto. Infatti da un lato non ha spiegato per quale ragione l'errore sulle c.d. commissioni implicite avrebbe avuto carattere essenziale e nemmeno come potesse essere riconosciuto dalla convenuta, nel momento in cui la rivestiva la qualità di operatore qualificato. Con riguardo al prospettato dolo, necessariamente di carattere omissivo, occorre invece tener presente che, secondo il consolidato orientamento della Suprema Corte, "esso rileva solo quando l'inerzia della parte contraente si inserisca in un complesso comportamento adeguatamente preordinato, con malizia od astuzia, a

realizzare l'inganno perseguito: pertanto il semplice silenzio, anche su situazioni di interesse della controparte, e la reticenza, non immutando la rappresentazione della realtà, ma limitandosi a non contrastare la percezione di essa alla quale sia pervenuto l'altro contraente, non costituiscono causa invalidante del contratto (sentenze 20 aprile 2006, n. 9253; 11 ottobre 1994, n. 8295; 18 ottobre 1991, n. 11038). La reticenza ed il silenzio quindi non sono sufficienti a costituire il dolo se non in rapporto alle circostanze ed al complesso del contegno che determina l'errore del "deceptus", che devono essere tali da configurarsi quali malizia o astuzia volte a realizzare l'inganno perseguito (sentenza 12 febbraio 2003 n. 2104)" Cass., sez. II, 31 maggio 2010 n. 13231). Nella specie l'attore, cui incombeva il relativo onere probatorio, non ha dedotto tutti gli elementi necessari ad integrare il preteso dolo omissivo della controparte, con specifico riferimento sia al contesto nel quale il silenzio da essa tenuto avrebbe dovuto inserirsi per essere rilevante, sia alla idoneità del silenzio stesso sulle circostanze sopra dedotte dalla ricorrente ad incidere sulla sua determinazione volitiva. Essa, infatti, si è limitata ad articolare un capitolo di prova del tutto generico diretto a dimostrare il contegno omissivo del funzionario della convenuta con cui definì le condizioni contrattuali. A prescindere da tali considerazioni l'assunto attoreo muove poi da alcuni presupposti di fatto erronei e fuorvianti, a cominciare dalla nozione di commissione implicita. Per comprendere esattamente il significato di tale espressione è opportuno illustrare sinteticamente le modalità operative tipiche della conclusione dei contratti di swap. Solitamente la banca non assume un rischio di mercato nel momento in cui conclude un contratto con l'impresa cliente, poiché, a fronte di esso, ne conclude uno speculare con un soggetto terzo (generalmente un altro istituto di credito). La banca assume invece un rischio di credito sia nei confronti del cliente sia nei confronti del soggetto con il quale viene stipulato il contratto di segno contrario, diretto a neutralizzare il primo,

sebbene il secondo rischio sia di solito inferiore al primo. I predetti profili operativi consentono allora di comprendere come, in ogni operazione di swap, esista un margine lordo (questa è l'espressione più corretta anziché quella di commissione) implicito a favore della banca, che è costituito, da un lato, dalle condizioni più favorevoli che la stessa spunta sul mercato per concludere il contratto di segno contrario, e, dall'altro, dalla copertura del rischio di credito e dei costi operativi. È evidente, poi, come tale margine lordo di intermediazione non comporti, né al momento della conclusione dello swap né durante la sua vigenza, un esborso a favore dell'istituto di credito da parte del cliente ma consista nella differenza tra il valore corrente (c.d. fair value) del contratto al momento della sua rilevazione e il fair value di analogo contratto stipulato, a condizioni praticate sul mercato, con soggetti terzi. Peraltro è opportuno chiarire che alla stipulazione del contratto il mark to market è solo astrattamente nullo mentre di fatto è normalmente positivo per la banca, risentendo del predetto margine lordo (l'indicazione del valore par del derivato, riportata nel documento sui rischi generali negli investimenti finanziari, in conformità all'Allegato 3 al Regolamento Consob n. 11522/98, par. 4, parte B, deve essere pertanto riferita al prezzo, distinto dalle commissioni e/o dal margine di intermediazione percepito dall'intermediario). Solo nel caso in cui il contratto di swap giunga alla sua naturale scadenza o venga risolto anticipatamente il cliente è tenuto a corrispondere all'istituto di credito il c.d. costo di uscita del derivato, comprensivo anche del margine di intermediazione. L'entità di questa voce è tanto maggiore quanto più elevato è il numero delle rinegoziazioni che il contratto di swap abbia subito poiché, in occasione di ciascuna di esse, la banca effettua delle operazioni di ricopertura, con le caratteristiche sopra descritte, maturando in relazione a ciascuna di esse un margine di intermediazione, dato dalla differenza tra il mark to market e la somma riconosciuta al cliente a titolo di up front. Le considerazioni

sin qui svolte consentono quindi di affermare che l'esistenza del margine lordo non è di per sé segno di una patologia dell'operazione ma è anzi del tutto fisiologica, a meno che l'importo di esso sia eccessivo comportando uno sbilanciamento dell'operazione a danno del cliente. L'assunto della difesa attorea secondo cui esso costituirebbe di per sé un lucro per l'istituto di credito risulta quindi fuorviante poiché non tiene conto di tale rilevante aspetto. Alla luce delle considerazioni sin qui svolte la domanda di annullamento dei contratti in esame per vizio del consenso risulta anche incongrua sotto il profilo finanziario. In coerenza con le caratteristiche proprie dei contratti di swap sopra illustrate, l'attrice avrebbe dovuto avanzare domanda di condanna della convenuta al pagamento di una somma diretta a riequilibrare il profilo economico delle operazioni per cui è causa, così da ridurre il margine lordo a favore della stessa, ma una simile domanda postula la volontà di mantenere in essere il contratto, se questo sia ancora in vigore, o comunque di trarre vantaggio da esso confermandone quindi l'adeguatezza. Risulta invece inconciliabile con tutte le domande caducatorie svolte nel presente giudizio ed in particolare con quella di annullamento per errore poiché è sintomatica dell'assenza del carattere dell'essenzialità di questo stato soggettivo. 6. I rilievi riguardanti i contratti bancari conclusi da Newport. Anche questi rilievi sono tutti infondati. Quanto all'assunto secondo cui l'istituto di credito non avrebbe precisato l'entità delle somme che avrebbe anticipato in relazione alle fatture emesse dalla Newport in base ai rapporti di anticipi export, esso è smentito dal contenuto dei contratti stessi nei quali (doc. 18) sono elencate le fatture in questione e i relativi importi, essendo evidente che la domanda di ingiunzione dell'istituto di credito si riferisce al loro intero ammontare. Quanto alla doglianza secondo cui la banca convenuta non avrebbe fornito prova dell'esigibilità del credito e della insolvenza del debitori ad essa ceduti dalla Newport in virtù del contratto di affidamento del 12 febbraio 2010 essa

non tiene conto del fatto che, come evidenziato anche dal patrocinio degli attori, all'art. 2 comma quarto di tale contratto la società opponente aveva assunto l'obbligo "di rimborsare l'anticipazione dei crediti ceduti e comunque di garantire l'incasso effettivo di essi anche in deroga al disposto dell'art. 1267, comma secondo, c.c." Tale garanzia risulta pienamente legittima alla luce del disposto dell'art. 1267, comma 1, prima parte c.c. e, contrariamente a quanto sostenuto dagli attori, non integra affatto "il patto diretto ad aggravare la responsabilità del cedente" menzionato dall'ultima parte di tale norma che allude ad accordi che comportino per il cedente oneri economici maggiori di quelli ordinariamente previsti e consistenti nella corresponsione di un importo comprensivo della somma ricevuta dal cedente, oltre agli interessi, alle spese sostenute e al risarcimento del danno. Anche a voler ritenere poi che tale clausola sia inefficace (rectius invalida) nella parte in cui ha inteso derogare al secondo comma dell'art. 1267 c.c., dal momento che quest'ultima norma indica le ipotesi in cui la garanzia non opera (mancata realizzazione del credito per insolvenza del debitore dovuta a negligenza del cessionario nell'iniziare o nel proseguire le istanze avverso lo stesso), l'onere di dimostrare la ricorrenza di esse, e quindi essenzialmente la negligenza del cessionario, grava sul cedente ed esso nel caso di specie non solo non è stato assolto ma è stato addirittura negato. Per quanto riguarda l'ulteriore rilievo attoreo secondo cui non sarebbe stato osservato il limite dell'affidamento (euro 100.000,00), a prescindere dalla considerazione che gli attori non hanno chiarito quale sarebbe la conseguenza giuridica di tale discrepanza sul rapporto di affidamento, deve osservarsi come da essa possa evincersi che le parti, nel corso del rapporto, abbiano inteso derogare di fatto a quel limite con un comportamento concludente. Quanto alla doglianza relativa alla mancata pattuizione della misura del tasso di interesse applicato dalla convenuta al rapporto di affidamento, e dalla stessa indicato, nel ricorso monitorio, nel 7,9 %

annuo, deve osservarsi che allorché, come nel caso di specie, il contratto di affidamento non indichi il tasso di interesse a debito occorre aver riguardo a quello previsto nel contratto di conto corrente al quale il primo è collegato. D'altro canto le parti avevano espressamente pattuito il rinvio alle norme e condizioni che regolavano in servizio di conto corrente per quanto non previsto o derogato dal contratto di affidamento (cfr. punto 1 delle norme generali del contratto di affidamento). Ciò detto il tasso stabilito dal contratto di conto corrente (13 % annuo) era ben superiore a quello applicato al rapporto di affidamento dall'istituto di credito cosicché risultano pienamente osservate le previsioni contrattuali. In relazione alla documentazione prodotta a sostegno del ricorso monitorio deve osservarsi, innanzitutto, che, con specifico riferimento al salda conto, esso non è del tutto privo di rilievo probatorio nel giudizio di cognizione introdotto dalla opposizione a decreto ingiuntivo, come sembrano ritenere gli opposenti, ma costituisce un elemento liberamente apprezzabile dal giudice (in questi termini cfr. Cass., sez. un., 18 luglio 1994, n. 6707, Cass. 1 marzo 1995 n. 2460; Cass. 17 aprile 1996, n. 3630). In ogni caso la convenuta già in quella fase aveva prodotto a miglior riprova del proprio credito alcuni estratti conto (relativi al periodo dal 31 dicembre 2009 al 5 ottobre 2010) e al momento della sua costituzione in giudizio ha integrato tale documentazione producendo gli estratti conto relativi al rapporto di conto corrente dal gennaio 2002 ad oggi, che non sono stati oggetto di specifica contestazione da parte degli attori, cosicché essi costituiscono prova idonea del credito ingiunto. Anche il rilievo attoreo riguardante l'applicazione della capitalizzazione trimestrale degli interessi debitori va disatteso. Tale modalità di conteggio risulta effettivamente stabilita dal contratto di conto corrente ma, a fronte di tale previsione, la convenuta ha affermato di essersi adeguata alla delibera Cicr del 9 febbraio 2000 e l'attrice non ha contestato tale deduzione che inoltre risulta assai verosimile tenuto conto della vi-

cinanza tra il momento della conclusione del contratto di conto corrente (5 luglio 1999) e quello della approvazione di tale delibera. Non può condividersi nemmeno l'assunto attoreo secondo cui la decisione della banca convenuta di recedere con un preavviso del tutto esiguo dai rapporti intrattenuti con la Newport, tutti a tempo indeterminato ad eccezione di quello di mutuo, fu contraria al canone generale della buona fede. Tale facoltà, infatti, oltre ad essere stato espressamente prevista nei contratti stipulati dalle parti (cfr. in particolare l'art. 14 del contratto di conto corrente, artt. 17 e 18 del contratto di affidamento), fu esercitata in presenza di una circostanza oggettiva che ne giustificava l'esercizio e che, oltre ad essere stata comprovata dalla convenuta non è stata minimamente contestata dagli attori, ossia il protesto di un assegno di importo rilevante (euro 100.000,00) che era stato emesso dall'A. in qualità di legale rappresentante della Newport (cfr., visura cerved prodotta sub 13 dalla convenuta opposta). Venendo alla regolamentazione delle spese di lite l'oggettiva controvertibilità di alcune delle questioni oggetto del giudizio, come quella della discrezionalità dei termini ai sensi dell'art. 183, comma 6, c.p.c o quella della natura giuridica delle rinegoziazioni, integra le gravi ed eccezionali ragioni che giustificano, ai sensi dell'art. 92, comma 2 c.p.c, la loro integrale compensazione tra le parti.

P.Q.M.

Il Giudice Unico del Tribunale di Verona definitivamente pronunciando, ogni diversa ragione ed eccezione disattesa e respinta, rigetta le domande avanzate dagli attori oppositori nei confronti della convenuta opposta e compensa tra le parti le spese del giudizio.

LA RINEGOZIAZIONE DEGLI SWAPS:

TRA NOVAZIONE OGGETTIVA E COLLEGAMENTO NEGOZIALE.

SOMMARIO: 1. Il fatto. - 2. La rinegoziazione degli *swaps* e la dibattuta questione della configurazione della fattispecie. - 3. Derivati speculativi e derivati conservativi: la rilevanza della causa in concreto. - 4. La rilevanza giuridica dei costi impliciti nell'*interest rate swap*.

Una società operante nel settore dell'abbigliamento e delle calzature sportive (la Newsport Company s.r.l.) aveva stipulato, nel luglio del 2000, un accordo normativo con una banca (Cassa di Risparmio di Verona Vicenza Belluno e Ancona) per la negoziazione di strumenti derivati con funzione di copertura del rischio connesso all'oscillazione dei tassi di interesse, relativi a finanziamenti in precedenza erogati dall'istituto di credito all'ente. Da qui, la conclusione di una serie di operazioni in swap, rimodulate più volte, che, tuttavia, disattesero le aspettative della società. Ne derivò, infatti, l'accumulo di perdite significative verso la banca (l'Unicredit Corporate Banking s.p.a, nel frattempo succeduta alla Cassa di Risparmio di Verona Vicenza Belluno e Ancona, poi fusa in Unicredit s.p.a.); banca che ottenne, con decreto del 12 ottobre 2010, l'accoglimento del ricorso di ingiunzione di pagamento delle somme ad essa dovute.

La società in parola, dunque, adì il tribunale di Verona, lamentando la nullità dei singoli contratti di swap per mancanza di causa in concreto; essi, infatti, avrebbero avuto una funzione speculativa, in contrasto con lo scopo di copertura del rischio previsto nel negozio quadro. Inoltre l'attrice dedusse l'invalidità degli accordi in questione (per errore o dolo), in quanto i medesimi non furono risolti anticipatamente a costo zero; eventualità, invece, prospettata al le-

· Contributo approvato dai revisori.

gale rappresentante dell'ente al momento della stipula delle singole rinegoziazioni. La banca, a sua volta, ritenne inammissibili le domande avanzate dalla Newsport sul presupposto che le parti, nel novembre del 2007, avevano oramai risolto consensualmente l'ultimo contratto di swap; in quella sede, peraltro, la società aveva dichiarato di rinunciare espressamente ad ogni pretesa (anche indirettamente) riferita ad accordi in derivati e si era impegnata, altresì, ad estinguere il debito a semplice richiesta.

