

**PUBBLICAZIONE SEMESTRALE**

---

# **Dialoghi di Diritto dell'Economia**

---

**Gennaio / Giugno 2022**

# Dialoghi di Diritto dell'Economia

---

## **Rivista diretta da**

Raffaele Lener, Roberto Natoli, Andrea Sacco Ginevri, Filippo Sartori,  
Antonella Sciarrone Alibrandi

## **Direttori di area**

### **Attività, governance e regolazione bancaria**

Prof. Alberto Urbani, Prof. Diego Rossano, Prof. Francesco Ciruolo, Prof.ssa Carmela Robustella,  
Dott. Luca Lentini

### **Mercato dei capitali finanza strutturata**

Prof. Matteo De Poli, Prof. Filippo Annunziata, Dott. Ugo Malvagna, Dott.ssa Anna Toniolo,  
Dott. Francesco Petrosino

### **Assicurazioni e previdenza**

Prof. Paoloefisio Corrias, Prof. Michele Siri, Prof. Pierpaolo Marano, Dott. Giovanni Maria Berti De  
Marinis, Dott. Massimo Mazzola

### **Contratti di impresa, concorrenza e mercati regolati**

Prof.ssa Maddalena Rabitti, Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof.ssa Maddalena Semeraro,  
Prof.ssa Mariateresa Maggiolino

### **Diritto della crisi di impresa e dell'insolvenza**

Prof. Aldo Angelo Dolmetta, Prof. Gianluca Mucciarone, Prof. Francesco Accettella, Dott. Antonio  
Didone, Prof. Alessio di Amato

### **Fiscalità finanziaria**

Prof. Andrea Giovanardi, Prof. Nicola Sartori, Prof. Francesco Albertini, Dott. Ernesto Bagarotto

## Criteri di Revisione

I contributi proposti alla Rivista per la pubblicazione sono sottoposti a una previa valutazione interna da parte della Direzione o di uno dei Direttori d'Area; il quale provvede ad assegnare il contributo a un revisore esterno alla Rivista, selezionato, rationes materiae, fra professori, ricercatori o assegnisti di ricerca.

La rivista adotta il procedimento di revisione tra pari a singolo cieco (single blind peer review) per assicurarsi che il materiale inviato rimanga strettamente confidenziale durante il procedimento di revisione.

Qualora il valutatore esprima un parere favorevole alla pubblicazione subordinato all'introduzione di modifiche, aggiunte o correzioni, la Direzione si riserva di negare la pubblicazione dell'articolo. Nel caso in cui la Direzione decida per la pubblicazione, deve verificare previamente che l'Autore abbia apportato le modifiche richieste dal Revisore.

Qualora il revisore abbia espresso un giudizio negativo, il contributo può essere rifiutato oppure inviato, su parere favorevole della maggioranza dei Direttori dell'area competente rationes materiae, a un nuovo revisore esterno per un ulteriore giudizio. In caso di nuovo giudizio negativo, il contributo viene senz'altro rifiutato.

## Sede della Redazione

Università degli Studi di Trento – Facoltà di Giurisprudenza  
Via Verdi, n. 53, 38122 TRENTO

## SOMMARIO

### EDITORIALI

M. Comana, Storia dell'Euro e ruolo della BCE.....	1
F. Bassan, L'Executive Order dell'Amministrazione Biden sui Digital Assets. Prime considerazioni.....	5
R. Natoli, La responsabilità civile d'impresa nella proposta di Direttiva U.E. on Corporate Sustainability Due Diligence.....	8
M. Clarich e G. Marra, Golden power: il Giudice conferma il potere dello Stato.....	12
C. Bellavite Pellegrini, Relazioni e contratti nella Bibbia.....	15
M. Irrera, L'abusiva concessione di credito ovvero del dilemma del buon banchiere.....	20
M. Stella Richter jr, Voto di lista e lista del consiglio: prospettive di riforma.....	24

### ARTICOLI

F. Ciruolo e E. La Rosa, Contrasto alle frodi e alle falsificazioni dei mezzi di pagamento diversi dai contanti. Brevi note intorno al d. lgs. n. 184/21 (con focus sulle valute virtuali).....	31
A. Lupoi e B. Pezzulli, Deterrenza e fuoco amico. Gli effetti delle sanzioni internazionali sul debito estero della Federazione Russa e sull'ordine finanziario globale.....	51
C. Robustella, Trasparenza informativa e vincoli formali nella contrattazione asimmetrica.....	66
D. Siclari, Il ruolo del partenariato pubblico-privato alla luce del PNRR.....	91
T. Favaro, Pubblico, privato e collettivo: la transizione ecologica tra società e comunità.....	105
G. Mucciarone, La composizione negoziata della crisi: prime note su effettività e benefici.....	122
F. Riganti, Regolazione del mercato e "fine di lucro". Spunti per una ricerca aggiornata in tema di sostenibilità.....	129

# Dialoghi di Diritto dell'Economia

---

D. Colonnello, Rischio di mis-selling per il risparmiatore retail: strategie normative e prospettive in ambito europeo.....141

G. Mucciarone, Su di alcuni limiti di liceità del contratto di concordato preventivo nel Codice della Crisi e nella bozza di modifiche.....169

## NOTE

U. Minneci, Sul bauparvertrag e sulle sue varianti italiane: a proposito di una recente pronuncia del Tribunale di Milano.....176

A. Camedda, Sul carattere obbligatorio o facoltativo delle polizze abbinate a mutui.....185

F. Grasselli, Interessi di mora al vaglio delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione: aspetti critici e prospettive future un anno dopo la pronuncia della Suprema Corte.....189

## QUALIFICHE DEGLI AUTORI

Alberto Lupoi, Professore Associato di Diritto dei Mercati Finanziari e di Diritto Bancario, Università di Padova

Alessandra Camedda, Ricercatrice di Diritto dell'economia, Università di Cagliari

Bepi Pezzulli, Dottore in giurisprudenza, Attorney at Law (NY Bar) e Solicitor (England and Wales)

Carlo Bellavite Pellegrini, Professore Ordinario di Finanza Aziendale, Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano

Carmela Robustella, Professore Ordinario di Diritto Bancario e del Mercato Finanziario, Università di Foggia

Dario Colonnello, Ufficio studi Consob

Domenico Siclari, Professore Ordinario di Diritto dell'Economia e dei Mercati Finanziari, Università "La Sapienza" di Roma

Emanuele La Rosa, Professore Associato di Diritto Penale, Università di Messina

Fabio Bassan, Professore Ordinario di Diritto Internazionale, Università Roma Tre

Federica Grasselli, Dottore di ricerca, Università Luiss Guido Carli

Federico Riganti, Ricercatore di Diritto dell'economia, Università di Torino

Francesco Ciraolo, Professore Ordinario di Diritto dell'Economia, Università di Messina

Gianluca Mucciarone, Professore associato di Diritto dell'economia, Università Cattolica del Sacro Cuore

Giuliana Marra, Cultore della materia in Diritto Amministrativo, Università La Sapienza Università di Roma

Marcello Clarich, Professore Ordinario di Diritto Amministrativo, Università La Sapienza Università di Roma

Mario Comana, Professore Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari, Università LUISS Guido Carli di Roma

Mario Stella Richter jr, Professore Ordinario di Diritto Commerciale, Università di Roma "Tor Vergata"

Maurizio Irrera, Professore Ordinario di Diritto Commerciale, Università degli Studi di Torino

Roberto Natoli, Professore Ordinario di Diritto dell'Economia e dei Mercati Finanziari, Università di Palermo

Tamara Favaro, Ricercatrice di Diritto dell'economia, Università di Pisa

Ugo Minneci, Professore ordinario di Diritto commerciale, Università di Milano

Adesso che l'inflazione sta arrivando, la conclusione della politica monetaria iperespansiva della Bce e delle altre principali banche centrali si approssima. Gli americani lo chiamano *tapering*, da noi non è ancora stata coniata una definizione specifica per indicare il cambio di *stance* dell'Eurotower. L'occasione è propizia per ripercorrere la storia dell'emissione dell'euro dalla sua nascita, avvenuta il primo gennaio 1999, a oggi. Guarderemo l'evoluzione dimensionale nel corso del tempo, e poi osserveremo anche la scansione in base ai periodi dei mandati dei quattro presidenti. Non mancheranno le sorprese.