Il Tribunale in commento preliminarmente ha considerato infondate le domande di risoluzione, in quanto relative a rapporti consensualmente già risolti; esso, invece, ha ritenuto ammissibili le domande di nullità ed annullamento avanzate dalla parte attrice anche in presenza di un negozio non più vigente, e ciò in quanto dirette a «prevenire una domanda di condanna da parte della controparte che si fondi su di esso» Da qui, l'ulteriore affermazione secondo la quale «l'atto dispositivo compiuto dall' attrice, con la dichiarazione del 9 novembre 2007, con riguardo all'ultimo e unico contratto di swap ancora in essere a quella data ha implicato la rinuncia anche agli eventuali crediti, risarcitori o restitutori, che potevano essere sorti in capo ad essa dai precedenti contratti». Al riguardo, a giudizio del Tribunale, rimase indimostrata la teoria attorea per la quale il negozio solutorio fosse da considerare in ogni caso annullabile per dolo dell'istituto di credito e ciò in quanto non fu spiegato «con quali specifiche condotte i funzionari (...) avrebbero indotto il legale rappresentante della Newsport a concludere quell'accordo».

L'autorità giudiziaria giunge a tali conclusioni dopo aver effettuato una significativa ricostruzione in ordine alla qualificazione giuridica delle operazioni di rinegoziazione dei contratti di swap, al contempo, escludendo, nel caso concreto, la nullità degli accordi assunti per mancanza di causa. Il provvedimento in parola, pertanto, offre interessanti spunti di osservazione, con riguardo alle dina-

niche giuridiche che si instaurano nei procedimenti di "rimodulazione" di tali accordi ed in merito ai rapporti esistenti tra le diverse operazioni negoziali succedutesi nel tempo. In particolare, esso consente di soffermarsi sulle relazioni esistenti tra derivati con funzione speculativa e quelli con funzione di copertura del rischio, nonché sulla rilevanza ascritta, *in subiecta materia*, alla teoria della cd. causa in concreto. Di particolare interesse, inoltre, sono le conclusioni cui si perviene in ordine alla liceità del cd. margine lordo a favore delle banche.

2. Non è revocabile in dubbio l'esistenza di un collegamento, almeno di tipo economico, tra l'interest rate swap ed il finanziamento sottostante¹; sul punto, è significativo quanto osservato, anche di recente, dalla giurisprudenza di merito² per la quale, tale connessione comporta la conseguente reciproca comunicazione delle cause di inefficacia o nullità che dovessero riguardare l'uno o l'altro dei negozi. Pertanto, nell'ipotesi di un contratto derivato stipulato a copertura di un finanziamento (non concesso) da erogarsi in data successiva o da elargire in precedenza, la sanzione dovrebbe essere, in ogni caso, quella della nullità.

Invero, una diversa ricostruzione interpretativa può agevolare il recupero di un qualche margine di operatività degli accordi in parola. In questa prospettiva è da apprezzare lo sforzo di chi³ ha rinvenuto, nella prima delle ipotesi di cui sopra (swap a copertura di un finanziamento da erogarsi in data successiva), l'e-

¹ Cfr., per tutti, CAPRIGLIONE, *I prodotti 'derivati': strumenti per la copertura dei rischi o per nuove forme di speculazione finanziaria?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 3, 1995, pp. 359 ss.

² In questi termini la recente pronuncia del Trib. Brindisi, 29 gennaio 2013, in *www.ilcaso.it*. Cfr., altresì, Trib. Lucera, 26 luglio 2012. In dottrina, si rinvia, a TUCCI, *La negoziazione degli strumenti finanziari derivati ed il problema della causa del contratto*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1, pt. 1, 2013, p. 80, secondo il quale, in ipotesi di tal genere si è in presenza di un difetto genetico del contratto al quale manca la causa; e ciò in quanto non è 'logicamente configurabile una copertura di un rischio insussistente'.

³ Cfr. ROCCHIO, *Contratti (in strumenti finanziari) derivati e causa*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1, 2013, pp. 106 ss., cui si rinvia anche per la disamina di altre fattispecie.

sistenza di un implicito meccanismo condizionale volto a subordinare l'efficacia del contratto derivato alla concessione del prestito; mentre nella seconda delle ipotesi prese in considerazione (swap a copertura di un finanziamento che si sarebbe dovuto elargire in data precedente), un errore vizio della volontà sulla natura speculativa piuttosto che conservativa del negozio in parola, con conseguente annullabilità del medesimo.

Al riguardo, può essere utile effettuare alcune osservazioni. Va, infatti, evidenziato che, nell'ipotesi di derivato stipulato a copertura di un finanziamento successivo mai erogato, solo se si ricostruisse la condizione come unilaterale, sarebbe possibile pervenire a delle conclusioni diverse, sul piano delle concretezze, da quelle cui si giunge ritenendo il contratto privo di causa: in entrambi i casi si sarebbe in presenza di un negozio inefficace. Infatti, se la condizione fosse unilaterale, la parte nel cui interesse essa è posta (cliente), potrebbe rinunziarvi anche dopo il mancato verificarsi dell'evento condizionante⁴, sicché, per tale via, l'accordo esplicherà i suoi effetti finali⁵.

Qualora, poi, la natura unilaterale della condizione apposta (espressamente o tacitamente) non fosse desumibile dal contenuto del contratto, sarebbe opportuno che essa venisse esplicitata dalle parti. È solo il caso di precisare che, sulla base delle considerazioni di cui in seguito, i contraenti, in ogni caso, dovranno prospettarsi l'eventualità astratta che il derivato possa perseguire una finalità speculativa; diversamente, l'accordo dovrà comunque considerarsi nullo.

In ordine, invece, all'ipotesi di rinegoziazione degli swaps, la giurisprudenza ha spesso rinvenuto nella pretesa esistenza del collegamento negoziale

⁴ In materia di rinuncia alla condizione già verificatasi, si rinvia, per tutti, a VILLANI, *Condizione unilaterale e vincolo contrattuale*, in *Riv. dir. civ.*, I, 1975, pp. 566 ss.; FERRARA-LAMBERTI, *La condizione unilaterale*, in *Riv. not.*, 1-2, 1995, pp. 201 ss.; CAPOZZI, *Il contratto in generale*, Milano, 2011, pp. 438 ss.; GAZZONI, *Condizione unilaterale e conflitti con i terzi*, in *Riv. not.*, 6, 1995, pp. 1195 ss.

⁵ Sulla distinzione tra effetti negoziali ed effetti finali in materia di condizione contrattuale, si rinvia, per tutti, a BIANCA, *Diritto civile*, 3, *Il contratto*, Milano, 2000, p. 543.

tra l'accordo risolto ed il nuovo contratto, la giustificazione per estendere le cause di invalidità di un patto anche all'altro⁶. Viepiù. Di recente, è stato evidenziato come, proprio in virtù del predetto legame, ove i successivi contratti costituiscono la rinegoziazione dei precedenti, l'inadempimento dell'intermediario ai doveri prescritti dall'articolo 21 del TUF, dovrà ripercuotersi sull'intero rapporto intercorso con il cliente⁷. Tale impostazione permette, dunque, di inficiare la validità di contratti, di per sé privi di vizi, sulla base dell'ampliamento delle conseguenze negative derivanti dalle irregolarità di negozi ad essi funzionalmente connessi.

A ben considerare, tuttavia, ciò che va messo in discussione è, a monte, la stessa sussistenza di un collegamento tra negozi di tal genere; in particolare, si è dell'avviso che, prima di ogni altra considerazione, non possa rinvenirsi connessione tra contratti non più vigenti. Sul punto, può essere utile ricostruire, seppure succintamente, la procedura di rinegoziazione degli swaps. In particolare, nell'eventualità in cui maturi, a favore di una delle parti e a carico dell'altra, il diritto al pagamento del valore negativo del derivato, i contraenti possono addi-

⁶ Cfr. App. Trento, 5 marzo 2009, in *Giur. mer.*, 6, pt. II, 2009, pp. 1512 ss., con nota di SANGIOVANNI, *I contratti derivati e il regolamento Consob n. 11522 del 1998*, pp. 1516 ss., secondo il quale, la nullità di un contratto di swap concluso fuori sede per mancanza dell'indicazione del diritto di recesso di cui all'art. 30 del TUF «travolge anche i successivi contratti di swap stipulati allo scopo di far fronte alle passività generate dai precedenti rapporti, dovendosi ritenere in tal caso sussistente un collegamento negoziale dovuto al nesso teleologico che lega i vari negozi ove la cessazione del precedente dipenda strettamente dalla stipula del successivo». Si veda, inoltre, Trib. Milano 19 aprile 2011, in *Banca borsa tit. cred.*, 6, pt. II, 2011, pp. 748 ss. (spec. p. 764), con nota di GIRINO, *Sviluppi giurisprudenziali in materia di derivati over the counter*, pp. 794 ss.

Inoltre, in senso conforme al riconoscimento di un collegamento negoziale in presenza di operazione di rinegoziazione di swap, il recentissimo provvedimento del Trib. Ravenna del 8 luglio 2013, in *www.ilcaso.it*.

⁷ In tal senso, Trib. Milano, 23 marzo 2012, in *Contratti*, 11, 2012, pp. 900 ss., con nota critica di AUTELIANO, *Contratti derivati e collegamento negoziale*, pp. 905 ss. Secondo la condivisibile opinione dell'Autore (p. 907), «l'obbligazione risarcitoria nasce dall'inadempimento della prestazione (art. 1218 c.c.)»; pertanto «se la singola prestazione considerata non è inadempita, non può farsene derivare alcun obbligo risarcitorio, né tale obbligo può fondarsi sul fatto che un'altra prestazione, collegata, non sia stata eseguita esattamente».

venire alla decisione di risolvere il primo negozio concludendone, al contempo, un secondo nel quale il creditore si impegna a consegnare all'altra parte una somma di denaro pari al differenziale (*up front*), compensando tale debito col credito derivante dallo swap precedente; ciò che rileva è che il nuovo accordo presenta già un valore negativo da recuperare.

Si è in presenza, dunque, di accordi che si succedono l'uno all'altro tra i quali non sembra potersi rintracciare un legame in senso tecnico. Infatti, la caratteristica principale dei negozi collegati è l'autonomia causale dei medesimi in vista di un comune scopo da perseguire⁸; da quest'angolo visuale, risulta, però, difficilmente rinvenibile la connessione funzionale richiesta, per la semplice constatazione che uno dei negozi coinvolti viene consensualmente risolto e, dunque, non esiste⁹. Tale precisazione appare già di per sé sufficiente ad escludere ogni tipo di collegamento tra gli accordi in parola; sul punto, tuttavia, il Tribunale, con il provvedimento in commento, ritiene necessario escludere, nella fattispecie in esame, la presenza di ulteriori elementi che la dottrina considera indispensabili perché possa configurarsi un legame giuridicamente rilevante tra contratti.

Si fa riferimento, più nello specifico, ai seguenti indici: contestualità delle pattuizioni, correlazione fra le stesse, corrispettività delle prestazioni ivi contenute. A ciò aggiungasi che uno dei negozi deve costituire una modalità di esecuzione dell'altro, rinvenendo, in alternativa, in esso, la sua ragione d'essere o la propria causa. Infine, rileva l'attitudine del medesimo di porsi quale presuppo-

⁸ Cfr., per tutti, ROPPO, *Il contratto*, in *Tratt. dir. priv.* a cura di Iudica-Zatti, Milano, 2001, pp. 387 ss., ove espressamente è chiarito (p. 391) che «il fenomeno dei contratti collegati presuppone la pluralità dei contratti».

⁹ In questo senso appare esprimersi, sebbene soltanto *en passant*, autorevole dottrina. Ci si riferisce a DE NOVA, *I contratti derivati come contratti alieni*, in *Riv. dir. priv.*, 3, 2009, p. 19.

sto logico ed economico dell'altro¹⁰.

Come si evince dalla sentenza, ad avviso dell'Autorità giudiziaria, è invece riscontrabile, sulla base dei parametri sopra citati, un collegamento negoziale tra l'accordo risolutorio ed il nuovo swap; e ciò in quanto «il contraente si determina a risolvere il primo *swap* soltanto in presenza di un secondo contestuale nuovo *swap* che consenta di evitare di pagare l'importo della risoluzione anticipata del primo grazie alla compensazione con il pagamento (*up front*) che trova giustificazione nella conclusione del secondo *swap*».

Sul punto, il Tribunale aderisce, pertanto, all'orientamento dottrinale¹¹ secondo il quale, in ragione del collegamento tra accordo risolutorio (e non, dunque, quello risolto) ed il secondo swap, le cause di annullabilità del primo negozio ormai estinto non si riverberano sul successivo; diversamente, quelle relative al contratto risolutorio sarebbero idonee ad estendersi al nuovo derivato. Significativa, inoltre, la considerazione per la quale soltanto in presenza di nullità del primo swap anche il secondo dovrà considerarsi invalido; e ciò in quanto il grave vizio, in tal caso, renderebbe nullo anche il negozio di mutuo dissenso e, con esso, il secondo swap in ragione del collegamento esistente tra i medesimi¹².

Il Tribunale di Verona, dunque, attraverso tale ricostruzione, riconduce, la

¹⁰ In tal senso, RAPPAZZO, *I contratti collegati*, Milano, p. 43. Cfr., inoltre, in giurisprudenza, Cass. civ., 17 maggio 2010, n. 11974, in *Giust. civ. mass.*, 5, 2010, p. 761 per la quale sussiste un collegamento allorquando possa rinvenirsi sia «un requisito oggettivo, costituito dal nesso teleologico tra i negozi, volti alla regolamentazione degli interessi reciproci delle parti nell'ambito di una finalità pratica consistente in un assetto economico globale ed unitario, sia un requisito soggettivo, costituito dal comune intento pratico delle parti di volere non solo l'effetto tipico dei singoli negozi in concreto posti in essere, ma anche il coordinamento tra di essi per la realizzazione di un fine ulteriore, che ne trascende gli effetti tipici e che assume una propria autonomia anche dal punto di vista causale».

¹¹ Cfr. CAPUTO NASSETTI, *Rinegoziazione dello swap e pagamento upfront tra collegamento negoziale, novazione oggettiva e rinnovazione del contratto*, in *Giur. comm.*, 6, pt. 1, 2011, pp. 894 ss.

¹² Cfr. CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, p. 899.

rinegoziazione dei derivati nell'ambito della novazione oggettiva. Ad avviso di chi scrive, è decisamente apprezzabile il tentativo di riportare simili fattispecie in spazi ad esse più congeniali, al contempo, abbandonando gli orientamenti che le pongono tra le ipotesi di collegamento negoziale; tuttavia, non convince l'iter utilizzato per pervenire a tale risultato. Infatti, la "rimodulazione" degli swaps, come già osservato da autorevole dottrina¹³, potrebbe essere ascritta, *sic et simpliciter*, ad una novazione dell'accordo preesistente. Si è, pertanto, dell'opinione che non sia necessario ricostruire un artificioso collegamento contrattuale tra l'accordo risolutorio e la stipula del nuovo derivato per giungere, poi, alla conclusione che le fattispecie di cui in parola producano effetti novativi. Come è noto, infatti, questi ultimi, di per sé, implicano già l'estinzione e la successiva sostituzione dell'accordo precedente con uno nuovo; da qui la possibile riconduzione delle singole fasi che contraddistinguono la rinegoziazione degli swaps (risoluzione e differenziale a carico di una parte, *up front* e compensazione) ad un negozio unitario di novazione che produce, in un solo momento, due distinti effetti giuridici: quello "estintivo" e quello "sostitutivo"¹⁴.

L'inquadramento della rinegoziazione dello swap nell'ambito del contratto di novazione, consente di evitare il ricorso ad artificiosi meccanismi di collegamento tra primo swap, negozio risolutorio e nuovo contratto; al contempo, la presenza di una disciplina specifica, permette di risolvere agevolmente l'intricata questione dell'invalidità degli accordi in parola. Più precisamente, in caso di inesistenza o nullità dell'obbligazione originaria, il nuovo swap sarà senza effetto (*rectius*: nullo), laddove, nell'ipotesi in cui il primo negozio sia annullabile, la

¹³ Cfr. DE NOVA, *I contratti derivati come contratti alieni*, cit., pp. 19 ss.. In argomento, si veda, altresì, CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, p. 900, il quale, tra le varie ipotesi cui ricondurre gli accordi in parola, contempla anche la novazione.

¹⁴ Sugli effetti della novazione si veda, per tutti, PERLINGIERI, *Dei modi di estinzione delle obbligazioni diversi dall'adempimento (art. 1230-1259)*, in *Comm. cod. civ. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1975, p. 67.

novazione sarà valida se il debitore ha assunto il nuovo debito conoscendo il vizio (art. 1234 c.c.).

3. La dottrina, anche di recente, ha evidenziato il difficile rapporto esistente tra aule di giustizia e speculazione, osservando, al contempo, come i derivati che perseguono tale scopo non siano, in fondo, <<un male in sé>>¹⁵. Nei riguardi dei medesimi, nel corso degli anni, si è diffuso, tuttavia, un generale atteggiamento di sfavore. Si fa riferimento, in particolare, alla nota questione circa l'assoggettabilità o meno dei derivati speculativi alla disposizione di cui all'art. 1933 c.c.¹⁶ in considerazione dell'orientamento dottrinale che, inquadrando gli swaps tra i valori mobiliari, aveva ritenuto ad essi applicabile l'art. 23, comma 4, della legge n. 1 del 1991¹⁷. Con l'entrata in vigore del d.lgs n. 415 del 1995 e del d.lgs. n. 58 del 1998, la questione sembrava avesse trovato definitiva soluzione. Tuttavia, un provvedimento del Tribunale di Lanciano¹⁸ ha riaperto il dibattito in materia dopo aver ricondotto gli swaps con finalità speculativa alla scommessa, escludendo, in capo al creditore, l'azione per il pagamento; a detta pronuncia sono, poi, seguite due note sentenze della Cassazione a sezioni unite¹⁹ per le

¹⁵ Cfr. GIRINO, *Alea e trasparenza nella contrattualistica derivata: nuovi progressi giurisprudenziali*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1, pt. 1, 2013, pp. 92 ss.

¹⁶ È solo il caso di precisare che la disposizione di cui all'art. 1933 c.c. non attribuisce azione per il pagamento di debiti che traggano la propria fonte in un gioco o in una scommessa.

¹⁷ Cfr., in argomento, CAPRIGLIONE, *Gli swaps come valori mobiliari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 6, 1991, pp. 792 ss.

¹⁸ Trib. Lanciano, 6 dicembre 2005, in *Giur. comm.*, 1, pt. II, 2007, pp. 131 ss. con nota di GILOTTA, *In tema di interest rate swap*, pp. 134 ss.

¹⁹ Ci si riferisce alle famose Cass. civ., sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724 e n. 26725, note per aver affrontato la questione circa le conseguenze connesse alla violazione degli obblighi informativi posti a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi d'investimento finanziario e a favore dei clienti.

Significativa è, inoltre, la recentissima posizione della giurisprudenza di merito (App. Milano del 18 settembre 2013, in *www.ilcaso.it*) secondo cui il contratto derivato rientra nella categoria della scommessa legalmente autorizzata, la cui causa, ritenuta meritevole dal legislatore dell'intermediazione finanziaria, risiede nella consapevole e razionale creazione di alee; donde la considerazione «che l'articolo 1933 c.c. abbia un ambito di applicazione del tutto residuale, perché

quali la mera presenza in un contratto di un intento speculativo non vale a rendere il medesimo «assimilabile a un giuoco (...), cui sia applicabile il regime giuridico dettato dal citato art. 1933 c.c.».

In virtù dei recenti orientamenti giurisprudenziali, dunque, sembrerebbe non più discutibile l'inapplicabilità della disciplina dettata per la scommessa ai derivati sia essi conservativi che speculativi²⁰. La differente finalità per cui gli stessi vengono stipulati non dovrebbe, infatti, incidere sulla portata della tutela apprestata. Permane, ovviamente, tra i medesimi una sostanziale differenza di tipo funzionale e strutturale rinvenibile nella coerenza proporzionale o meno del rapporto di correlazione, ovvero del vincolo tra derivato ed esposizione debitoria da ricoprire²¹.

La giurisprudenza ha, a volte, giustificato la nullità degli swaps rinegoziati sulla base della loro attitudine a perseguire finalità speculative in ragione della non rispondenza delle condizioni economiche contrattuali alla funzione di copertura del rischio nello stesso enunciata²²; il riferimento alla cd. causa in concreto²³ e, dunque, alla sintesi degli interessi pratici perseguiti dalle parti nego-

concernente esclusivamente le ipotesi di scommessa c.d. tollerata dal legislatore, mentre non riguarda affatto le scommesse legalmente autorizzate che, come tali, debbono attribuire azione per il pagamento».

²⁰ Cfr., tuttavia, la recente sentenza del Trib. Monza, 17 luglio 2012, n. 2028, in *La nuova giur. civ. comm.*, 2, pt. I, 2013, pp. 139 ss., con nota di TOMMASINI, "Interest rate swap" con funzione di copertura e causa concreta del contratto, p. 142 ss., ove si afferma che «a seconda di come vengono strutturati, gli IRS possono essere utilizzati con finalità di copertura dei rischi legati alla variazione dei tassi d'interesse (o di cambio), vale a dire con scopo di tipo "assicurativo", senz'altro lecito e meritevole di tutela ai sensi dell'art. 1322 c.c., o con finalità meramente speculative che, riducendo lo strumento ad una mera scommessa, danno luogo ad obbligazioni non azionabili».

²¹ In tal senso, GIRINO, *I contratti derivati*, in *Il dir. priv. oggi* serie a cura di CENDON, Milano, pp. 271 ss.

²² Cfr., Trib. Monza, 17 luglio 2012, cit., pp. 139 ss.; Trib. Bari, 15 luglio 2010, in *Contratti*, 3, 2011, p. 244 ss., con nota di PISAPIA, *Rinegoziazione del contratto e nullità per mancanza di causa*, p. 260 ss.

²³ L'elaborazione tradizionale della causa quale funzione economico sociale si fa risalire a BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, rist. corr. 2^a ed., Napoli, 1994, pp. 170 ss., laddove la teoria della funzione economico-individuale viene ascritta a G.B. FERRI, *Causa e tipo*

ziali, ha permesso di accordare forme di tutela piuttosto efficaci agli investitori nell'ipotesi di andamento negativo del derivato stipulato con la banca. Ciò, ben inteso, non concerne l'eventualità in cui il contraente sia un ente pubblico; a quest'ultimo, infatti, è vietato concludere derivati speculativi con la conseguenza che, in caso di violazione, l'accordo sarà, sì, nullo ma per contrarietà a norma imperativa²⁴.

Accanto a tale orientamento se ne rinviene un altro che riconosce una pretesa risarcitoria in capo al cliente (che non sia ente pubblico) nelle ipotesi al vaglio; pretesa giustificata dalla violazione delle regole di condotta degli intermediari, tenuti, per legge a proporre un prodotto adeguato alle esigenze dei propri clienti <<e, quindi, almeno tendenzialmente privo di implicazione speculative>>²⁵. Di diverso avviso si mostra parte della dottrina che, nella difformità tra il prodotto offerto e le richieste dei clienti rimaste disattese, scorge i presupposti per applicare la disciplina della risoluzione del contratto per *aliud pro alio*²⁶; di contro, è stato osservato come, nelle fattispecie in discorso, non si sia

nella teoria del negozio giuridico, Milano, 1966, pp. 372 ss. Si vedano anche ID., *Tradizione e novità nella disciplina del negozio giuridico*, in *Riv. dir. comm.*, I, 1986, pp. 127 ss. e ID., voce *Negozio giuridico*, in *Dig. disc. civ.*, XI, 1994. La giurisprudenza, come è noto, a sezioni unite ha aderito a tale ultimo orientamento (Cass. civ., sez., un., 8 maggio 2006, n. 10490, in *Contratti*, 7, 2007, p. 621 ss., con nota di RIMOLDI, *La causa quale ragione in concreto del singolo contratto*; in *Riv. not.*, 1, pt. II, 2007, pp. 180 ss., con nota di UNGARI TRANSATTI, *La Cassazione sposa la tesi della causa in concreto del contratto*; in *Nuova giur. civ. comm.*, 3, I, 2007, pp. 299 ss., con nota di CUCCOVILLO, *La nullità del contratto d'opera per difetto di causa*; in *Corr. giur.*, 12, 2006, p. 1718, con nota di ROLFI, *La causa come "funzione economico sociale": tramonto di un idolum tribus?*).

²⁴ Ci si riferisce al D.M. n. 389 del 2003 (e all'articolo 41 della citata legge n. 448 del 2001, così come modificato dall'articolo 2, comma 1-bis del decreto-legge 22 febbraio 2002, n. 13, convertito, con modificazioni, dalla legge 24 aprile 2002, n. 75) pubblicato sulla Gazzetta ufficiale del 4 febbraio 2004. Al riguardo, cfr. Trib. Pescara, 12 aprile 2010, in *Contratti*, 3, 2011, p. 247 ss., con nota di PISAPIA, *Rinegoziazione del contratto e nullità per mancanza di causa*, p. 260 ss., secondo cui «la natura imperativa delle disposizioni che consentono l'utilizzo dei derivati da parte degli Enti pubblici ai soli fini di copertura dei rischi derivanti dall'indebitamento comporta la nullità dei contratti di swap conclusi in violazione di dette disposizioni».

²⁵ Trib. Milano, 19 aprile 2011, in *Banca borsa tit. cred.*, cit., p. 748.

²⁶ Cfr. PISAPIA, *Rinegoziazione del contratto e nullità per mancanza di causa*, cit., p. 265 s.

in presenza di una materiale discordanza tra quanto previsto nel contratto ed il prodotto consegnato²⁷.

Appare, invero, condivisibile l'impostazione che rinviene nella incongruenza tra le esigenze specifiche di copertura del rischio che i clienti intendono tutelare e scopo speculativo perseguito in concreto dagli swaps rinegoziati, un difetto causale tale da rendere il negozio nullo²⁸; ciò sul presupposto, però, che il nuovo derivato abbia effettivamente tale finalità. Invece, parte della dottrina non dubita che il negozio col quale viene rimodulato l'accordo precedente, presenti elementi tali da renderlo comunque inidoneo all'obiettivo conservativo programmato²⁹. In questo senso, sembra esprimersi anche il Tribunale nel provvedimento in commento; più precisamente, «il nuovo *swap* assume una funzione che è *necessariamente* speculativa in quanto è diretto a ridurre o a differire nel tempo il concreto realizzarsi della perdita provocata dallo *swap* precedente».

A nostro avviso, un derivato rinegoziato sarà nullo se produce un effetto deviante rispetto ad una specifica imposizione normativa (come quella prevista per gli enti pubblici), oppure alla volontà delle parti (racchiusa in un'espressa clausola o, comunque, desumibile dal contenuto degli accordi) diretta a perseguire una finalità (di copertura del rischio) diversa da quella in concreto perseguita (speculativa)³⁰. Diversamente esso dovrà essere considerato valido³¹.

²⁷ Cfr. VIGORITI, *Profili soggettivi e oggettivi dei contratti di swap su tassi di interesse*, in *La nuova giur. civ. comm.*, 2, pt. I, 2012, p. 140 ss., nota a Trib. Civitavecchia, 1 agosto 2011, e a Trib. Civitavecchia, 8 giugno 2011.

²⁸ *Contra*, SEMERARO, *Copertura e speculazione: funzioni e disfunzioni dell'interest rate swap*, in *Riv. dir. banc.*, 27, 2013, consultabile sul sito internet www.dirittobancario.it.

²⁹ Per tutti, TUCCI, *La negoziazione degli strumenti finanziari derivati ed il problema della causa del contratto*, cit., p. 82 che, con riferimento al contratto rinegoziato, afferma come non possa «essere ritenuta di copertura un'operazione che evidenzi un disallineamento genetico con l'indebitamento sottostante o, addirittura, che non risulti in alcun modo "collegabile" a un preesistente indebitamento».

³⁰ In questi termini anche GIRINO, *Alea e trasparenza nella contrattualistica derivata: nuovi progressi giurisprudenziali*, cit., pp. 94 ss.

Quanto sostenuto non sembra comportare conseguenze rilevanti a seconda della tesi cui si intenda aderire in ordine alla configurazione degli accordi di swap rinegoziati. In particolare, se si condivide l'orientamento, al presente maggioritario, del collegamento contrattuale, l'eventuale natura speculativa dei medesimi risulta inconciliabile con la finalità di copertura di rischio programmata dalle parti *ab origine*, determinando (in forza del legame tra di essi) la nullità degli accordi in parola per difetto di causa.

È pur vero, tuttavia, che le parti (espressamente o implicitamente) possono spezzare detto collegamento svincolando, col loro consenso, l'ultimo swap dagli altri (riconoscendone, ad esempio, la funzione speculativa). Alle medesime conclusioni si dovrebbe poter pervenire aderendo alla tesi, fatta propria dal provvedimento in commento, che riconduce la rinegoziazione degli swaps alla novazione; più in particolare, il meccanismo estintivo/costitutivo connaturato a tale istituto, permette ai contraenti di "slegarsi" da pattuizioni assunte in precedenza. Ne deriva la possibilità di perseguire finalità diverse da quelle che inizialmente si erano prefisse, purché ciò sia in sintonia con quanto richiesto, sul piano delle concretezze, dal cliente.

Sembra, in ogni caso, incongruente quanto evidenziato dal Tribunale nella sentenza in commento. Esso, per un verso, osserva, come si è detto, che lo swap rinegoziato assume una causa necessariamente speculativa e, per l'altro, con riguardo al caso di specie, rileva «come detti derivati fossero stati conclusi come strumenti finanziari volti espressamente a calmierare il c.d. rischio tassi»; donde la considerazione per la quale il rilievo di nullità dei singoli contratti sarebbe dovuto essere disatteso. Delle due l'una: o si considera lo swap rinegozia-

³¹ Sul punto, cfr. Trib. Milano, 8 febbraio 2012, in *www.ilcaso.it*, secondo cui «la originaria funzione di copertura perseguita dalle parti nella conclusione di un derivato consente di valutarne la coerenza con il rischio sottostante. Successive rimodulazioni del contratto tali da introdurre componenti speculative e di maggiore complessità non ne determinano la nullità per difetto di causa, attesa la liceità anche di derivati speculativi».

to idoneo a perseguire finalità di copertura del rischio (e, allora, *nulla quaestio*), o si ritiene che quest'ultimo abbia scopo speculativo (e, di conseguenza, sulla base della ricostruzione sopra proposta, per essere valido, esso deve rispondere ad una concreta esigenza e richiesta da parte dell'investitore).