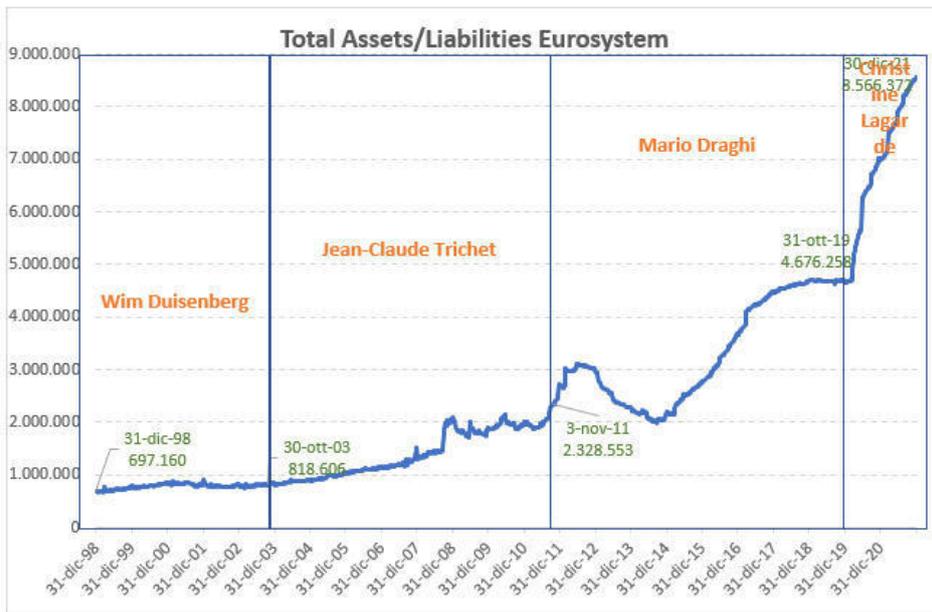
Partiamo dalla quantità assoluta. All'inizio, il totale dell'attivo della BCE era pari a circa 700 miliardi di euro e, con buona approssimazione, si può dire che questa era la quantità di moneta, in senso lato, presente nel sistema. Lo scorso 31 dicembre era ben 8.566 miliardi: un aumento del 1200% o, se preferite, per ogni euro iniziale oggi ce ne sono ben 12. Eppure, non siamo 12 volte più ricchi di allora! Certo, il perimetro dei Paesi aderenti si è allargato dai primi 11 agli attuali 19, ma i pesi massimi erano presenti sin dall'inizio quindi i nuovi ingressi hanno inciso poco. Se spezziamo l'arco temporale in due parti (Figura 1) vediamo che a metà cammino – giugno 2010 – circolavano 2.050 miliardi di euro. L'incremento era di ben 1.350 miliardi e quindi la massa monetaria era già quasi triplicata. Ma questo è niente in confronto ai 6.520 miliardi emessi nella seconda metà della storia dell'euro. E ancora, se osserviamo l'ultimo quarto di questo periodo – da marzo 2016 alla fine del 2021 – misuriamo una crescita di 2.240 miliardi nei primi tre sottoperiodi e di ben 5.620 negli ultimi 5 anni e tre quarti.

Figura 1 – Totale attivo della BCE per sottoperiodi temporali



Ma questa suddivisione è arbitraria o, se preferite, casuale perché è una mera scansione in quartili, non è ancorata ad alcun driver economico o di altro tipo. Si potrebbero analizzare tante relazioni fra l'aumento della moneta e altri fenomeni: la crescita economica, i prezzi, gli investimenti, le quotazioni dei mercati finanziari eccetera. Analisi di natura macroeconomica certamente di grande interesse e presenti in letteratura. Qui preferisco proporre una prospettiva diversa, provando ad accostare l'intensità della creazione monetaria ai Presidenti della BCE che si sono succeduti nella carica (Figura 2). Questo approccio è anche figlio del sospetto con cui i tedeschi e i loro sodali guardavano all'arrivo di Mario Draghi all'Eurotower.

Figura 2 – Totale attivo della BCE suddiviso per Presidenze



Wim Duisenberg è stato il primo Presidente ed è partito dalla base di 697 miliardi di euro. Ricordo che qui assimiliamo la quantità di moneta alla dimensione del totale dell'attivo della banca centrale, metodologia che contiene una approssimazione forse azzardata in termini di stock ma del tutto accettabile quando, come nel corso caso, guardiamo ai flussi. Alla fine del suo incarico, durato 58 mesi, l'olandese aveva portato la massa monetaria a 818 miliardi. Una crescita di 121 miliardi che si commisura al 3,60% all'anno. Gli è succeduto Jean-Claude Trichet nominato nel novembre del 2003 e rimasto in carica fino a ottobre 2011. Il francese ha apposto la sua firma su 1.510 miliardi di nuovi euro, portando la consistenza finale del bilancio della BCE a 2.328 miliardi. La sua produttività – sia detto in senso ironico – è stata del 23% all'anno nella media dei 96 mesi del suo mandato.

È stata poi la volta di Mario Draghi che, insediatosi in piena crisi dell'euro, pronuncerà di lì a poco il celebre *"whatever it takes"*, preludio alla politica monetaria iperespansiva e alla stagione dei tassi zero (e negativi). Sorprendentemente però, il tasso di crescita del bilancio della BCE durante i suoi 8 anni di presidenza è ben più basso di quello del predecessore francese: solo (si fa per dire) il 12,60%. Abbastanza però per accrescere di altri 2.350 miliardi la liquidità in circolazione. A novembre 2019 la presidenza dell'Eurotower torna a parlare francese. Christine Lagarde prende il posto di pilotaggio e preme forte sull'acceleratore. Nei 26 mesi fino alla fine del 2021 compera attivi per 3.890 miliardi, portando il totale del bilancio ai già menzionati 8.566 miliardi. Il tasso di crescita in questo periodo è del 38,4%.

Molte considerazioni scaturiscono da questa ricostruzione. Mi limiterò ad alcune, in chiave più politica che economica in senso stretto. Intanto è smentito il cliché dell'italiano poco rigoroso e non attento al presidio della stabilità della moneta, ciò che stava alla base dei pregiudizi tedeschi e di quelli che oggi chiamiamo paesi frugali (chissà poi perché; credo sia una ingenua traduzione dall'inglese *thrifty*). Ben più generosi sono stati i francesi, sia il predecessore di Draghi sia Christine Lagarde che gli è succeduta. Stupisce molto la dimensione dell'aumento dell'attivo della banca sotto la gestione di quest'ultima. È vero che si è trattato del periodo dello scoppio della pandemia e che quindi l'immissione monetaria era un intervento di emergenza per scongiurare la paralisi dell'economia. Ma ormai il sistema si è rimesso in moto da tempo, anche se permane un velo di incertezza intorno alla solidità della ripresa, e non si vede né si sente negli annunci nessuna inversione di rotta.