Inoltre, un ulteriore profilo non preso in considerazione dalla sentenza (perché non sollevato dall'attore) è l'estraneità del fine speculativo all'oggetto sociale dell'impresa contraente; significative sono le considerazioni espresse, sull'argomento, dalla giurisprudenza di merito secondo cui il legale rappresentante di una società può stipulare contratti finanziari aleatori purché strumentali alla gestione imprenditoriale, donde l'impossibilità di porre in essere negozi con finalità meramente speculative³². Sulla base di detto orientamento, la dottrina ha mostrato particolare preoccupazione in merito a molti derivati (definiti «a rischio»); ciò in considerazione del fatto che quelli rinegoziati possono avere tale scopo³³. Va, tuttavia, chiarito che il riconoscimento dell'estraneità all'oggetto sociale di derivati speculativi (in quanto non strumentali all'esercizio di impresa), non si riverbera sulla validità dell'atto posto in essere dai legali rappresentanti dell'ente, il quale continuerà, pertanto, ad essere efficace nei confronti dei terzi (salva l'*exceptio doli*); al riguardo rileva, infatti, la nota distinzione tra potere di rappresentanza e potere di gestione riconosciuto in capo all'organo amministrativo di una società, con la conseguente (eventuale) responsabilità solo interna di quest'ultimo verso la medesima³⁴. Va da sé che quanto affermato vale per con-

³² Trib. Bergamo, 4 maggio 2006, in *Riv. dott. comm.*, 4, 2007, pp. 705 ss., con nota di GIORGETTI, *Contratti di swap e impugnazione del passivo fallimentare*, pp. 710 ss. In materia non risultano altri precedenti benché si rinvenzano giudizi nei quali gli istanti abbiano avanzato perplessità circa la congruenza dello scopo in parola con l'oggetto sociale dell'ente investitore. Ci si riferisce, di recente, a Trib. Ravenna, 8 luglio 2013, cit. e ABF, decisione, 12 aprile 2012, n. 1073, consultabile sul sito ufficiale dell'Arbitro bancario finanziario.

³³ Così, DE NOVA, *I contratti derivati come contratti alieni*, cit., p. 17.

³⁴ Per tutti, *post* riforma, si invia a BONELLI, *Atti estranei all'oggetto sociale e poteri di rappresentanza*, in *Giur. comm.*, 4, pt. I, 2004, pp. 924 ss.

troverse insorte successivamente alla riforma del diritto societario; ciò in quanto, per quelle precedenti, troverà applicazione l'abrogato art. 2384 bis c.c. che rendeva inopponibile ai terzi l'atto estraneo all'oggetto sociale compiuto dagli amministratori soltanto nell'ipotesi in cui essi fossero stati in buona fede³⁵.

È opportuno precisare come, nel caso di specie, risulta che l'accordo normativo fu concluso nel 2000, ma la data di stipulazione dell'ultimo swap contestato risale al 2006; ne consegue, che la disciplina eventualmente applicabile alla fattispecie, si da determinare le conseguenze connesse alla presumibile estraneità dell'operazione al vaglio all'oggetto sociale, sia quella successiva alla riforma del diritto societario. Va, inoltre, osservato come l'ambito di attività della società attorea (abbigliamento e calzature), non sembri, *ictu oculi*, fornire alla società il potere di compiere anche un'operazione speculativa (fermo restando che l'indagine imporrebbe una disamina dello statuto sociale).

4. Significative, infine, sono le considerazioni effettuate dal Tribunale di Verona nel provvedimento in commento in ordine alla rilevanza del cd. margine lordo implicito nelle operazioni di cui trattasi. In particolare, l'Autorità giudiziaria chiarisce che l'esistenza di tale "commissione" non sia, di per sé, patologica essendo, anzi, connaturale alle vicende in parola, purché essa non crei un eccessivo sbilanciamento a carico dell'investitore. Tale impostazione risulta, di certo, innovativa rispetto all'atteggiamento generalmente assunto dalla giurisprudenza in materia³⁶, benché, di fatto, non risolva i dubbi evidenziati in dottrina con riguardo alle procedure di valutazione degli swaps. Le predette stime, come è

³⁵ Parte minoritaria della dottrina sostiene che la nuova formulazione dell'art. 2384 c.c. vada interpretata, invece, in funzione dell'oggetto sociale, con la conseguenza che il potere di rappresentanza attribuito agli amministratori debba comunque essere circoscritto nei limiti del medesimo. In argomento, cfr. PESCATORE, *La riforma del diritto societario*, a cura di Buonocore, Torino, 2003, p. 69.

³⁶Cfr., per tutti, i provvedimenti del Trib. Monza, 17 luglio 2012, cit., p. 139 e Trib. Orvieto, 12 aprile 2012, in *www.ilcaso.it*.

stato evidenziato³⁷, si basano su taluni parametri predeterminati (*pricing* in senso stretto) ed altri soggettivi (*valuation*); questi ultimi tengono conto, altresì, dei costi, dell'intermediario nonché dei rischi creditizi ricadenti su quest'ultimo.

A ben considerare, come è evidenziato dal provvedimento in commento, l'istituto bancario non assume rischi di mercato al momento della conclusione del contratto di swap e ciò in quanto esso stipula, al contempo, un negozio di segno opposto con un soggetto terzo; donde la creazione di un margine lordo implicito a favore della banca. Esso è costituito, per un verso, «dalle condizioni più favorevoli che la stessa spunta sul mercato per concludere il contratto di segno contrario», e, per altro verso, *dalla copertura del rischio di credito e dei costi operativi (valuation)*: detta somma dovrà essere effettivamente pagata soltanto alla naturale scadenza dello swap o nell'ipotesi di risoluzione anticipata dell'accordo.

Come si è detto, desta particolare perplessità la modalità di valutazione dei predetti costi; valutazione avente ad oggetto entità di tipo previsionale che, tuttavia, è rimessa alla discrezionalità dell'istituto bancario, donde la considerazione che a fronte di un contratto aleatorio si sia in presenza, altresì, di un «controllo aleatorio»³⁸. A ben considerare, la determinazione precisa di elementi la cui stima esatta non è possibile effettuare nemmeno da esperti del settore, richiederebbe, quantomeno, che alla procedura di calcolo partecipassero tutte le parti negoziali. Tuttavia, sul piano delle concretezze, essa è effettuata unilateralmente dall'intermediario; ne consegue, dunque, un apodittico affidamento (e presa d'atto) da parte dell'investitore.

³⁷ Cfr. CAPUTO NASSETTI, *Il grande equivoco della valutazione dei contratti di swap*, in *Giur. comm.*, 2, pt. II, 2012, pp. 467 ss., nota a Trib. Milano, 6 aprile 2011, pp. 449 ss. Al riguardo, cfr., altresì, di recente, MAFFEIS, *Costi impliciti nell'interest rate swap*, in *Gir. comm.*, 3, pt. I, 2013, pp. 648 ss.

³⁸ Cfr. DE NOVA, *I contratti derivati come contratti alieni*, cit., p. 19.

Da quest'angolo visuale è condivisibile la posizione della dottrina³⁹ che consiglia di tralasciare le problematiche connesse alle modalità di valutazione degli swaps, ponendo attenzione alla determinazione del "giusto comportamento" piuttosto che del "giusto prezzo". In tale prospettiva si dà maggiore risalto agli obblighi di correttezza e diligenza che per legge sono posti a carico dell'intermediario. Pertanto, il rispetto di tali impegni rappresenta il parametro di riferimento oltre il quale determinare le pretese risarcitorie derivanti dall'eventuale eccessivo squilibrio dell'importo che, secondo il provvedimento in commento, renderebbe «l'esistenza del margine lordo (...) segno di patologia».

Va, infine, osservato che ad opinione del Tribunale, l'attrice, qualora avesse desiderato riequilibrare il profilo economico dell'operazione, avrebbe «dovuto avanzare domanda di condanna della convenuta al pagamento di importi addebitati al primo, in relazione ad un contratto di swap, a titolo di cc.dd. commissioni implicite». Tale proposito, tuttavia, implicherebbe l'intento di mantenere in essere il contratto, ponendosi, dunque, in contrasto con la volontà di ottenere l'annullamento, per errore o dolo, del medesimo; e ciò in quanto tale istanza «è sintomatica dell'assenza del carattere dell'essenzialità di questo stato soggettivo». Inoltre, esso risulta inconciliabile con l'azione di «risoluzione per inadempimento e con quella di nullità che siano fondate sulla violazione degli obblighi comportamentali dell'intermediario». A dire il vero, tale orientamento non appare del tutto convincente, almeno nell'eventualità in cui la domanda giudiziaria di invalidità dell'accordo concerni proprio le caratteristiche e le modalità determinative della predetta "commissione". In altri termini, ferme restando le difficoltà connesse ad una corretta valutazione di tali costi nonché i dubbi circa le conseguenze derivanti da inesatte stime degli stessi, la richiesta di restituzione del margine di

³⁹ Cfr. CARLEO - L. MOTTURA - C. D. MOTTURA, *Sul "valore" di un derivato. Argomentazioni in margine alla disputa tra amministrazioni pubbliche e banche*, in *I Contratti*, 4, 2011, p. 389.

intermediazione lordo corrisposto (o lo storno di quello addebitato) non appare necessariamente incompatibile con l'istanza di nullità parziale (ai sensi dell'art. 1419 c.c.) basata, ad esempio, sui vizi della procedura di stima o, ancora, sull'occultamento al cliente dell'entità di tale importo⁴⁰.

Diego Rossano

*Ricercatore di diritto dell'economia
nell'Università degli Studi di Napoli "Parthenope"*

⁴⁰ Cfr., da ultimo, Trib. Torino, 17 gennaio 2014, in *www.ilcaso.it*, secondo cui l'obbligo di informazione e di trasparenza della banca deve sussistere anche con riguardo alle cc.dd. commissioni implicite. Esso si traduce «nell'indicazione chiara dei reali costi della struttura (...); costi in grado di incidere «sullo stesso oggetto del contratto, sia sotto il profilo della pattuizione del compenso della banca sia sotto il profilo dell'esatta determinazione delle alee rispettivamente assunte (...),» donde la grave sanzione della nullità in assenza di precisazioni sui medesimi.

ARBITRO BANCARIO FINANZIARIO

DECISIONE DEL COLLEGIO DI NAPOLI

Ai fini dell'applicazione dell'art. 1815, comma 2, c.c. e della verifica del superamento del tasso soglia-usura, gli interessi moratori non vanno sommati a quelli corrispettivi.

1. Con atto del 3.9.2013, la ricorrente si è lamentata della presunta imposizione da parte della banca, in due contratti di finanziamento, di interessi usurari. A suo dire sarebbero stati pattuiti interessi moratori che, sommati agli interessi corrispettivi (come previsto dalla sentenza n. 350 del 2013 della Cassazione), porterebbero ad un superamento del tasso soglia. Di conseguenza, ha chiesto l'accertamento della nullità parziale del contratto e, in particolare, della clausola relativa agli interessi, nonché il ricalcolo delle rate, il rimborso degli interessi versati e l'eliminazione di quelli da versare.

Con controdeduzioni del 7.10.2013, la banca ha respinto le censure, affermando di non avere mai convenuto interessi usurari, e precisando, comunque, che per quanto riguarda il fenomeno dell'usura gli interessi moratori non possono essere trattati allo stesso modo degli interessi corrispettivi.

2. Dalla documentazione esibita risulta che effettivamente la ricorrente ha stipulato due contratti "di prestito finanziario" con la banca: il primo in data 19.7.2006, per un importo di € 30.000,00 da rimborsare in 60 rate mensili posticipate, comprensive di interessi corrispettivi pari al 7,80% annuo; il secondo in data 21.5.2010, per un importo di € 60.000,00 da rimborsare sempre in 60 rate mensili posticipate, comprensive di interessi corrispettivi pari al 5,85% annuo. In entrambi i contratti è contenuta un'identica clausola che regola l'eventuale ope-

ratività di interessi moratori. In particolare, è stabilito che in caso di inadempimento da parte del cliente si applichino, sulle somme dovute e non pagate, gli interessi moratori, che tali interessi decorrano dalla data di scadenza della rata impagata fino al momento del pagamento, che essi siano dovuti nella misura pari al tasso corrispettivo maggiorato del 2%, che gli interessi moratori non possano mai essere superiori al tasso soglia, e che, se per assurdo superassero tale limite, si ridurrebbero automaticamente al tasso soglia.

Vale la pena di notare, pur se le parti non enunciano nulla al riguardo, che il primo finanziamento (del 19.7.2006) sembra esaurito, mentre il secondo (del 21.5.2010) appare ancora in corso. Non è dato sapere neppure se gli interessi moratori siano mai stati applicati dalla banca e pagati al cliente.

Entrambi questi elementi, però, non sembrano decisivi per la soluzione della controversia.

Neppure appare decisiva la circostanza che il primo contratto sia stato stipulato il 19.7.2006, cioè prima del limite temporale di competenza del Collegio fissato al 1.1.2009, risultando, quindi, irricevibili le richieste ad esso relative. È sufficiente, infatti, prendere in esame le censure (identiche) relative al secondo contratto (quello del 21.5.2010), ricompreso nella sfera di competenza temporale del Collegio.

3. Il punto da cui parte la ricorrente, come accennato, è che nella specie sarebbero stati convenuti, al momento della stipula, interessi moratori che, seguendo l'orientamento della Cassazione (almeno nella interpretazione offerta), e, cioè, sommati agli interessi corrispettivi, porterebbero al superamento del c.d. tasso soglia, ricadendo nell'ambito di operatività dell'art. 1815, co. 2, c.c. Sicché la clausola sarebbe nulla, non dovrebbero applicarsi interessi di alcun tipo, quelli già versati andrebbero restituiti, mentre quelli ancora da corrispondere non sarebbero più dovuti.

In sostanza vengono proposte due domande: una di accertamento della presunta nullità (parziale) ex art. 1815, co. 2, c.c., ed una d'indebito.

Fatta questa premessa, la prima questione che viene in luce è quella che concerne l'ambito di operatività dell'art. 1815, co. 2, c.c..

Com'è noto, tale disposizione prevede che, qualora siano stati convenuti interessi usurari, la clausola sia affetta da nullità e non siano dovuti interessi di qualsiasi genere. La norma è dettata specificamente per il mutuo, ma si discute se essa operi anche al di fuori di questa figura negoziale. In merito, si contrappongono due orientamenti. Il primo restrittivo, secondo cui l'art. 1815 c.c. sarebbe una norma dettata espressamente per il mutuo e dal carattere eccezionale, sicché non potrebbe operare oltre il perimetro di questo negozio, anche per la durezza della sanzione che viene irrogata.

Il secondo orientamento ritiene, invece, che la disposizione citata potrebbe stendersi ad altri contratti, quanto meno a quei finanziamenti che condividono con la figura negoziale citata i tratti salienti.

Il Collegio ritiene di aderire a questo secondo orientamento. Nel senso che sia necessario valutare caso per caso, e che, qualora si sia al cospetto di un finanziamento che possa essere accomunato al mutuo, non vi sia ragione per escludere l'operatività dell'art. 1815, co. 2, c.c. anche a questo negozio. Allorché non vi siano difformità di carattere strutturale, insomma, è da ritenere che sia preferibile l'interpretazione estensiva, la quale non pone questioni (e limiti) di analogia, dato che ci si muove pur sempre nell'ambito dello stesso *genus* tipologico.

Nel caso specifico, i finanziamenti, al di là dell'assenza del carattere reale (*adde*: manca la consegna del denaro), sembrano assumere gli stessi connotati del mutuo (sono sintomatici, ad esempio, l'obbligo di restituzione rateale del capitale e degli interessi, il trasferimento della proprietà del denaro, il carattere

oneroso del prestito, la previsione del termine per la restituzione).

In definitiva, non sembra che vi sia alcun ostacolo ad applicare l'art. 1815 c.c. a finanziamenti come quelli in esame.

4. Sotto altro profilo, vale la pena di osservare che la ricorrente ha eccepito il presunto superamento del tasso soglia, richiamando una recente sentenza della Cassazione. A suo dire, quest'ultima avrebbe precisato che, ai fini dell'applicazione dell'art. 1815, co. 2, c.c., gli interessi moratori andrebbero sommati a quelli corrispettivi.

Per la verità, la sentenza della Cassazione, a cui la ricorrente si riferisce (del 9.1.2013 n. 350), non ha affermato ciò e, soprattutto, non ha parlato di sommatoria d'interessi con riguardo all'usura. Basta leggere la sentenza per rendersene conto.

Quando viene in esame la censura di usurari età dei tassi, la Cassazione, in effetti, riporta il contenuto del ricorso, affermando che *“parte ricorrente deduce che l'interesse pattuito (inizialmente fisso e poi variabile) era del 10,5%, in contrasto con quanto è previsto dal D.M. 27 marzo 1998, che indica il tasso praticabile per il mutuo nella misura del 8,29%. Tale tasso dovrebbe ritenersi usurario a norma della Legge n. 108 del 1996, art. 1, comma 4, tanto più ove si consideri che fu richiesto per l'acquisto di un bene primario quale la casa di abitazione e che dovrebbe tenersi conto della prevista maggiorazione di 3 punti in caso di mora”*. A fronte di ciò, la S.C. ha ritenuto fondata la censura, perché dalla censura dell'atto di appello risulta che *“parte ricorrente aveva specificamente censurato il calcolo del tasso pattuito in raffronto con il tasso soglia senza tener conto della maggiorazione di tre punti a titolo di mora, laddove, invece, ai fini dell'applicazione dell'art. 644 c.p. e dell'art. 1815, comma 2, c.c., si intendono usurari gli interessi che superano il limite stabilito dalla legge nel momento in cui essi sono promessi o comunque convenuti, a qualunque titolo, quindi anche a ti-*

tolo di interessi moratori (Corte Cost., 25 febbraio 2002, n. 29: << Il riferimento, contenuto nel d.l. n. 394 del 2000, art. 1, comma 1, agli interessi a qualunque titolo convenuti rende plausibile – senza necessità di specifica motivazione – l'assunto, del resto fatto proprio anche dal giudice di legittimità, secondo cui il tasso soglia riguarderebbe anche gli interessi moratori>>; Cass., n. 5324/2003)”.

Questi sono i passi salienti della sentenza. Come si può notare, quindi, non vi è alcun cenno al fatto che gli interessi corrispettivi e quelli moratori vadano sommati tra loro, dando vita ad un presunto tasso sommatoria. La Cassazione si è limitata solo a ribadire il proprio orientamento, in virtù del quale pure gli interessi moratori debbono essere sottoposti al vaglio di usurai età al pari di quelli corrispettivi (cfr., ad esempio, Cass. 22 aprile 2000, n. 5286, in *Contratti*, 2000, 685).

In realtà, pure questo punto non è del tutto pacifico. Si ritiene, non senza ragione, che interessi moratori e corrispettivi non possano essere posti sullo stesso piano. Per cui, mentre questi ultimi andrebbero sempre contenuti nei limiti del c.d. tasso soglia, le valutazioni relative ai primi dovrebbero seguire altre strade.

Le ragioni principali di questa differenziazione ruotano, in primo luogo, intorno alla funzione degli interessi moratori. Questi configurano, com'è noto, una sorta di liquidazione presuntiva e forfettaria del danno causato dal mancato o ritardato pagamento di un'obbligazione pecuniaria (art. 1224, co. 1, c.c.). La loro caratteristica è quella di essere dovuti dal giorno della mora. Si osservi che il creditore ha diritto agli interessi moratori anche se non erano previsti nel contratto (art. 1224, co. 1, c.c.), ed a prescindere dalla prova del danno subito.

Quanto alla misura, se il tasso degli interessi moratori non è previsto espressamente nel contratto, esso sarà pari a quello pattuito per gli interessi corrispettivi (essendo paradossale, com'è stato fatto notare, che il tasso, proprio a partire

dall'inadempimento, si riduca da quello convenuto a quello legale, favorendo, così, il debitore inadempiente).

Va aggiunto che le obbligazioni pecuniarie relative a debiti liquidi (com'è il caso in esame, e com'è nel mutuo) vanno adempite al domicilio del creditore (art. 1182, co. 3, c.c.) (Cass., 16 aprile 2001, n. 3808; Cass., 26 luglio 2001, n. 10226), senza necessità di costituzione in mora (art. 1219, co. 2, n. 3, c.c.). il che significa che, per i crediti di denaro liquidi, dal momento della scadenza, sono dovuti immediatamente ed automaticamente interessi moratori, restando esclusa l'applicazione dell'art. 1282 c.c. In parola povere, quando vi è l'inadempimento interessi corrispettivi ed interessi moratori, in via di principio, non si cumulano, ma sono dovuti solo i secondi (in argomento sul tema ABF – Collegio Napoli 20 novembre 2013, n. 5877/2013).

Al contempo, il carattere risarcitorio degli interessi moratori pone questi ultimi su di un piano profondamente diverso dagli interessi corrispettivi. E, soprattutto, in situazione patologiche li rende riequilibranti attraverso il rimedio di salvaguardia dettato dall'art. 1384 c.c..

In secondo luogo, non va trascurato un altro elemento differenziale. Esso corrisponde alla necessaria e logica interdipendenza che esiste tra l'erogazione del credito e l'usura. Nel senso che, a differenza dell'interesse corrispettivo, nessun ruolo ha l'interesse moratorio (per la già vista funzione) nella concessione del credito. Ne sono dimostrazione i dati forniti dall'art. 644, co. 1, c.p. (che si riferisce a colui che *“si fa dare o promettere ... in corrispettivo di una prestazione di denaro ... interessi”*) e dall'art. 2 bis della legge 28.1.2009, n. 2 (che prevede che *“gli interessi, le commissioni e le provvigioni derivanti dalle clausole, comunque, denominate, che prevedono una remunerazione, a favore della banca ... sono comunque rilevanti ai fini dell'applicazione dell'art. 1815 del codice civile, dell'art. 644 del codice penale”*). Non va dimenticato, peraltro, che esiste un

elemento testuale di segno opposto, contenuto nell'art. 1 del d.l. 29.12.2000, n. 394 (conv. dalla l. 28.2.2001, n. 24), ove, ai fini dell'usura, si fa riferimento agli *"interessi che superano il limite stabilito dalla legge nel momento in cui essi sono promossi o convenuti, a qualunque titolo"*). Non sembra, comunque, che quest'ultimo dato testuale – anche alla luce di una sua interpretazione storico-sistemica – sia in grado di cancellare il forte legame che esiste tra erogazione del credito ed usura e, soprattutto, di snaturare la funzione degli interessi moratori.

Resta la convinzione che l'interesse moratorio, dal punto di vista del debitore, assolve ad un ruolo essenzialmente dissuasivo, ricordandogli che l'inadempimento comporta per lui un aggravio dell'onere. Mentre, dal punto di vista del creditore, assume un ruolo puramente risarcitorio, non rappresentando un vero e proprio corrispettivo del credito erogato.

Di ciò appare consapevole la S.C., che, sia pur in sede penale e con riguardo a fattispecie vicina, ha precisato, di recente, che *"l'obbligazione di pagamento nascente dalla clausola penale non si pone in diretta connessione con le obbligazioni principali reciprocamente assunte dalle parti, la somma conseguibile a detto titolo non è idonea a integrare i profili illegittimi richiesti per la configurazione del delitto di usura, a meno che le parti non abbiano dissimulato il pagamento di un corrispettivo, attraverso un simulato e preordinato inadempimento"* (Cass., 25 ottobre 2012 – 5 febbraio 2013, n. 5683, in *Foro it.*, 2013, II, 484. Sull'assimilazione degli interessi moratori alla clausola penale, v. già Trib. Napoli, 12 febbraio 2004, in *Giur. merito*, 2004, 1340).

Il carattere degli interessi moratori e l'indipendenza rispetto alle condizioni di erogazione del credito si desumono anche da un altro punto di vista.

Per la banca, ad esempio, la pattuizione degli interessi moratori, per quanto detto in precedenza, potrebbe anche mancare del tutto, posto che questi interessi (sia pure in misura pari a quelli corrispettivi) sarebbero comunque

dovuti. Essi svolgono sicuramente una funzione di ammonimento verso il debitore, ma non sono determinanti nella formazione del credito, distanziandosi, così, dall'attività bancaria propriamente intesa.

Per il cliente, all'opposto, la concreta applicazione degli interessi moratori dipende, in definitiva, solo dal proprio comportamento. Se le rate vengono rimborsate al momento dovuto, ovviamente, non si applicano mai gli interessi moratori. In sostanza, il fatto che tutto dipenda esclusivamente dal debitore e che ci si trovi al cospetto di un fattore non cogente confermano che si è al di fuori del fenomeno dell'usura (cfr. Collegio ABF di Roma, 17 febbraio 2012, n. 1796, secondo cui le spese di assicurazione non costituiscono presupposto necessario per ottenere il finanziamento, trattandosi di oneri a cui spontaneamente il cliente ha aderito non rilevando ai fini dell'usura).

5. Quanto finora osservato induce ad escludere in linea di principio gli interessi moratori dalla valutazione dell'usura.

Tuttavia, appare utile verificare se questa conclusione trovi conferma anche in concreto.

In altri termini, va posto il quesito se gli interessi moratori siano svincolati da qualsivoglia valutazione, ovvero incontrino, comunque, un limite al momento della pattuizione. La domanda è se gli interessi moratori debbano rimanere al di sotto del c.d. tasso soglia. Ciò per il semplice motivo che l'interesse moratorio non concorre in alcun modo nella rilevazione periodica e, quindi, alla formazione del c.d. tasso soglia. Ne consegue che non sono raffrontabili due elementi disomogenei. Senza necessità di ripercorrere i punti salienti della discussione, è sufficiente ricordare in merito le posizioni della Banca d'Italia e del Ministro dell'Economia e delle Finanze. Le Istruzioni della Banca d'Italia sulla rilevazione dei tassi medi ai fini dell'usura hanno sempre precisato che gli interessi moratori sono esclusi dal calcolo del TEGM, che, com'è noto, costituisce la base del c.d.

tasso soglia.

Posizione che è stata ribadita, di recente, nei chiarimenti del 3.7.2013 in cui la Banca d'Italia ha precisato che gli interessi moratori non vanno presi in considerazione *“perché non sono dovuti dal momento della rogazione del credito ma solo a seguito di un eventuale inadempimento da parte del cliente”*.

Analogamente i decreti ministeriali, a partire dal primo, escludono costantemente gli interessi di mora dal TEGM.

In definitiva gli interessi moratori non possono venire rapportati al c.d. tasso soglia.

Occorre chiedersi, però, se tali interessi vadano raffrontati a qualcos'altro.

Il riferimento potrebbe essere costituito da quel dato rilevato nel 2002, concernente gli interessi moratori contrattualmente previsti dalle banche, pari mediamente ad una maggiorazione del 2,10%.

Anche questo elemento, però, non appare utilizzabile per varie ragioni in vista del giudizio di usurai età. Innanzitutto, perché si tratta di un *“indagine statistica”* effettuata a meri *“fini conoscitivi”*: il che non la pone sullo stesso piano del TEGM. In ogni caso, tale rilevazione non appare in grado di riempire di contenuto la norma penale in bianco, contenuta nell'art. 644, co. 3, c.p.

Non va sottovalutato, poi, che si è al cospetto di un'indagine effettuata solo nel 2002 e, quindi, di una rilevazione che in epoca precedente non esisteva, e che, oltretutto, negli anni successivi non è stata ripetuta. Si tratta, cioè, di un dato storicizzato.

Va osservato, comunque, che nel caso in esame risulta che gli interessi moratori sono stati contenuti, per i finanziamenti in esame, entro la maggiorazione del 2,1% di cui alla citata indagine.

È chiaro, infine, che, per chi ritiene che gli interessi moratori debbano es-

sere pur sempre valutati ai fini dell'usura, potrà applicarsi in ogni caso la previsione contenuta nella seconda parte del comma 3 dell'art. 644 c.p. (c.d. usura residuale).

6. Quanto finora osservato, tuttavia, non esclude che la questione della sommatoria e dello sfioramento del limite possa in concreto riproporsi.

Si è già visto come il giudizio circa la presenza dell'usura vada effettuato al momento della pattuizione degli interessi, e con specifico riguardo alle singole previsioni contrattuali. L'esame delle disposizioni in concreto, per quanto paradossale possa apparire, va fatto in astratto, posto che è evidente che al momento della conclusione del contratto non vi è certezza che gli interessi moratori si applichino. All'atto della stipula, infatti, essi si configurano quali interessi solo virtuali.

Occorre verificare, quindi, come essi vengano determinati.

Nel caso in esame, le parti hanno pattuito, secondo quanto generalmente accade, che "su tutte le somme a qualsiasi titolo dovute dal cliente" dal momento dell'inadempimento decorreranno gli interessi moratori.

Ciò significa che la rata non riscossa verrà gravata dagli interessi moratori. Il che comporta, come efficacemente evidenziato, che l'inadempimento fa nascere un'obbligazione *a latere* che ha una sua vita autonoma rispetto alle rate, le quali proseguono (se adempite) secondo il piano di ammortamento. In sostanza, la rata scaduta genera la debenza, a carico del debitore, di un interesse a parte, separato dall'originario piano.

La questione rilevante, però, è un'altra. Gli interessi moratori si applicano (sia pur in misura corrispondente alla durata dell'inadempimento) sulla rata non riscossa, che comprende, per lo più (come nella specie), sia il capitale sia gli interessi corrispettivi. Sicché, diviene inevitabile chiedersi se questa applicazione di interessi (moratori) su interessi (corrispettivi) sia legittima e se il tema

dell'usura, uscito dalla porta non finisca, per così dire, col rientrare dalla finestra.

Al riguardo vanno distinte due questioni (peraltro concatenate): il carattere usurario e l'anatocismo.

Quanto alla prima, si potrebbe sostenere che, applicandosi gli interessi moratori alla rata scaduta comprensiva degli interessi corrispettivi, si finirebbe per sommare interessi moratori ad interessi corrispettivi. Il che ci riporterebbe indietro a quanto già visto, e farebbe tornare in considerazione il c.d. tasso soglia, dato che saremmo di fronte ad una somma composta da due addendi, uno dei quali (interessi corrispettivi) pacificamente rapportabile al c.d. tasso soglia.

Il problema, però, è stato da tempo superato: la conclusione e le motivazioni vanno condivise. Senza ripercorrere il percorso argomentativo sviluppato al riguardo, è sufficiente partire dall'analisi della natura della rata. Essa, che non è un'obbligazione ma solo la modalità di adempimento di un'obbligazione pecuniaria (art. 1819 c.c.), risulta composta generalmente da una quota capitale ed una quota interessi.

Queste due quote, però, sono meno separate di quanto appaiano a prima vista. Innanzitutto è evidente che l'obbligazione di pagamento degli interessi è, al pari di quella di restituzione del capitale, il nucleo centrale del negozio di finanziamento. Il suo carattere accessorio non significa che le faccia assumere un ruolo subordinato.

Il punto fondamentale è che, seppure si vogliano tenere separate queste due obbligazioni, ciò funziona nella fase genetica e durante il corso del rapporto, ma non può valere nella sua fase patologica. Al momento dell'inadempimento, infatti, ci si trova, al cospetto dell'unica obbligazione che il debitore è tenuto a soddisfare per capitale ed interessi. Quest'unitarietà risulta confermata, ad esempio, dalle regole in tema d'imputazione, che non lasciano spazio al debito-

re di scegliere tra l'una o l'altra obbligazione all'atto del pagamento. Ed è ulteriormente dimostrata dal modo di operare degli interessi moratori, che si applicano all'intero debito inadempito, senza dar rilievo a capitale ed interessi. In sostanza, l'inadempimento della rata non può trasformare le due obbligazioni, seppur originariamente distinguibili, in un unico debito (Cass. 8 luglio 1986, n. 4451).