Di qui l'altra considerazione di natura politica (ma con forti implicazioni sulla gestione della manovra economica): l'inarrestabile, irrefrenabile bisogno di accrescere continuamente l'intensità degli stimoli monetari affinché questi non perdano di efficacia. A rischio di essere indelicato, non posso tacere il parallelo con gli stupefacenti: l'assuefazione richiede dosaggi sempre maggiori. Se si cerca di ricondurre la curva della creazione monetaria a una funzione matematica, si ottiene una iperbole, che come noto tende asintoticamente verso l'infinito. È possibile invertire la tendenza? A quanto pare no, visto

che fino a oggi abbiamo assistito a una contrazione della dimensione della banca centrale solo fra luglio 2012 e ottobre 2014. E, guarda caso, in questa fase il presidente era Draghi.

Tutto questo dimostra quanto sia facile premere sull'acceleratore e quanto sia più difficile agire sul freno; quindi, quanto sia pericoloso intraprendere politiche monetarie allegre, perché il costo politico dell'inversione di rotta è altissimo. E stupisce anche che i paesi cosiddetti frugali, così attenti al debito e rigorosi sul patto di stabilità abbiano di fatto assecondato queste politiche per tanti anni. Sì, è vero, abbiamo letto di contrasti in seno al Consiglio della Bce a proposito di queste decisioni e anche delle dimissioni di un rappresentante della Bundesbank. Ma sappiamo che la Germania, quando vuole, sa mettersi di traverso in modo ben più incisivo. Dunque, purtroppo, la responsabilità dell'enorme espansione della quantità di moneta è ampiamente condivisa. Ma questo mi consola molto poco di fronte al timore, che si sta pericolosamente materializzando, di veder esplodere un'inflazione che, direbbe Gabriel Garcia Marquez, era proprio annunciata!

Il 9 marzo il Presidente Biden ha firmato un atteso e complesso 'Executive Order on Ensuring the Responsible Development of Digital Assets' (executive order) sugli asset digitali, intesi in senso ampio (e dunque, incluse le criptovalute, le stablecoin, le blockchain e in generale le DLT). E' un provvedimento atipico, per i suoi contenuti, e molto complesso, che segue - con ritardo - il cyber executive order del maggio 2021. L'Order pone le premesse di un percorso che acceleri l'adozione di un dollaro digitale (*Central Bank Digital Currency* - CBDC). E' la marcatura stretta alla ripartenza cinese che ci si attendeva e che lancia gli Stati Uniti verso un obiettivo preciso, nel solco di un approccio regolatorio light (*self-regulation*), contrapposto sinora a quello europeo (*co-regulation*) e ovviamente, a quello cinese (*command and control*).

Seguendo un '*whole of government*' approach, l'Order conferisce mandato al Dipartimento del Tesoro e a numerose agenzie federali di: elaborare raccomandazioni per la protezione dei consumatori e degli investitori; produrre un rapporto sul futuro dei pagamenti digitali e sul ruolo che potranno giocare i cryptoasset; individuare i rischi e proporre strumenti e soluzioni per colmare le lacune regolatorie, e chiede infine alla FED di finalizzare il lavoro sulla CBDC. L'Order indica obiettivi di breve, medio e lungo termine.

L'Order è decisivo, per un numero rilevante di motivi. In primo luogo, segnala un'attenzione equilibrata al settore dei digital assets, nei confronti del quale la FED era stata invece ultimamente, almeno nelle dichiarazioni, molto critica, lasciando presagire vincoli e divieti più stringenti di quelli cui il mercato statunitense è abituato. L'Order invece separa, classifica, e consente di prevedere, nell'attuazione, un sostegno all'uso degli assets digitali, promotori di innovazione (inclusione finanziaria, concorrenza, innovazione responsabile, sono le direzioni indicate), e una stretta invece sull'uso criminale o comunque tale da pregiudicare o mettere a rischio: principi fondamentali (la tutela degli investitori, dei consumatori, dei diritti umani); equilibri necessari (la stabilità monetaria, la sicurezza nazionale); la lotta alla criminalità (antiriciclaggio, terrorismo e altre forme di finanziamento illecito).

In secondo luogo, il perimetro dell'azione regolatoria futura delineato dall'Order coincide con quello europeo. E' questo un dato decisivo, poiché proprio la differenza del perimetro, prima ancora che degli strumenti e dei fini dell'intervento, ha creato in passato fraintendimenti e ostacoli all'azione coordinata tra USA e UE, a partire dalla concorrenza sino, in anni recenti, alla tutela dei dati personali. E infatti, i sei pilastri dell'azione del governo nell'Order sono: la tutela dei consumatori e della privacy; la stabilità finanziaria; il contrasto ai finanziamenti illeciti, la sicurezza nazionale; la competitività tecnologica delle imprese (statunitensi); l'inclusione e l'equità finanziaria; l'innovazione responsabile degli asset digitali. Si tratta di materie oggetto di interventi specifici del legislatore europeo con riferimento agli assets

digitali e con un approccio tipico di co-regolazione.

A questi, l'Order aggiunge il tema del dollaro digitale, rispetto al quale chiede alla FED un'azione più rapida e incisiva rispetto a quella delineata nel Rapporto pubblicato a gennaio (41-page paper). Sulla CBDC la BCE è da tempo al lavoro, ma non è ancora chiaro – su entrambe le sponde dell'oceano – quale funzione dovranno svolgere il dollaro e l'euro digitale. Certo, la prassi si consolida e lo yuan digitale rischia non solo di accelerare i processi ma anche di definire standard, tecnologici e applicativi. La finestra temporale si riduce; di qui la pressione sulla FED.

Tra le varie interpretazioni possibili della sovrapposizione (perfetta) dei perimetri e (quasi perfetta) delle finalità della regolazione statunitense ed europea in corso di discussione, c'è anche quella di un *nudging* ordinamentale ormai riconosciuto all'Unione europea, un *Brussel's effect* che, questa volta, si è spinto oltre atlantico. Certo, gli elementi contingenti – il lancio della yuan digitale, la guerra in Ucraina e il tentativo di alcuni oligarchi russi di aggirare le sanzioni via cryptocurrencies – hanno inciso quanto a tempistica e obiettivi, ma il precedente resta e porterà frutti.

In terzo luogo, l'Order evidenzia la necessità, e non più solo l'opportunità, di un coordinamento internazionale (a partire dai G7 e G20) sia per le valute digitali emesse dalle banche centrali sia per le valute private. Questa precisazione costituisce un'indicazione per il Tesoro e le agenzie federali, cui viene chiesto di fatto di inserirsi nel percorso evolutivo (anche di standard) in corso e non di imporne uno nuovo.