In definitiva, non si viene a concretizzare alcuna sommatoria di interessi, dato che gli interessi moratori operano sull'unico debito esistente (in senso favorevole, Cass., 21 ottobre 2005, n. 20449 in *Rep. foro it.*, 2005, *Credito fondiario*, n. 8; Cass., 31 gennaio 2006, n. 2140, in *Corr. giur.*, 2007, 3, 393 ss.; con riguardo ai mutui fondiari per i contratti anteriori al 1.1.1994, v. Trib. Roma, 6 agosto 2003, in *Temì romana*, 2003, 70; Trib. Napoli, 8 giugno 2001, in *Rep. foro it.*, 2003, v. *Credito fondiario*, n. 7; contra Cass., 20 febbraio 2003, n. 2593, in *Foro it.*, 2003, I, 1774; Trib. Pescara, 23 agosto 2005, in *Foro it.*, 2006, I, 1755).

Questa conclusione porta a dare una risposta rassicurante anche alla seconda questione. Si tratta del fenomeno di anatocismo (art. 1283 c.c.) che si verrebbe a creare inevitabilmente applicando gli interessi moratori sulle rate in cui sono compresi anche interessi corrispettivi.

Se, come visto, l'obbligazione è unitaria ed inscindibile al momento dell'inadempimento il problema viene risolto in radice perché non si crea un fenomeno anatocistico.

A supporto di questa conclusione, va ricordato che la delibera CICR del 9.2.2000 ha previsto espressamente che nei rimborsi rateali dei finanziamenti non regolati in conto corrente (art. 3), in caso di inadempimento all'obbligo di pagamento delle rate scadute, sono dovuti, se contrattualmente previsti, gli interessi moratori sull'importo "*complessivamente dovuto*" e, quindi, sulla parte di rata comprendente capitale ed interessi corrispettivi. È bene sottolineare che

la stessa delibera ha precisato che per gli interessi moratori non è consentita la capitalizzazione periodica (ed alla previsione risultano adeguati i contratti in esame).

7. Dall'esame dei contratti sottoposti a vaglio del Collegio emerge, infine, un altro elemento rilevante da considerare.

Si tratta della previsione di un tetto che gli interessi moratori non possono superare. Sempre tenendo presenti gli interessi moratori determinati al momento della stipula e, quindi, come visto virtuali, è espressamente precisato che la misura di questi interessi (riferita al momento della pattuizione) non potrà mai superare il c.d. tasso soglia e, se ciò accadesse, gli interessi moratori andrebbero ricondotti proprio alla misura del c.d. tasso soglia.

Questa pattuizione dimostra che, al momento della conclusione del contratto, esisteva effettivamente il dubbio che gli interessi moratori potessero venire in considerazione nel tema dell'usura. Sta di fatto, comunque, che la citata clausola appare esente da critiche e, comunque, idonea a riportare il tutto al di sotto della soglia dell'usura.

P.Q.M.

Il Collegio non accoglie il ricorso.

IL PRESIDENTE

USURA E CALCOLO DEL TASSO SOGLIA: RILEVANZA DEGLI INTERESSI MORATORI

SOMMARIO: 1. Il caso. - 2. La rilevanza della questione. – 3. La diversità funzionale degli interessi moratori. – 4. L’orientamento dell’Organo di Vigilanza: la comunicazione del 3.7.2013. – 5. La formazione del tasso usurario. - 6. La tipologia dei contratti interessati dalla normativa antiusura. - 7. Conclusioni.

1. La decisione del Collegio di Napoli dell’Arbitro Bancario e Finanziario¹ presa nella seduta del 5.12.2013 - oggetto di commento - è di grande interesse.

L’ABF decide, rigettandola, sulla richiesta di accertamento della nullità parziale ex art. 1419 c.c., con riferimento alla clausola relativa agli interessi, di due contratti di finanziamento per i quali, secondo la prospettazione della parte ricorrente, sarebbero stati pattuiti interessi moratori che, sommati agli interessi corrispettivi, avrebbero portato al superamento del tasso soglia usurario.

Tale linea difensiva, che ha come obiettivo l’accoglimento della domanda di restituzione degli interessi indebitamente versati e l’eliminazione di quelli da versare, viene fondata sull’interpretazione offerta da parte ricorrente della sentenza della Corte di Cassazione n. 350 del 7.1.2013², e che la decisione in commento non condivide e confuta, secondo la quale il calcolo del tasso soglia va ef-

· Contributo approvato dai revisori.

¹ Sul ruolo e sulla specificità del modello ordinatorio dell’ABF, cfr. ANTONUCCI, *ABF e accesso al giudizio di legittimità costituzionale*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2011, II, pp. 117 ss.; AA.VV., *ABF e supervisione bancaria*, a cura di Capriglione e Pellegrini, Padova, 2011; GUIZZI, *Chi ha paura dell’ABF*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, I, p. 665 ss.; PERASSI, *Il ruolo dell’ABF nell’ordinamento bancario: prime riflessioni*, in *Analisi giuridica dell’economia*, 2011, n.1, p. 144.

² Cfr. *Guida al diritto*, 2013, n. 22, p. 22 ss., con commento di SACCHETTINI, *Il mutuo si considera concesso a tassi usurari anche se sono illegali solo gli interessi di mora*. Cfr. anche DOLMETTA, *Su usura e interessi di mora: questioni attuali*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2013, n. 5, pp. 501 ss.

fettuato appunto sommando interessi corrispettivi e moratori.

Parte resistente contesta tale assunto sulla considerazione della profonda diversità degli interessi corrispettivi e di mora che necessitano quindi di un diverso “trattamento”.

2. Appare subito evidente come la decisione fornisca interessanti spunti di riflessione sotto diversi profili.

In primo luogo, perché la questione giuridica affrontata e decisa dal Collegio di Napoli verte sulla complicata e dibattuta problematica delle modalità di calcolo del tasso soglia usurario. In sostanza la decisione è incentrata sui criteri da utilizzare per l’effettuazione dello stesso, e in particolare si interroga in modo critico sulla possibilità o meno della ricomprensione degli interessi moratori³.

Ciò costituisce poi punto di partenza per indagare, in linea più generale, su quali oneri, spese e accessori possano essere fatti rientrare nei costi dei contratti di mutuo e di finanziamento addebitati ai clienti da parte delle banche.

A detta problematica, vista la numerosità dei casi interessati e quindi la conseguente ricaduta sul piano concreto, oltre che la particolare tipologia e la natura delle parti, banche e intermediari finanziari - contraenti “forti” - da un lato, perlopiù consumatori – contraenti deboli - dall’altro, sono evidentemente sottese importanti ragioni di politica del diritto.

In secondo luogo, perché l’*iter* argomentativo del Collegio, articolato e complesso, giunge a conclusioni pienamente condivisibili che però, come già accennato, si discostano da quanto sembra essere stato delineato dalla Suprema Cor-

³ Prova della rilevanza della questione è data dalla circostanza che l’ABF Collegio di Roma chiamato a decidere sul medesimo profilo, nella seduta del 29.11.2013 ne ha rimesso l’esame al Collegio di Coordinamento. Così si legge nella decisione: “L’importanza e la delicatezza delle questioni affrontate rendono necessario sollecitare un intervento chiarificatore del Collegio di coordinamento, anche al fine di prevenire eventuali decisioni contrastanti da parte dei singoli Collegi territoriali”.

te nella dianzi citata sentenza n. 350 del 9.1.2013.

Non si affronterà in questa sede il tema infinito dell'usura⁴ e, in particolare dell'usura sopravvenuta⁵, dal momento che esso non è oggetto di indagine specifica da parte del Collegio nella decisione in commento⁶ e tantomeno da parte della Corte di Cassazione nella sentenza n. 350 del 2013. In questa ultima pronuncia, infatti, la rilevanza dell'usura sopravvenuta viene data per presupposta⁷, e viene sancito il principio secondo il quale: "Ai fini dell'applicazione dell'art. 1815 c.c. e dell'art. 644 c.p. si considerano usurari gli interessi che superano il limite stabilito dalla legge nel momento in cui sono promessi o comunque convenuti, a qualunque titolo e quindi anche a titolo di interessi moratori".

⁴ Cfr. in materia sotto il profilo civilistico, *ex multis*, IADEVAIA, *Squilibrio ed usura nei contratti. La tutela civile*, in *Il nuovo diritto dei consumatori*, Torino, 2009, pp. 425 ss.; OPPO, *Gli interessi usurari tra Costituzione, leggi e mercato*, in *Giur. cost.*, 2002, pp. 215 ss.; QUADRI, *Voce Usura (dir. civ.)*, in *Enc. giur. Treccani*, XXXII, Roma, 1999, pp. 3 ss.; RICCIO, *Il contratto usurario nel diritto civile*, Padova, 2002; SCOZZAFAVA, *Gli interessi dei capitali*, Milano, 2001. In particolare sui contratti di apertura di conto corrente e di mutuo, BERNARDI, *Profili civilistici dell'usura nel contratto di mutuo e di apertura di conto corrente*, in www.ilcaso.it, documento n. 183/2009, pp. 1 ss.; PISU, *Aspetti problematici della disciplina dei mutui usurari*, in *Contratto e impr.*, 2002, pp. 1259 ss. Sotto il profilo penale, cfr. BELLACOSA, *Voce Usura*, in *Digesto penale*, XV, Torino, 1999, pp. 148 ss.; GROSSO, *Voce usura, dir. pen.*, in *Enc. dir.*, XLV, Milano, 1992, pp. 1146 ss. Per il profilo strettamente etico D'AMBROSIO, *L'uso del denaro in tempo di crisi: considerazioni etiche*, in *Banche ed etica*, a cura di Sabbatelli, Padova, 2013, pp. 109 ss.

⁵ Sulla questione dell'usura sopravvenuta e sulla sua rilevanza, cfr. CAMERANO, *L'usurarietà sopravvenuta*, in *Contratto e impr.*, 2003, n. 3, p. 1062 ss.; DOLMETTA, *La Cass. n. 602/2013 e l'usurarietà sopravvenuta*, in www.ilcaso.it, documento n. 333/2012, p. 1 ss. il quale ha approfondito l'argomento in molti altri lavori; MANCINI, *Osservazioni su anatocismo e conseguenze civilistiche dell'usurarietà sopravvenuta*, in *Giur. comm.*, 2013, n. 4, II, p. 649 ss.; QUARANTA, *Usura sopravvenuta e principio di proporzionalità*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2013, n. 5, II, p. 491 ss.; SENATORE, *Contratto di mutuo e usurarietà sopravvenuta. Quale regime?*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010, n. 1, p. 68 ss. Sulla rilevanza dell'usura sopravvenuta a seconda della tipologia contrattuale, in particolare mutuo e apertura di credito in conto corrente, RICCIO, *Usurarietà sopravvenuta nei mutui*, in *Contratto e impr.*, 2001, n. 1, p. 48 ss.; ID, *Ancora sull'usurarietà sopravvenuta*, *ivi*, 2003, n. 1, p. 11 ss. Si sofferma sui mutui agevolati MANIACI, *Contratti in corso ed usurarietà cd. sopravvenuta*, in *I contratti*, 2001, n. 2, pp. 154 ss., in part. pp. 163 ss.

⁶ Sull'argomento cfr. invece le decisioni dell'ABF Collegio di Napoli (seduta del 5.3.2013) e del Collegio di coordinamento (seduta del 18.12.2013).

⁷ In tal senso DOLMETTA, *Su usura e interessi di mora: questioni attuali*, cit., p. 501, il quale precisa che la suprema Corte dà l'usura sopravvenuta come "cosa assolutamente scontata al punto da non dedicarci neppure un cenno in motivazione".

Tale principio di diritto, per quanto attiene ai profili strettamente rilevanti ai fini del conteggio del tasso soglia, fa proprio quanto sancito dalla Corte Costituzionale nella sentenza n. 29 del 25.2.2002⁸ per cui “il riferimento, contenuto nel d.l. n. 394 del 2000, art. 1, comma 1, agli interessi a qualunque titolo convenuti rende plausibile - senza necessità di specifica motivazione – l’assunto, del resto fatto proprio anche dal giudice di legittimità, secondo cui il tasso soglia riguarderebbe anche gli interessi moratori”. Tale conclusione, come precisato dal Giudice delle leggi, era stata in precedenza raggiunta dalla Suprema Corte in diverse pronunce, prima fra tutte la n. 5324 del 4.4.2003⁹, citata nelle motivazioni della sentenza n. 350 del 2013, che aveva statuito: “In tema di contratto di mutuo, l’art. 1 della legge n. 108 del 1996, che prevede la fissazione di un tasso soglia al di là del quale gli interessi pattuiti debbono essere considerati usurari, riguarda sia gli interessi corrispettivi che gli interessi moratori.

⁸ In *Giur. cost.*, 2002, p. 3275. L’art. 1 d.l. 29.12.2000 n. 394, convertito, con modificazioni, nella l. 28.2. 2001 n. 24, di interpretazione autentica della l. 7.3.1996 n. 108, prevede: “Ai fini dell’applicazione dell’art. 644 c.p. e dell’art. 1815, secondo comma, del codice civile, si intendono usurari gli interessi che superano il limite stabilito dalla legge nel momento in cui essi sono promessi o comunque convenuti, a qualunque titolo, indipendentemente dal momento del loro pagamento”. La norma pertanto fissa il momento discriminante in quello della convenzione e non in quello della dazione, “escludendo la possibilità di applicare la legge anti-usura ai contratti conclusi prima della sua entrata in vigore e negando l’ammissibilità dell’ipotesi di usurarietà sopravvenuta per i contratti nati nel vigore della nuova legge”, MANCINI, *op. cit.*, p. 657. In dottrina sul punto cfr. anche CARBONE, *La Corte legittima l’intervento del legislatore a favore delle banche: scompaiono gli interessi divenuti usurari*, in *Giur. it.*, 2002, pp. 1125 ss.; CHIARINI, *La Consulta e l’interpretazione autentica della legge sull’usura (l’ultimo saluto all’usurarietà sopravvenuta)*, in *Rass. dir. civ.*, 2004, pp. 1115 ss.; GENTILI, *Usurarietà sopravvenuta e interpretazione autentica del diritto giurisprudenziale*, in *Foro it.*, 2002, pp. 933 ss.

⁹ In *Giust. civ., Mass.*, 2004, n. 4. Lungo la medesima linea interpretativa si muovono altre sentenze della Suprema Corte fra cui si segnalano: Cass., 11.1.2013, n. 602 e n. 603: “... va richiamata la l. n. 108 del 1996, art. 1 che ha previsto la fissazione di tassi soglia (successivamente determinati da decreti ministeriali); al di sopra dei quali, gli interessi corrispettivi e moratori ulteriormente maturati vanno considerati usurari, e dunque automaticamente sostituiti, anche ai sensi dell’art. 1419 c.c., comma 2 e art. 1319 c.c.”, in *Giust. civ., Mass.* 2013; Cass. 30.11.2007, n. 25016, in *Guida al diritto*, 2008, n. 3 p. 65 ss.; Cass., 26.6.2001, n. 8742, in *Giust. civ.*, 2002, I, p. 116 ss.; Cass., 22.4.2000, n. 5286: “L’usurarietà del superamento del “tasso soglia” di cui alla l. 7 marzo 1996 n. 108, vale anche per le clausole concernenti gli interessi moratori”, in *Banca borsa tit. cred.*, 2000, II, pp. 620 ss.

A tale orientamento della Suprema Corte, che non distingue fra le diverse categorie di interessi, si è adeguata la giurisprudenza di merito¹⁰. Di particolare interesse ai fini del nostro discorso è la sentenza della Corte di Appello di Venezia del 18.2.2013¹¹ laddove viene individuata una categoria unica e onnicomprensiva di interessi, a prescindere dalla funzione svolta dagli stessi, e si precisa che “l’art. 1815, comma 2, c.c. esprime un principio giuridico valido per tutte le obbligazioni pecuniarie ... e la sanzione dell’abbattimento del tasso di interesse applicabile si applica a qualunque somma dovuta a titolo di interesse legale o convenzionale, agli interessi corrispettivi ed anche a quelli moratori”¹².