In quarto luogo, l'Order rileva per gli obiettivi che pone, elencati nei sei pilastri. A questi però, ormai classici nella regolazione degli ordinamenti nazionali e sovranazionali, se ne aggiungono due, relativi ai diritti umani e all'impatto energetico e ambientale. Si tratta di indicazioni precise sulla regolazione futura, destinate a orientare il mercato. Il riferimento al dollaro digitale come 'strumento per esercitare i diritti umani', promuovere i 'valori democratici' e proteggere da 'una sorveglianza arbitraria e illecita', è un messaggio finanche troppo esplicito al governo cinese, e vedremo se costituirà parametro di legittimità o mera valutazione di impatto delle altre CBDC.

Il riferimento all'impatto energetico è invece un messaggio per le blockchain 1.0 e 2.0 (Bitcoin e Ethereum tra le altre), che si fondano su una *proof of work* che richiede *miners* dotati di grande capacità computazionale, con annessi datacenters e relativo consumo enorme di energia, e spiana invece la strada alle più moderne blockchain 3.0 e 4.0, che si fondano su una *proof of stake* (modulata in varie forme) e non richiedono quindi un consumo di energia significativo per validare le operazioni. Il riferimento nell'Order alla sostenibilità ambientale e l'azione delle agenzie federali che ne conseguirà è dirompente,

su un piano metodologico, perché – per la prima volta – supera la superstizione della neutralità tecnologica, e impone una classificazione delle piattaforme e delle blockchain che, come le criptovalute e le stablecoin, non sono tutte uguali. Di qui anche il significato del riferimento alla competitività delle imprese e all'innovazione tecnologica. Dunque, se da un lato l'Order arriva tardi, rispetto a un dibattito europeo già sviluppato e molto raffinato, declinato in regolamenti che si auspica saranno adottati nei prossimi mesi, dall'altro lancia per primo la concorrenza tra piattaforme blockchain decentrate, indicando benchmark e obiettivi. Tra questi, l'interoperabilità tra piattaforme assume un ruolo centrale per la promozione (anche) della concorrenza. Si tratta di modelli di organizzazione (aperti e decentrati) molto diversi rispetto alle classiche piattaforme digitali, spesso 'chiuse' (i social networks lo sono per definizione) e comunque centralizzate.

L'adozione dell'executive order, i suoi contenuti, la tempistica per l'attuazione, contribuiscono a ridurre sui mercati degli assets digitali quell'incertezza che sinora ha frenato lo sviluppo dell'innovazione. Vedremo come il Tesoro e le agenzie federali eseguiranno i compiti nei prossimi mesi, ma perimetro e direzione sono indicati. Spetta ora alle istituzioni europee decidere se e come prendere atto della volontà rinnovata dell'amministrazione Biden e definire ulteriormente, nei regolamenti in discussione, esigenze e priorità, anche eventualmente indicando criteri e obiettivi che piattaforme e strumenti dovrebbero rispettare. La fase di sviluppo libero, di sandboxes nel mercato è prossima alla fine. Anche qui, è l'ora delle scelte.

L'obiettivo di integrare le esigenze di sostenibilità ambientale nelle scelte d'impresa è già presente in alcune discipline nazionali recenti come il d. lgs. 254/2016, che impone a società per azioni di grandi dimensioni <sup>(1)</sup> di redigere i piani di gestione dei rischi ambientali e di trasmettere tale informazione al mercato. Almeno per gli enti rientranti nell'ambito soggettivo di applicazione del d. lgs. 254/2016 cit. è dunque lecito chiedersi se, nel caso in cui si concretizzino i rischi che si dovevano prevenire, sorgano specifiche responsabilità risarcitorie.

Una risposta positiva sembra trovare oggi sostegno nei recenti sviluppi del diritto dell'Unione europea e, in particolare, nella proposta di Direttiva sulla *Corporate Sustainability Due Diligence*.

La spinta all'approvazione di una Direttiva di così ampio respiro è stata impressa dal Parlamento europeo, che il 10 marzo 2021 ha indirizzato alla Commissione una proposta molto ambiziosa <sup>(2)</sup> che conteneva, però, una disposizione sulla responsabilità civile delle imprese dalla formulazione fin troppo generica, tant'è che s'era subito paventato il rischio sia di «azioni pretestuose quando non ricattatorie che potrebbero impegnare le Corti europee in contenziosi molto complessi e con limitati contatti, di fatto, con i rispettivi ordinamenti» <sup>(3)</sup>, sia di interpretazioni giudiziali eccessivamente rigorose. L'art. 19, c. 2, della proposta di Direttiva del Parlamento prevedeva, infatti, il dovere per gli Stati membri di istituire «un regime di responsabilità in virtù del quale le imprese possano, conformemente al diritto nazionale, essere ritenute responsabili e offrire riparazione in relazione a qualsiasi danno derivante da impatti negativi effettivi o potenziali sui diritti umani, sull'ambiente o sulla buona governance che esse, o imprese da esse controllate, hanno causato o cui hanno contribuito con atti od omissioni».

L'intraprendenza, forse pure eccessiva, del Parlamento Europeo dimostra però che il tema della responsabilità ambientale delle imprese ha superato lo stadio del *wishful thinking*, come confermato,

---

1 Segnatamente, per le società private e gli enti di interesse pubblico che abbiano a) un totale dell'attivo dello stato patrimoniale superiore a 20.000.000 di euro e b) un totale dei ricavi netti delle vendite e delle prestazioni superiore a 40.000.000 di euro (cfr. artt. art. 1, c. 1, lett. b), e 2, c. 1, d. lgs. 254/2016).

2 Alla quale la dottrina italiana ha già dedicato numerosi commenti, mettendone anche in luce i numerosi limiti: v., in particolare, i numerosi contributi raccolti nel fascicolo 3/2021 della *Rivista delle società*.

3 Ventoruzzo, *Note minime sulla responsabilità civile nel progetto di direttiva Due Diligence*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 381 s.

nelle legislazioni nazionali, dalle recenti leggi francese<sup>(4)</sup>, tedesca<sup>(5)</sup> e belga<sup>(6)</sup>.

D'altro canto, la stessa idea di gravare le imprese di specifici obblighi di cura di interessi diffusi, come quello ambientale, da un lato rappresenta la realistica presa d'atto dell'insufficienza delle *policies* che hanno riposto troppa fiducia nel ruolo propulsivo degli investitori istituzionali nell'orientare le scelte del *management* verso investimenti *ESG* e, d'altro lato, tradisce i dubbi sull'effettiva capacità di tali soggetti di monitorare concretamente le attività delle società nelle quali investono – nonché, forse, il timore che gli investimenti *ESG* possano dar vita a politiche di mero *greenwashing*<sup>(7)</sup>.

La Commissione, sia pur temperandone certe soluzioni estreme, ha preso sul serio la proposta di Direttiva del Parlamento e ha licenziato, il 23 febbraio 2022, la propria proposta di Direttiva *on Corporate Sustainability Due Diligence*<sup>(8)</sup>. Di tale proposta, molto ricca e ambiziosa, si prenderanno in esame soltanto i due aspetti della responsabilità civile delle imprese e della partecipazione degli *stakeholders* alle scelte gestorie.

L'art. 22, in particolare, prevede un sistema di responsabilità per le società che non adempiano agli obblighi di cui agli artt. 7 e 8 *se*, a seguito di tale inadempimento, si verifica una conseguenza dannosa che l'adozione di adeguate misure preventive avrebbe consentito di individuare, prevenire, mitigare, evitare o almeno minimizzare.