3. Il Collegio fissa, invece, un criterio distintivo fra interessi moratori e compensativi, motivando suddetta differenza a causa della loro differente funzione. Di ciò diremo in seguito.

Ma, l’aspetto che, a nostro avviso, il Collegio ha centrato in modo chiaro e preciso è quello in virtù del quale vanno tenuti separati due diversi profili che attengono alla questione degli interessi moratori: il primo, oggetto del nostro approfondimento, è quello della loro sommatoria a quelli corrispettivi ai fini del calcolo del tasso soglia; il secondo è quello della loro sottoposizione al vaglio di usurarietà al pari di quelli corrispettivi.

È, cioè, in questo netto passaggio distintivo che il Collegio dimostra di dare un’interpretazione della Sentenza della Corte di Cassazione n. 350 del 2013 ben

¹⁰ Cfr. anche Trib. Vercelli, 16.11.2011; Trib. Trani, 4.9.2007, n. 636; Trib. Bari, sez. II, 24.5.2005, n. 1136, tutte in *Banca dati Giuffrè*.

¹¹ In *Banca dati Giuffrè*. Dello stesso tenore è Corte app. Roma, sez. II, 22.11.2006, n. 4715 in *Dir. e prat. società*, 2007, n. 19, p. 73, laddove si precisa che la legge antiusura trova applicazione “in ogni caso in cui è previsto il pagamento di interessi (anche se moratori) a prescindere dalla sua natura”.

¹² Cfr. anche Trib. Bari, sez. II, 24.5.2005, n. 1136, che prevede ovvero un “unico criterio ai fini dell’accertamento del carattere usurario degli interessi e un principio di omogeneità di trattamento degli stessi”, precisando però “pur nella diversità di funzione degli interessi compensativi e moratori”, in *Banca dati Giuffrè*.

lontana da condizionamenti di politica del diritto come vedremo meglio più avanti.

In sostanza l'ABF precisa, sotto il primo profilo evidenziato, che dal tenore letterale della suddetta pronuncia non si evince in modo chiaro e inconfutabile che gli interessi moratori andrebbero sommati a quelli corrispettivi ai fini dell'applicazione dell'art. 1815, comma 2, c.c. e che la Cassazione "non ha parlato di sommatoria di interessi con riguardo all'usura". E in effetti così è, dal momento che nel testo della sentenza n. 350 del 2013 non vi è cenno alcuno alla specifica modalità di calcolo degli interessi ai fini del raggiungimento del tasso soglia, ossia la Cassazione non cristallizza il metodo di calcolo.

L'ABF si è, in realtà, già occupato della questione, anche se in via più generale e senza affrontare il principio espresso dalla Suprema Corte nella Sentenza n. 350 del 2013, e consolida qui, precisandolo, il suo orientamento¹³, accolto peraltro anche da alcuna dottrina¹⁴.

Per quanto attiene al secondo profilo segnalato, quello della sottoposizione degli interessi moratori al vaglio di usurarietà, il Collegio precisa che il punto non è del tutto pacifico, concludendo che "mentre gli interessi corrispettivi andrebbero sempre contenuti nei limiti del tasso soglia, le valutazioni relative a quelli moratori dovrebbero seguire altre strade"¹⁵, delle quali però non dice molto.

Quello che la decisione puntualizza, e su cui fonda le sue motivazioni, è la diversa funzione degli interessi in parola¹⁶. Il Collegio pone la differenza dal punto di vista delle parti: distingue il ruolo che gli interessi moratori svolgono rispetto ai soggetti coinvolti nel negozio: essi, per quanto attiene al debitore, hanno un

¹³ Cfr. ABF Collegio Napoli, seduta del 5.3.2013.

¹⁴ Cfr. BERNARDI, *op. cit.*, p. 2, il quale precisa a p. 9 che l'art. 1815 c.c. fa riferimento solo agli interessi corrispettivi; MANIACI, *op. cit.*, p. 165.

¹⁵ Cfr. BERNARDI, *op. cit.*, p. 9.

¹⁶ Sul punto cfr. INZITARI, *Profili del diritto delle obbligazioni*, Padova, 2000, pp. 249 ss.; SCOZZAFAVA, *op. cit.*, pp. 83 ss.

ruolo “dissuasivo”, “di ammonimento”, mentre, per quanto attiene invece al creditore, hanno un ruolo “risarcitorio”. Non hanno in buona sostanza alcun rapporto funzionale con l’erogazione del credito, momento qualificante dell’attività bancaria unitamente alla raccolta di risparmio fra il pubblico ex art. 10 TUB.

Queste considerazioni inducono il Collegio ad escludere gli interessi moratori dalla valutazione della soglia del tasso usurario.

La questione della diversità fra categorie di interessi è di grande momento ed è in punto di *funzione*. Gli interessi corrispettivi sono dovuti come prezzo per la disponibilità immediata del denaro, quelli moratori invece sono versati come penale dell’inadempimento¹⁷. Assai interessante è quanto a proposito rileva alcuna dottrina contraria alla parificazione dei due tipi di interesse, secondo la quale si tende ad “appiattare il dato giuridico su quello economico ... avallando un’interpretazione del dato normativo che qualifichi in termini di equivalenza due situazioni giuridiche frutto una di un comportamento lecito e una di un comportamento illecito”¹⁸. Gli interessi di mora costituiscono in sostanza una penalizzazione a presidio di comportamenti volti al rispetto delle condizioni contrattuali¹⁹, dei veri e propri “oneri da risarcimento”²⁰.

¹⁷ La decisione accenna soltanto all’assimilazione degli interessi moratori alla clausola penale, rinviando alla giurisprudenza di merito che si è espressa sul punto.

¹⁸ Cfr. FUSARO, *Banche: ammissibilità degli interessi moratori e tassi soglia*, in *Dir. e prat. soc.*, 2007, n. 19, p. 73 ss. che aggiunge che in tal modo si dimenticano le peculiarità dei punti di vista propri dei giuristi e delle valutazioni normative degli economisti. Riporta poi alla nota n. 4 quanto affermato da LIBERTINI, voce *Interessi*, in *Enc. dir.*, Milano, 1971, p. 100, nota n. 22, secondo il quale “nell’ambito delle dottrine economiche viene normalmente sottolineata la stretta connessione fra il profilo “corrispettivo” e quello “compensativo”, che vengono invece artificialmente tenuti distinti dai giuristi”.

¹⁹ Cfr. MARCELLI, *op. cit.*, p. 51.

²⁰ Cfr. DOLMETTA, *Su usura e interessi di mora*, cit., p. 510.

4. L'ABF opera quindi i suddetti distinguo e giunge alla conclusione secondo la quale gli interessi moratori vanno esclusi dalla valutazione dell'usura "non concorrendo in alcun modo nella rilevazione periodica e quindi alla formazione del tasso soglia". In questo passaggio il Collegio, confermando per tal via il suo orientamento²¹, richiama espressamente e fa proprio quanto rassegnato nella comunicazione della Banca d'Italia del 3.7.2013²² formulata dall'Autorità di controllo proprio a chiarimento dell'applicazione della legge antiusura.

Tale comunicazione al punto 4 precisa quanto già affermato dalle istruzioni di vigilanza in materia²³, ossia che "gli interessi di mora sono esclusi dal calcolo del TEG"²⁴, motivando: "Perché non sono dovuti dal momento dell'erogazione del credito, ma solo a seguito di un eventuale inadempimento da parte del cliente" (punto 4, par. 2).

Il Collegio, quindi, nelle sue statuizioni prima segnalate condivide e fa propri i criteri individuati dalla Banca d'Italia²⁵. Al punto 6 della decisione, poi, dopo

²¹ *Ex multis*, cfr. ABF, Collegio di Napoli, seduta del 26.11.2013. In questa decisione il Collegio critica l'impostazione del ricorrente che somma interessi corrispettivi e moratori, precisando che così facendo "confonde la finalità delle due categorie di interessi sommando due percentuali che in realtà obbediscono a criteri e funzioni diverse e disomogenee"; ABF, Collegio di Napoli, seduta del 22.10.2013, laddove si precisa che allorquando, nel quadro di pattuizioni contrattuali, l'applicazione dell'interesse moratorio sia prevista come sostitutiva e non additiva rispetto all'interesse corrispettivo, ai fini della verifica del superamento del c.d. "tasso soglia antiusura", i due tassi non vanno tra loro sommati; ABF, Collegio di Napoli, seduta del 5.3.2013.

²² Reperibile sul sito www.bancaditalia.it. In dottrina, cfr. MALVAGNA, *A commento della comunicazione Banca d'Italia 3 luglio 2013: sull'usura sopravvenuta*, in www.ilcaso.it, 8.7.2013.

²³ Istruzioni per la rilevazione dei tassi effettivi globali medi ai sensi della legge sull'usura, agosto 2009, p. 14, al sito www.bancaditalia.it. L'ultima rilevazione dell'Autorità di vigilanza è del 30.12.2013.

²⁴ Detta ultima esclusione degli interessi di mora dal TEG è contenuta anche nei decreti del Ministero dell'Economia e delle Finanze in materia. Cfr. art. 3, comma 4, d.m. 23.3.2003: "I tassi effettivi globali medi ... non sono comprensivi degli interessi di mora contrattualmente previsti per i casi di ritardato pagamento".

²⁵ La legge antiusura l. 7.3.1996, n. 108 ha previsto (art. 1) che la legge stabilisca il limite oltre il quale gli interessi sono sempre usurari (art. 644, comma 3, c.p.), mentre ha demandato (art. 2) al Ministro del Tesoro, sentiti la Banca d'Italia e l'Ufficio Italiano Cambi, il compito di rilevare trimestralmente il tasso effettivo globale medio (TEGM), comprensivo di commissioni, remunerazioni a qualsiasi titolo e spese, escluse quelle per imposte e tasse. I tassi soglia vengono calco-

aver argomentato e precisato che gli interessi di mora non vanno sommati ai fini del calcolo del tasso soglia, aggiunge: “Quanto finora osservato, tuttavia, non esclude che la questione della sommatoria e dello sfioramento del limite possa in concreto riproporsi”.

In sostanza l’ABF ripropone il senso della comunicazione del 3.7.2013, laddove la Banca d’Italia se da una parte esclude la sommatoria degli interessi moratori ai fini del tasso soglia, dall’altra ne riconosce il rilievo in generale ai fini della valutazione dell’usura affermando “in ogni caso gli stessi sono soggetti alla normativa antiusura” (punto 4, par. 4).

L’interrogativo a tal punto che ci si pone è il seguente: se l’interesse di mora non va calcolato nel tasso soglia, ma ha un rilievo generale ai fini dell’usura, qual è la concreta modalità di calcolo? La decisione non risponde a tale domanda²⁶: esclude la sommatoria e rimanda per il calcolo semplicemente ai criteri fissati dalla Banca d’Italia la quale, a tal proposito, precisa che in relazione ad essi l’usura andrebbe accertata sulla base di un tasso soglia diverso risultante dalla maggiorazione di 2,1 punti percentuali dei TEGM (Comunicazione del 3.7.2013, punto 4, par. 4, ult. cpv.)²⁷.

Sibillina poi appare la considerazione conclusiva sul punto, peraltro priva di

lati secondo il meccanismo introdotto dal d.l. 13.5.2011, n. 70 di cui si dirà nel paragrafo successivo. Ricordiamo che l’art. 62 del d.lgs. 21.11.2007, n. 231, ha disposto la soppressione dell’Ufficio italiano dei cambi e il passaggio di competenze e poteri alla Banca d’Italia.

²⁶ Sul punto cfr. DOLMETTA, *Commento della comunicazione Banca d’Italia 3.7.2013: usura e interessi moratori*, al sito www.ilcaso.it, 8.7.2013, p. 4.

²⁷ “Per evitare il confronto tra tassi disomogenei (TEG applicato al singolo cliente, comprensivo della mora effettivamente pagata, e tasso soglia che esclude la mora), i Decreti trimestrali riportano i risultati di un’indagine per cui “la maggiorazione stabilita contrattualmente per i casi di ritardato pagamento è mediamente pari a 2,1 punti percentuali”. In assenza di una previsione legislativa che determini una specifica soglia in presenza di interessi moratori, la Banca d’Italia adotta, nei suoi controlli sulle procedure degli intermediari, il criterio in base al quale i TEG medi pubblicati sono aumentati di 2,1 punti per poi determinare la soglia su tale importo” (Comunicazione Banca d’Italia, 3.7.2013, punto 4, par. 4). Sul punto cfr. ABF, Collegio di Roma, seduta del 29.11.2013.

approfondimento, in base alla quale la valutazione degli interessi moratori ai fini dell'usura possa essere effettuata applicando l'istituto dell'usura cd. residuale ai sensi dell'art. 644, comma 3, seconda parte, c.p.²⁸.

La decisione non chiarisce nemmeno se, come invece prospettato in un'altra decisione²⁹ da parte di un intermediario, la sentenza della Corte di Cassazione n. 350 del 2013 debba essere interpretata nel senso di valutare gli interessi, di mora e corrispettivi, separatamente considerati, ai fini del raggiungimento del tasso soglia. Ma questa sembrerebbe la via da percorrere, anche in virtù dell'ulteriore considerazione dell'ABF che valuta positivamente la clausola contenuta nel contratto di finanziamento oggetto di esame laddove si prevede che la misura degli interessi moratori al momento della pattuizione non può mai superare la soglia antiusura e, se ciò accadesse, gli stessi andrebbero ricondotti nei limiti del tasso soglia. Pare che l'ABF sciolga così il dubbio che in precedenza aveva espresso in ordine all'eventuale contenimento degli interessi moratori nell'ambito del tasso soglia e alle "altre strade" da percorrere per raggiungere detto obiettivo.

In sostanza ai fini dell'applicazione dell'art. 1815 c.c. la valutazione sull'usurarietà, che può riguardare sia gli interessi moratori sia quelli corrispettivi, non va comunque effettuata operando la sommatoria degli stessi.

Il Collegio poi evidenzia, soffermandosi sul punto, come gli interessi di mora si applicano sulla rata non riscossa, ossia su una rata che comprende capitale e interessi corrispettivi. In tal modo sembrerebbe prodursi in effetti una sommatoria. Il Collegio risolve il dubbio affermando che il realtà il rischio sommatoria non si concretizza dal momento che gli "interessi moratori operano sull'unico debito esistente".

²⁸ Sulla figura dell'usura residuale cfr. BELLACOSA, *op. cit.*, p. 152.

²⁹ Cfr. ABF, Collegio di Napoli, seduta del 26.11.2013.

Da ultimo, sulle modalità di indagine e sul processo argomentativo del Collegio, assai interessante è che l'ABF, avendo nel suo *iter* interpretativo escluso che la Corte di Cassazione nella sentenza n. 350 del 2013 abbia sancito il principio della sommatoria di interessi corrispettivi e moratori ai fini calcolo del tasso soglia, non si sia posto in alcun modo la questione di un possibile contrasto di orientamenti fra Cassazione e autorità di vigilanza. Detto aspetto è stato, di contro, evidenziato dalla dottrina³⁰ che interpreta la sentenza in senso opposto e conseguentemente si "interroga se sul piano normativo le rilevazioni della Banca d'Italia possano discostarsi da un orientamento della Cassazione che, nell'attuale presenta le stigmate del consolidato". Sul punto, e a conforto di questa impostazione critica, vi è giurisprudenza del Supremo Collegio che afferma che: "Le circolari e le istruzioni della Banca d'Italia non rappresentano una fonte di diritti ed obblighi" (CASS. pen., 23.11.2011, n. 46669)³¹.