In questo sistema, il giudizio di responsabilità si sposta dunque sull'adeguatezza delle misure

---

4 Su cui v. G. Scognamiglio, *Sulla tutela dei diritti umani nell'impresa e sul dovere di vigilanza dell'impresa capogruppo. Considerazioni a margine di un confronto fra la legislazione francese e quella italiana*, in *Jus – Rivista italiana per le scienze giuridiche*, 2019, p. 545; nonché i contributi di P.H. Conac, *Le nouvel article 1833 du Code civil français et l'intégration de l'intérêt social et de la responsabilité sociale d'entreprise: constat ou révolution?*, in *Rivista ODC*, 2019, p. 497; S. Schiller, *L'évolution du rôle des sociétés depuis la loi PACTE*, *ivi*, p. 517; I. Urbain-Parleani, *L'article 1835 et la raison d'être*, *ivi*, p. 533.

5 La *Gesetz über die unternehmerischen Sorgfaltspflichten in Lieferketten – Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz* del 16 luglio 2021

6 Cfr. il novellato Art. 1.2. del *Code des sociétés et des associations*: «*Une société est constituée par un acte juridique par lequel une ou plusieurs personnes, dénommées associés, font un apport. Elle a un patrimoine et a pour objet l'exercice d'une ou plusieurs activités déterminées. Un de ses buts est de distribuer ou procurer à ses associés un avantage patrimonial direct ou indirect*» dal quale si evince, già nella definizione del tipo societario, che la distribuzione degli utili non è lo scopo esclusivo dell'attività sociale.

7 G. Strampelli, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, in *Riv. soc.*, 2020, p. 51 ss.

8 [https://ec.europa.eu/info/publications/proposal-directive-corporate-sustainable-due-diligence-and-annex\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/proposal-directive-corporate-sustainable-due-diligence-and-annex_en)

organizzative adottate, che però non vengono lasciate alla concretizzazione caso per caso della clausola generale, ma vengono, dagli artt. 6 e 7, analiticamente dettagliate.

L'art. 6, c. 1, prevede infatti che le imprese adottino misure adeguate a identificare gli impatti negativi sull'ambiente derivanti dall'attività propria e di tutte le imprese che operano lungo la catena del valore; l'art. 7, c. 1, prevede, invece, che le imprese adottino misure adeguate a prevenire o, se non è possibile prevenire, minimizzare i potenziali impatti ambientali negativi derivanti dall'attività propria e di tutte le imprese che operano lungo la catena del valore.

È però il capoverso dell'art. 7 a dettare analitiche regole organizzative, poiché dispone che le società debbano: *a)* sviluppare e attuare un piano di prevenzione, con scadenze ragionevoli e chiaramente definite e indicatori qualitativi e quantitativi per misurare il miglioramento, aggiungendo che tale piano di prevenzione debba essere sviluppato consultando le parti interessate; *b)* vincolare contrattualmente al rispetto del proprio codice di condotta e del piano di prevenzione tutti i partner commerciali integrati nella catena del valore dell'azienda (c.d. *cascading* contrattuale); *c)* effettuare gli investimenti necessari, ad esempio nei processi e nelle infrastrutture di gestione o di produzione, per prevenire o comunque minimizzare i potenziali impatti ambientali negativi delle attività svolte lungo tutta la catena del valore.

Il combinato disposto dei vari articoli citati delinea dunque un sistema nel quale:

- I) non è previsto un coinvolgimento diretto degli *stakeholders*, sulla falsariga della *Mitbestimmung* tedesca, negli organi gestori delle società, surrogato però da un coinvolgimento indiretto, sotto forma di obbligo di consultazione per lo sviluppo del piano di prevenzione dei rischi ambientali <sup>(9)</sup>;
- II) sono però previsti specifici e tassativi obblighi di condotta, funzionali alla prevenzione o almeno alla minimizzazione dei rischi ambientali, il cui inadempimento rileva direttamente in punto di responsabilità civile.

La prossima approvazione della direttiva sulla "sostenibilità dell'impresa societaria" (oltre alla recente legge costituzionale 1/2022 che ha modificato l'art. 41, c. 2) è destinata a incasellarsi, con un ruolo

---

9 L. Bebchuck - R. Tallarita, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, in *Cornell Law Review*, 2020, p. 91 ss., secondo i quali il rischio del diretto coinvolgimento degli *stakeholders* nelle scelte gestorie è di una sostanziale deresponsabilizzazione degli amministratori.

centrale, in un mosaico normativo che caoticamente si sta componendo<sup>(10)</sup> e che, tra le tante, solleva certamente una riflessione importante sui limiti della discrezionalità giudiziaria in campo economico. Come è stato giustamente osservato, delegare la mediazione degli interessi agli amministratori, secondo il modello che sembra emergere dalla proposta di direttiva della Commissione, significa infatti ampliare il novero dei loro doveri fiduciari e amplificare il rischio che le decisioni amministrative siano «connotate da una insostenibile incertezza»<sup>(11)</sup>.

---

10 Oltre alla disciplina sulle c.d. dichiarazioni non finanziarie di cui si è già detto, rilevano, ad esempio, anche i nuovi artt. 123-ter, c. 3-bis e 124-quinquies, c. 1, T.U.F., sulla «politica di remunerazione» degli amministratori, dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche (su cui v.) e sulla «politica di impegno» degli investitori istituzionali. Sul tema I. Capelli, *La sostenibilità ambientale e sociale nelle politiche di remunerazione degli amministratori delle società quotate: la rilevanza degli interessi degli stakeholder dopo la SHRD II*, in *Rivista ODC*, 2020, p. 553 ss.

11 V. Calandra Bonaura, in *Lo statement della Business Roundtable sugli scopi della società. Un dialogo a più voci*, cit., p. 598.

Non è facile per il giudice amministrativo prendere le misure con il cosiddetto *golden power*. Emblematica in questo senso è una recente sentenza del TAR Lazio che ha confermato il veto del Governo su una delle operazioni societarie più importanti degli ultimi anni in ambito agroalimentare.

La controversia decisa con la sentenza n. 4488/2022 riguarda un decreto di qualche mese fa con cui il Governo italiano ha esercitato il *golden power* nella forma più intrusiva del veto assoluto. Ha infatti bloccato l'acquisizione delle società italiane del gruppo Verisem da parte di Syngenta Crop Protection AG (di seguito anche "Syngenta") del valore di circa 200 milioni di euro.

Syngenta, azienda svizzera leader di settore a livello mondiale, è controllata da ChemChina, una multinazionale pubblica cinese che opera in diversi settori economici (immobiliare, petrolchimico, agrochimico, sementi, ecc.).

Il *golden power* esercitato nei confronti dell'azienda svizzera è previsto da una decina d'anni (d.l. n. 21/2012) ed è stato via via perfezionato ed esteso. Ed è la prima volta che viene applicato nel settore agroalimentare (sementiero).

Si tratta di un'arma potente, prevista in molti Paesi europei, che segna un nuovo interventismo statale nell'economia a tutela di interessi nazionali strategici. Esso consente infatti una limitazione ai principi europei della libertà di stabilimento e della libera circolazione dei capitali per la protezione di *asset* strategici. Il *golden power* costituisce in questa fase storica una risposta alla "deglobalizzazione" e alla contrapposizione tra opposte visioni del mondo tra i principali attori sulla scena internazionale.

Il punto più critico è che la normativa sul *golden power* fa ricorso a concetti elastici sia per definirne l'ambito di applicazione, sia per stabilirne i presupposti e i contenuti concreti. Espressioni come attività economiche "di rilevanza strategica", approvvigionamento di fattori produttivi "critici", "minaccia di grave pregiudizio agli interessi essenziali dello Stato" lasciano infatti ampi spazi di valutazione. Definire casistiche precise ed esaustive sarebbe impossibile in presenza di situazioni assai variegata. Ne soffre dunque il principio di legalità sacrificando le aspettative di certezza degli operatori di mercato. Le imprese sono in un certo senso in balia di valutazioni opinabili, almeno in alcuni casi, dei governi.

In questo contesto si inserisce la sentenza del TAR Lazio che fa chiarezza sulla natura dei poteri speciali in questione, sul procedimento applicativo e sul conseguente sindacato giurisdizionale.

In primo luogo, la sentenza, respinge la censura legata alla mancata garanzia del contraddittorio non

essendo stata effettuata la cosiddetta comunicazione dei motivi ostativi all'accoglimento dell'istanza che consente all'interessato un'ultima replica (art. 10-bis della legge n. 241/1990). La "notifica" preventiva dell'operazione alla Presidenza del consiglio non è infatti equiparabile a una "istanza" che dà avvio a un procedimento amministrativo. La notifica costituisce invece per l'impresa solo un obbligo funzionale all'esercizio dei poteri di controllo spettanti allo Stato.

In secondo luogo, secondo il TAR la decisione dello Stato di esercitare o meno i poteri speciali, attraverso l'imposizione di "prescrizioni", "condizioni" ovvero opponendosi del tutto all'operazione, si connota per una "amplissima discrezionalità", in ragione della natura degli interessi tutelati. La scelta di esercitare il *golden power* è espressione di "alta amministrazione", come tale sindacabile dal giudice amministrativo solo ove affetta da "manifesta illogicità".

In terzo luogo, non è rilevante la difformità tra la decisione finale adottata dal Governo rispetto alla proposta emersa dell'organo tecnico (il cd. gruppo di coordinamento previsto e disciplinato dal DPCM 6 agosto 2014): quella cioè di autorizzare l'operazione con prescrizioni, piuttosto che di vietarla del tutto.

Il compito del gruppo di coordinamento è solo quello di raccogliere gli elementi istruttori e di valutazione tecnica da sottoporre al Consiglio dei ministri. Quest'ultimo, dunque, secondo il TAR, non è tenuto ad adottare una motivazione specifica nel caso in cui si determini in senso diverso rispetto a quanto proposto in sede istruttoria.

In definitiva, la sentenza ha un approccio piuttosto deferente nei confronti del decisore governativo.

Da un lato, infatti, il criterio della manifesta illogicità rende il sindacato giurisdizionale privo di mordente. Ciò, peraltro, in linea con quanto accade con tutti gli atti di alta amministrazione che si pongono a un gradino al di sotto degli atti politici sottratti a ogni tipo di controllo giudiziario. Tuttavia, nel caso di specie alcuni vizi sembravano avere carattere squisitamente fattuale. La ricorrente ha cioè negato di svolgere l'attività prevista dalla normativa applicata in materia di utilizzo di tecnologie e di raccolta di dati e ciò, forse, avrebbe meritato un approfondimento più specifico.

Dall'altro lato, la sentenza depotenzia alcuni presidi procedurali. In particolare, quanto guadagnato in termini di garanzie, anche attraverso l'istituzione di un organo tecnico istruttorio *ad hoc*, viene superato dal riconoscimento di un'ampia potestà decisoria del Governo. Del resto in altri paesi, primo fra tutti gli Stati Uniti, queste decisioni sono considerate atti politici, legate come sono anche ad aspetti di politica estera e di salvaguardia di interessi nazionali che nessun giudice potrebbe legittimamente

sindacare.

Insomma, anche questa vicenda conferma come nel *golden power* sia difficile conciliare la libertà d'impresa con interessi che costituiscono il nocciolo della sovranità degli Stati. La prima è destinata, quasi inevitabilmente, a soccombere.

Nella monografia "Tra Cielo e Terra. Economia e Finanza nella Bibbia" (Egea 2021) ho provato a indagare se esistano nella Scrittura elementi volti a dare indicazioni al ragionare economico e finanziario dei giorni nostri.

Come ho avuto modo di illustrare sia nella prefazione, sia del testo, durante il quale giustappongo riflessioni teoriche con spunti di carattere narrativo e, a volte, anche di carattere autobiografico, ho sempre giustapposto la Scrittura con quanto emergeva dalla mia attività di ricerca e dal mio insegnamento accademico nelle materie di Finanza Aziendale e di Corporate Governance. Ne sono emersi molti spunti. Desidero, in questa sede, soffermarmi, principalmente, sulla descrizione contenuta nella Scrittura di relazioni, alleanze, e contratti.

La prima relazione di cui si legge in *Berescit* è quella fra Creatore e Creatura. Il fraintendimento di questa relazione è alla base del peccato originale. Tuttavia, ai nostri fini, risulta essere più interessante analizzare la relazione che si instaura fra la prima fra le creature, l'uomo, e tutte le altre creature.

Nel racconto di *Berescit*, al capitolo 2, 18-23 possiamo leggere non solo la prima relazione, ma anche il primo "mandato" presente nella Scrittura. Elohim, infatti, dopo avere creato tutte le creature, chiede all'uomo di dare un nome a tutti gli esseri viventi: *"in qualunque modo l'uomo avesse chiamato ognuno degli esseri viventi, quello doveva essere il suo nome."*

Si tratta di un mandato pieno che Elohim conferisce all'uomo rispetto alle creature. Nel racconto biblico la relazione con le creature si arricchisce della relazione con la donna. Elohim infatti aveva creato *"ogni sorta di animali selvatici e tutti gli uccelli del cielo"* (*Berescit* 2, 18) perché *"non è bene che l'uomo sia solo"*.

Dopo avere portato a termine la creazione, tuttavia, il commento di Elohim è lapidario: *"per l'uomo non trovò un aiuto che gli corrispondesse"* (*Berescit* 2, 20). Per questo motivo Elohim da *ish* (l'uomo) crea *isha*, perché *"dall'uomo è stata tolta"* (*Berescit* 2, 23).

E proprio nel contesto di una relazione fra Elohim e l'uomo nasce il concetto di Alleanza, nelle diverse forme e versioni che sono conosciute nella Scrittura. La prima si trova, sempre in *Berescit* 9, 9 e si tratta della prima Alleanza, quella noachica, il cui simbolo è *"l'arco sulle nubi"* (*Berescit* 9,16) che Elohim promette a Noè perché: *"io lo guarderò per ricordare l'alleanza eterna tra Dio e ogni essere che vive in ogni carne che è sulla terra"*, dopo il diluvio universale.

In *Shemot* nei capitoli 19 e 20 Elohim stipula la più celebre Alleanza del Primo Testamento, quella con

Mosè sul Monte Oreb. Si tratta del Monte di Elohim, il Sinai e infatti tale Alleanza è nota come alleanza sinaitica.

Pertanto il carattere sacrale dell'Alleanza nel Pentateuco è sottolineato, in modo molto intenso, nella descrizione contenuta in *Berescit* 15, 17, dove si legge: *"Quando tramontato il sole si era fatto buio fitto, ecco un braciere fumante e una fiaccola ardente passare in mezzo agli animali divisi. In quel giorno il Signore concluse un'alleanza con Abram"*.