5. Gli interessi di mora, quindi, pur soggetti al rispetto delle soglie d'usura, non concorrono - in virtù di quanto precisato dalla Banca d'Italia - a determinare il TEGM (Tasso Effettivo Globale Medio). Essi, a differenza del TEGM, non vengono rilevati trimestralmente dall'Organo di vigilanza.

E' invece proprio il TEG (Tasso Effettivo Globale) l'indicatore che fornisce elementi utili ad accertare se le condizioni di costo (spese, interessi e oneri di

³⁰ Cfr. DOLMETTA, *Su usura e interessi di mora: questioni attuali*, cit., p. 505; MARCELLI, *La soglia d'usura ha raggiunto un livello pari a 100 volte l'euribor: il presidio di legge è un argine o una copertura*, in www.ilcaso.it, 26.9.2013, p. 52.

³¹ La Sentenza, assai interessante, precisa che "nella ipotesi in cui gli istituti bancari si conformino ad una erronea interpretazione fornita dalla Banca d'Italia in una circolare, non può essere esclusa la sussistenza del reato sotto il profilo dell'elemento oggettivo. Le circolari o direttive, ove illegittime e in violazione di legge, non hanno efficacia vincolante per gli istituti bancari sottoposti alla vigilanza della Banca d'Italia, neppure quale mezzo di interpretazione, trattandosi di questione nota nell'ambiente del commercio che non presenta in sé particolari difficoltà, stante anche la qualificazione soggettiva degli organi bancari e la disponibilità di strumenti di verifica da parte degli istituti di credito". In *Banca dati Giuffrè*. Sul punto cfr. anche Cass. Pen., 19.2.2010, n. 12028, in *Riv. dir. pen.*, 2010, n. 10, pp. 1003 ss.

varia natura) delle operazioni creditizie presentino il carattere dell'usura. Esso si differenzia dal TAEG (Tasso Annuo Effettivo Globale) che è, invece, l'indicatore sintetico e convenzionale del costo del credito al consumo. Quest'ultimo è definito dall'art. 121, comma 1, lettera *m*, TUB come "il costo totale del credito per il consumatore espresso in percentuale annua del credito concesso". Mentre il TAEG, quindi, riguarda le sole operazioni di finanziamento concluse con i consumatori, il TEG si applica anche ai rapporti creditizi in essere con le imprese. Senza entrare in questa sede nel merito della questione TAEG/TEG³², l'altra fondamentale differenza, rilevante ai fini della nostra indagine, fra i due indicatori è data dal fatto che mentre il TEGM assolve la funzione di indicatore del costo globale da portare a conoscenza del consumatore prima della conclusione del contratto, costituendo in tal modo il principale strumento di trasparenza nei contratti di credito al consumatore, il TEG è il tasso effettivo su base annua segnalato *ex post* dagli intermediari alla Banca d'Italia. Dall'aggregazione statistica dei TEG viene determinato, per ciascuna delle categorie delle operazioni indicate dal Ministro dell'Economia e delle Finanze³³, il TEGM, in sostanza il tasso fisiologico mediamente applicato dal sistema bancario.

E' proprio questo tasso la base di partenza su cui effettuare il calcolo per la fissazione della soglia usuraria. A tale proposito, infatti, la Banca d'Italia ha precisato che ai fini della determinazione delle soglie oltre le quali gli interessi sono da considerarsi usurari, ai tassi medi rilevati aumentati di un quarto, si aggiunge un margine di ulteriori quattro punti percentuali: la differenza tra la soglia e il

³² Critico sulla differenza in punto di formula di calcolo dei due indicatori punto è MARCELLI, *Taeg e Teg: la contraddizione non trova soluzione*, 16.9.2009, al sito www.altalex.it.

³³ Sono in virtù dell'ultima rilevazione del 30.12.2013 della Banca d'Italia: aperture di credito in conto corrente; scoperti senza affidamento; anticipi e sconti; factoring; crediti personali intera distribuzione; altri finanziamenti alle famiglie e alle imprese; prestiti contro cessione del quinto dello stipendio e della pensione; leasing autoveicoli e aeronavali; leasing immobiliare a tasso fisso; leasing immobiliare a tasso variabile; leasing strumentale; credito finalizzato; credito *revolving*; mutui a tasso fisso; mutui a tasso variabile.

tasso medio non può superare gli otto punti percentuali³⁴. Tale modalità di calcolo segue il meccanismo introdotto dal d.l. 13.5.2001, n. 70, convertito nella l. 16.7.2011, n. 106³⁵ che ha modificato l'art. 2, comma 4, della legge antiusura n. 108 del 1996 che determinava, invece, il tasso soglia aumentando il TEGM del 50%.

Rilevante poi è la questione dei costi.

Le istruzioni della Banca d'Italia del 3.7.2013 precisano, infatti, al punto 4, par. 1, che “i TEG medi rilevati dalla Banca d'Italia includono oltre al tasso nominale, tutti gli oneri connessi all'erogazione del credito”³⁶.

L'art. 121, comma 2, TUB prevede che: “Nel costo totale del credito sono inclusi anche i costi relativi a servizi accessori connessi con il contratto di credito, compresi i premi assicurativi, se la conclusione di un contratto avente ad oggetto tali servizi è un requisito per ottenere il credito, o per ottenerlo alle condizioni offerte”.

Nel TAEG³⁷ e nel TEG vengo incluse alcune tipologie di oneri e spese che, pur essendo simili³⁸, non coincidono. Si pensi, ad esempio, alle spese di istrutto-

³⁴ Cfr. Comunicato Banca d'Italia del 30.12.2013, p. 1, nota 1. Al sito www.bancaditalia.it. L'ultima rilevazione del TEGM è stata effettuata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze con decreto del 19.12.2013, e vale per il periodo 1.1.2014-31.2.2014. Vedi anche Istruzioni della Banca d'Italia per la rilevazione del 2009, già citate, e i chiarimenti forniti dal Ministero dell'Economia e delle Finanze nella nota metodologica del 24.12.2009.

³⁵ In vigore dal 14.5.2013.

³⁶ Cfr. sul punto *ex multis*, Cass. pen. 23.11.2011, n. 46669: “Ai fini della determinazione del tasso di interesse usurario, deve tenersi conto anche delle commissioni bancarie, delle remunerazioni richieste a qualsiasi titolo e delle spese, ad esclusione di quelle per imposte e tasse collegate all'erogazione del credito”. Nella giurisprudenza di merito, cfr. App. Reggio Calabria, 2.7.2010, entrambe in *Banca dati Giuffrè*.

³⁷ Cfr. “Provvedimento della Banca d'Italia sulla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari. Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti” del 29.7.2009, successivamente modificato e integrato. Ricordiamo che la Commissione europea con la direttiva 2011/90/UE ha modificato le ipotesi di calcolo del tasso effettivo globale previste dall'allegato I alla direttiva 2008/48/CE sui contratti di credito ai consumatori. Vedi sul punto il Comunicato della Banca d'Italia del 28.3.2013. Al sito www.bancaditalia.it.

³⁸ Sul punto cfr. MARCELLI, *Il taeg e il teg: analogie e differenze*, 24.2.2009, al sito www.studiomarcelli.com.

ria e apertura della pratica di credito, o per alcuni contratti di assicurazione.

Ciò detto, si potrebbe porre il problema relativo alla valutazione ai fini del TAEG degli importi rimborsati dal cliente per acquistare sul mercato finanziario – per il tramite dell’intermediario che ha concesso il mutuo – un prodotto derivato. Tale acquisto, infatti, in periodi di grande oscillazione sui tassi può costituire una misura idonea ad evitare che il cliente vada incontro ad un repentino innalzamento dei tassi con conseguente e ovvio esborso di una rata di mutuo decisamente superiore a quella versata nella fase iniziale del rapporto.

Va da sé che tale acquisto di prodotti derivati non integra un elemento *essenziale* del contratto stipulato fra banca e cliente come si evince dalle disposizioni in materia di mutuo, e in particolare dall’art. 1813 c.c. per il quale il mutuo è un negozio con il quale “una parte consegna all’altra una determinata quantità di danaro o di altre cose fungibili, e l’altra si obbliga a restituire altrettante cose della stessa specie e qualità”.

E’ evidente, infatti, che la sottoscrizione di un prodotto derivato in occasione della stipula di un contratto di mutuo dà luogo ad un evento giuridico con propria autonoma configurazione rispetto al contratto di mutuo cui esso è strumentalmente legato³⁹.

Pertanto, deve ritenersi che esuli dagli elementi da considerare ai fini della valutazione della formazione del TAEG il riferimento alla presenza di eventuali prodotti derivati (“cap”, “collar”, “floor”)⁴⁰ ove questi sussistano.

³⁹ Sulla strumentalità del prodotto derivato rispetto al contratto principale cfr. BOCHICCHIO, *Gli strumenti derivati: i controlli sulle patologie del capitalismo, finanziario*, in *Contratto e impr.*, 2009, pp. 308 ss., il quale osserva che “il collegamento tra due contratti, che così si crea negli strumenti derivati con finalità di copertura, collegamento unilaterale alla luce della strumentalità della stipula del contratto relativo allo strumento derivato rispetto alla stipula del contratto relativo alla posizione sottostante, è di mero fatto e non di diritto, in quanto la mancanza di validità e/o efficacia del contratto relativo alla posizione sottostante ‘da coprire’ con lo strumento derivato non incide in alcun modo sulla validità ed efficacia dei contratti relativi allo strumento derivato, proprio per l’autonomia finanziaria che contraddistingue quest’ultimo”.

⁴⁰ Si tratta dei titoli cosiddetti “sintetici”. Sui prodotti derivati cfr. ANTONUCCI, *Considerazio-*

6. Come già detto, il caso esaminato riguarda due contratti di finanziamento. La decisione ritorna⁴¹, precisandola in senso favorevole ai ricorrenti, sulla questione della tipologia di contratti interessata dalla normativa antiusura, e quindi sull'ambito di applicazione dell'art. 1815 c.c. Il Collegio, infatti, afferma che, nonostante la stessa sia stata dettata per il contratto di mutuo⁴², essa possa essere applicata analogicamente anche ai contratti di finanziamento. Detta conclusione⁴³ è pienamente condivisibile dal momento che il contratto di finanziamento è caratterizzato dagli stessi tratti salienti di quello di mutuo, appartenendo allo stesso *genus* tipologico, e non rintracciandosi pertanto ragioni giuridicamente valide ostative all'interpretazione data dal Collegio.

ni sparse in tema di strumenti finanziari derivati creati da banche, in Banca borsa tit. cred., 2004, pp. 189 ss.; BARCELLONA, Nota sui derivati creditizi. Market failure o regulation failure, in Banca borsa tit. cred., 2009, p. 652 ss.; CAPRIGLIONE, I prodotti "derivati": strumenti per la copertura dei rischi o per nuove forme di speculazione finanziaria?, in Banca, borsa, tit. cred., 1995, pp. 359 ss.; GIRINO, I contratti derivati, Milano, 2010; MAFFEIS, Contratti derivati, in Banca borsa tit. cred., 2011, pp. 604 ss.; OLDANI, I derivati finanziari, Milano, 2010; PATRONI GRIFFI, I contratti derivati: nozione, tipologia e peculiarità del contenuto, in Riv. dir. banc., al sito www.dirittobancario.it, 2012, 23.

⁴¹ Cfr. ABF, Collegio di coordinamento, seduta del 18.12.2013, dove la questione del presunto superamento del tasso soglia viene discusso in relazione ad un contratto di finanziamento, e ABF Collegio di Napoli, seduta del 5.3.2013 laddove la questione verte su una carta di credito rimborsabile.

⁴² L'art. 1815 c.c. è in materia di mutuo. In tal senso è anche la l. 28.2.2001, n. 24. Sul punto cfr. RICCIO, *Ancora sull'usurarietà sopravvenuta*, cit., p. 12, nota 11, il quale precisa come tale interpretazione emerga non solo dal testo della legge e, in particolar modo, dal preambolo, ma anche dai lavori preparatori e dalla Relazione governativa. In giurisprudenza cfr. Corte di appello Milano, 6.3.2002, che ha escluso l'applicabilità della normativa antiusura ai contratti di apertura di credito in conto corrente, in *Banche dati Giuffrè*.

⁴³ Cfr. BERNARDI, *op. cit.*, p. 3, RICCIO, *Ancora sulla usurarietà sopravvenuta*, cit., p. 12; PANDOLFINI, *L'usura sopravvenuta sopravvive ancora?*, in *Giur. it.*, 2003, c. 93, il quale ritiene che l'ambito applicativo della legge antiusura abbracci l'intera categoria dei contratti di credito.

7. La materia dell'usura è ricca di risvolti e ricadute in punto di politica del diritto e la relativa normativa è preguata di segnali in tal senso. E' dato acquisito che la principale finalità della stessa sia "la moralizzazione e la razionalizzazione del mercato del credito (anche ai fini di una migliore accessibilità ad esso)⁴⁴, "l'imposizione di un calmere al mercato del denaro"⁴⁵.

La normativa che ci occupa costituisce sicuramente mezzo di controllo del risparmio a tutela del consumatore⁴⁶. D'altro canto, la l. 28.2.2001, n. 24 prima citata è stata considerata da alcuna dottrina⁴⁷ come uno strumento a protezione del ceto bancario.

La Corte di Cassazione con la sentenza n. 350 del 2013 sembra essersi allineata ad un orientamento politico culturale che mette gli istituti di credito sul banco degli imputati. L'ABF denota, invece, nella sua tecnica decisionale equilibrio e capacità di discernimento in materie che tanto profondamente toccano la società civile soprattutto in un momento di perdurante crisi economica come quella attuale.

Alla decisione in commento potrebbe essere mosso il rilievo di non essere imparziale. Ma detta possibile critica a nostro avviso non è fondata. La decisione risponde piuttosto al canone dell'equità.

Sicuramente l'agere dell'ABF è "orientato verso finalità di vigilanza bancaria anche se perseguite in via indiretta"⁴⁸, ciò confermato anche dalla sua "colloca-

⁴⁴ Cfr. QUADRI, *Voce Usura (dir. civ.)*, in *Enc. giur. Treccani*, XXXII, Roma, 1999, p. 3. In termini economici l'obiettivo è il contenimento del costo del denaro.

⁴⁵ Cfr. PICA, *Voce Usura (dir. pen.)*, in *Enc. dir.*, VI agg., Milano, 2002, p. 1145.

⁴⁶ Trib. Velletri, ordinanza del 30.4.1998 la definisce: normativa di ordine pubblico economico posta a tutela delle lesioni al patrimonio derivante dalla sproporzione delle prestazioni nel rispetto dei principi costituzionali di cui agli articoli 41 e 47 Cost.

⁴⁷ Cfr. QUARANTA, *op. cit.*, p. 492.

⁴⁸ Cfr. CAPRIGLIONE, *Il ruolo dell'ABF fra funzione giustiziale e supervisione bancaria*, in *AA. VV., ABF e supervisione bancaria*, cit., p. 8.

zione” nell’apparato della Banca d’Italia. Il suo inquadramento giuridico reca ovvie conseguenze sul piano dell’indipendenza e della terzietà che non incide però - a nostro avviso - sulla tecnica decisionale qui adottata e soprattutto sulla soluzione al caso esaminato⁴⁹.

Illa Sabbatelli

Professore incaricato di Diritto dell’Economia

nell’Università “Aldo Moro” di Bari

⁴⁹ Su accertamento tecnico dell’ABF e strumenti di supervisione cfr. ANTONUCCI, *op. cit.*, p. 133.