Tali animali erano stati precedentemente indicati da Elohim ad Abramo e da lui presi, divisi e metà e collocati uno di fronte all'altro. A questo proposito Ravasi (2001) fa notare che sia in ebraico, sia in greco, sia anche in *latino*, l'espressione "stipulare un patto" suoni rispettivamente come *krt berit*, ὀρκια τέμνειν e *foedus ferire*, ovvero tagliare un patto, con chiaro riferimento alla sacralità di un'Alleanza.

Insomma *"pacta sunt servanda"*.

Vorrei ora brevemente soffermarmi su un aspetto terminologico interessante. La traduzione in inglese della formula utilizzata nella Messa Cattolica, al momento della consacrazione, menziona: *"il sangue della nuova ed eterna Alleanza, versato per voi e per tutti in remissione di peccati"* suona come *"the blood of the new and everlasting Covenant, shed for you and for all in the forgiveness of the sins"*.

La traduzione in inglese per il termine Alleanza è *Covenant*. Si tratta dello stesso termine che viene usato per definire alcuni parametri dei vincoli sui contratti nelle operazioni di *Merger & Acquisition*. Tali vincoli prendono in esame i livelli di indebitamento concordati in tali operazioni, come ad esempio il rapporto fra valore corrente del debito e valore corrente della capitalizzazione di un'impresa, fra margine operativo lordo e valore corrente del debito finanziario. Insomma anche il linguaggio della *Corporate Finance* e della *Corporate Governance* risuona di espressioni e di termini che, nelle varie lingue, derivano direttamente dalla Scrittura e dall'antichità classica.

Pertanto, alla base di una qualsiasi relazione che viene a dipanarsi nella Scrittura, ci sono le due relazioni iniziali: quella che l'uomo ha con Elohim e quella con le altre creature. In modo analogo, nel contesto di queste relazioni, si stabiliscono delle Alleanze. A prescindere dalla storia dell'Alleanza per definizione, quella fra l'uomo e Elohim, anche tutte le alleanze hanno un valore sacrale.

Ne è testimonianza l'estrema importanza che viene data al concetto di alleanza non solo nella Scrittura, ma anche nei patti federativi del mondo classico. Si pensi ad esempio alla Lega delle città dell'Attica e

al ruolo di Atene, al tesoro della Lega attica conservato nell'isola sacra ad Apollo di Delo o alle vicende delle federazioni dei soci alleati di Roma.

Il primo esempio di contratto che si trova nella Scrittura riguarda, la compravendita di un campo che risultava essere il principale asset reale di un'economia del mondo antico in Medio Oriente.

Tuttavia tale contratto, contenuto nel capitolo 23 di *Berescit*, rappresenta un campo particolare perché si tratta del campo destinato alla sepoltura di Sara "che morì a Kiriath Arba" presso Ebron. Insomma il primo contratto che ha ad oggetto la vendita di un asset reale presente in *Berescit* riguarda la sepoltura di Sara, la prima delle quattro matriarche di Israele.

Non si tratta pertanto di "business", ma di "pietas".

Il racconto biblico mette in luce che Abramo si rivolge agli Ittiti presso cui era forestiero e di passaggio e che sono questi ultimi a convincerlo a "seppellire il morto nel migliore dei nostri sepolcri", (*Berescit* 23, 6) che viene prontamente individuato da Abramo nella caverna di Macpela che è situata all'estremità del campo di proprietà di Ebron, figlio di Socar. La trattativa che avviene fra Ebron e Abramo arriva alla definizione di un prezzo, dopo che sono stati definiti e trattati una serie di altri elementi, apparentemente complementari e collaterali.

Tali elementi che la trattativa prende in esame riguardano, in primo luogo, la validità del contratto. Secondo Liverani (2004) tale contratto riecheggia gli elementi dei contratti di epoca neobabilonese, a testimonianza del momento redazionale del testo.

La conferma della validità del contratto deriva dal fatto che questo viene stipulato in presenza di tutti gli Ittiti. Ebron infatti risponde ad Abramo "mentre lo ascoltavano gli Ittiti, quanti erano convenuti alla porta della sua città." (*Berescit* 23, 10). E nuovamente, poco oltre, "(Ebron afferma) in presenza dei figli del mio popolo te lo cedo." (*Berescit* 23, 11).

Alla luce di tali premesse che rappresentano i prodromi necessari per la validità del contratto e per garantire un eventuale futuro "enforcement" dello stesso, molto importante dal momento che Abramo era un *gher*, ovvero un forestiero, si passa alla definizione del prezzo.

Il prezzo viene proposto dal venditore Ebron in "un terreno del valore di quattrocento sicli d'argento" (*Berescit* 23,15) e venne esplicitamente accettato da Abramo (*Berescit* 23, 16). Inoltre dal momento che si è in presenza di una "moneta merce", il testo specifica che i quattrocento sicli d'argento, prezzo della

transazione, vengono esaminati *“secondo la misura in corso sul mercato”*.

A questo proposito è interessante esaminare la complessa trattativa che viene descritta nell'intero capitolo 4 del libro di Rut. In tale capitolo Booz acquista, il campo di Noemi e riscatta Rut, nuora di Noemi. L'acquisto del campo avviene dopo che il primo soggetto che aveva diritto di riscatto, secondo la legge, di cui il testo non fa il nome, rinuncia a tale riscatto perché *“altrimenti danneggerei la mia stessa eredità”* (Rut 4, 6).

Dopo questa decisione di non perfezionare la prelazione da parte di chi aveva diritto al riscatto, Booz decide di esercitare l'acquisto del campo e il riscatto di Noemi. A questo proposito Booz pronuncia una formula (Rut 4, 9-11) che può essere considerata, a tutti gli effetti, un contratto, con la sola eccezione della mancanza di un'informazione esplicita sul prezzo per l'acquisto del campo. Esiste, nel racconto, anche un elemento che potremmo definire di *“pubblicità giuridica”* derivante dal fatto che, *“per convalidare un atto uno si toglieva un sandalo e lo dava all'altro”* (Rut 4, 7).

In *Berescit* 38, 18 esiste un altro episodio delle storie dei Patriarchi nel quale, nel corso del perfezionamento di un contratto, alcune garanzie reali, vengono usate come collaterali, quali *“Il tuo (di Giuda) sigillo, il tuo cordone e il bastone che hai in mano”* e assumono il doppio compito di pegno a garanzia del contratto e di pubblicità giuridica dello stesso. In questo ultimo caso l'oggetto della transazione è *“sui generis”*. Si tratta infatti di una prestazione sessuale concessa da Tamar verso il suo inconsapevole suocero Giuda.

Ai nostri occhi tale contratto potrebbe sembrare riprovevole e anche contrario alla legge. Ai nostri fini tuttavia non interessa ricordare la celeberrima vicenda di Giuda e di Tamar, se non per sottolineare un ulteriore aspetto.

Giuda, dopo avere compreso le ragioni di Tamar, esclama (*Berescit* 38, 26): *“Lei è più giusta di me: io infatti non l'ho data a mio figlio Sela”*. In una prospettiva di giustizia Tamar non esita a intraprendere un comportamento censurabile, da un punto di vista strettamente morale. Tale comportamento tuttavia viene lodato da Giuda e ricordato in *Berescit*.

La Scrittura è pertanto molto ricca di spunti che possono rappresentare elementi di carattere contrattuale, nonché relazioni di mandato che sono alla base della teoria dell'agenzia e della corporate governance.

Tuttavia, l'elemento fondante che regola i contratti nella Scrittura è una misura di giustizia di carattere non formale, ma sostanziale.

### 1. La legittimazione autonoma del curatore

Nel corso del 2021, con due pronunzie ravvicinate (Cass., 30 giugno 2021, n. 18610 e Cass., 14 settembre 2021, n. 24725), la Suprema Corte ha raggiunto un traguardo significativo nell'elaborazione e ricostruzione sistematica del tema della responsabilità della Banca per abusiva concessione di credito; si apre così un nuovo e incandescente fronte nel rapporto sempre teso tra procedure concorsuali e istituti bancari.

Più nel dettaglio la Suprema Corte ha riconosciuto l'autonoma legittimazione del curatore fallimentare nel far valere la responsabilità della Banca per l'abusiva concessione del credito sotto il duplice profilo del subentro nei diritti già spettanti al fallito nell'esercizio dell'azione di responsabilità verso la Banca e, per altro verso, nell'esercizio dell'azione di "massa" a tutela del ceto creditorio, pregiudicato dall'avvenuta abusiva concessione del credito all'impresa ormai "decotta".

La Corte di Cassazione si è discostata dal proprio risalente indirizzo secondo cui l'azione di risarcimento del danno promossa dal curatore per i danni subiti dal ceto creditoria non sarebbe stata riconducibile all'interno della categoria delle azioni di massa, con la conseguenza di escludere la legittimazione attiva del curatore a far valere autonomamente in giudizio le ragioni risarcitorie vantate nei confronti della Banca dai creditori della società; in tale prospettiva, si riteneva che il curatore fosse legittimato attivo all'azione diretta verso i terzi (come la Banca) solo qualora tale azione fosse collegabile "primariamente e direttamente" ad un fatto illecito commesso dalla società fallita attraverso i suoi amministratori, potendo il terzo essere coinvolto solo se in concorso con il fallito e non, invece, autonomamente.

Oggi i giudici di legittimità affermano, viceversa, che l'azione avente ad oggetto l'accertamento dell'abusiva concessione del credito, volta ad ottenere il ristoro dei danni subiti dall'intero ceto creditorio, sia qualificabile come azione di massa e riconosce, pertanto, la legittimazione attiva del curatore fallimentare (e, dunque, - va da sé - anche del liquidatore nelle procedure di liquidazione coatta amministrativa e del commissario nelle procedure di amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi) nei confronti della Banca, in relazione sia ai danni gravanti sull'impresa in conseguenza della concessione di credito "abusiva", sia a quelli subiti dal ceto creditorio nel suo complesso, in relazione a quanto dal medesimo perduto in conseguenza della concessione del credito all'impresa in una situazione di crisi irreversibile.

La responsabilità della Banca per abusiva concessione del credito diviene azionabile in via autonoma dal curatore e, quindi, totalmente svincolata dall'eventuale parallela responsabilità degli organi sociali

per abusivo ricorso al credito.

Secondo la nuova prospettiva della Suprema Corte, la responsabilità della Banca nei confronti dell'impresa fallita ha natura contrattuale ai sensi dell'art. 1218 c.c. per diretta violazione di obblighi che governano i contratti di credito, mentre quella nei confronti del ceto creditorio ha natura extracontrattuale o aquiliana.

### **2. I contorni della responsabilità della Banca**

Le recenti pronunzie della Suprema Corte sono, sotto altro e diverso profilo, altresì rilevanti in quanto delineano con buona precisione i contorni della responsabilità della Banca per abusiva concessione del credito.

La condotta del soggetto finanziatore è da ritenersi incauta allorquando essa si ponga in contrasto con gli obblighi previsti a suo carico dal sistema normativo complessivamente considerato. In tale ambito assumono rilievo: (i) gli obblighi legali primari di cui all'art. 1176, comma 2, c.c.; (ii) la disciplina primaria e secondaria di settore, nonché (iii) gli accordi internazionali.

Dall'insieme di tali regole emerge in capo al finanziatore l'obbligo di rispettare il principio di c.d. sana e corretta gestione che permea l'intero ordinamento bancario e impone alla Banca di verificare il merito creditizio del cliente che abbia richiesto un finanziamento sulla base di adeguate informazioni che spetta al finanziatore stesso reperire.

Osserva, infatti, la Suprema Corte, in particolare nella citata pronunzia dello scorso mese di settembre 2021, come "dal sistema normativo nel suo complesso emerg[*a*] la rilevanza primaria per l'ordinamento dell'obbligo di valutare con prudenza, da parte dell'istituto bancario, la concessione del credito ai soggetti finanziati, in particolare ove in difficoltà economica. L'erogazione del credito che sia qualificabile come 'abusiva', in quanto effettuata, con dolo o colpa, ad impresa che si palesi in una situazione di difficoltà economico-finanziaria ed in mancanza di concrete prospettive di superamento della crisi, integra un illecito del soggetto finanziatore, per essere egli venuto meno ai suoi doveri primari di una prudente gestione, che obbliga il medesimo al risarcimento del danno, ove ne discenda l'aggravamento del dissesto favorito dalla continuazione dell'attività d'impresa".

Il confine – in concreto – tra finanziamento lecito ed illecito è sovente labile e la Suprema Corte, nella pronunzia da ultima citata, sottolinea come i finanziamenti erogati ad imprese in crisi non siano di per

sé illeciti; la linea di demarcazione è individuabile qualora la concessione del finanziamento alteri "la correttezza delle relazioni di mercato".

La Suprema Corte si mostra consapevole della complessità della scelta del "buon banchiere", "stretto com'è tra il rischio di mancato recupero dell'importo in precedenza finanziato e la compromissione definitiva della situazione economica del debitore, da un lato, e la responsabilità da incauta concessione di credito, dall'altro lato" e demanda agli organi giudicanti di merito il compito di valutare se la Banca, nella concessione del finanziamento in favore dell'impresa, abbia (a parte il caso di eventuale dolo) agito con imprudenza, negligenza, violazione di leggi, regolamenti, ordini o discipline, o abbia viceversa, pur nella concessione del credito, agito con ogni dovuta cautela, al fine di prevenire l'evento.

Tale "esimente" – osserva la Suprema Corte – ricorrerà ove l'organo giudicante, ad esempio, accerti che la Banca abbia operato nell'intento del risanamento aziendale, erogando credito ad impresa suscettibile, secondo una valutazione *ex ante*, di superamento della crisi o almeno di razionale permanenza sul mercato.

La legittimità della condotta della Banca nella concessione di credito ad un'impresa in difficoltà presuppone, quindi, il compimento da parte della medesima di una valutazione preventiva da cui sia possibile desumere ragionevoli prospettive di risanamento in capo al soggetto richiedente il finanziamento; tale valutazione *ex ante* dovrà essere effettuata, "sulla base di documenti, dati e notizie acquisite", da cui possa in buona fede desumersi la volontà e la possibilità del soggetto finanziato di utilizzare il credito allo scopo del risanamento aziendale, secondo un progetto oggettivo, ragionevole e fattibile.

Come ineccepibilmente chiarito dalla Suprema Corte, "quel che rileva, dunque, non è più il fatto in sé che l'impresa finanziata sia in istato di crisi o d'insolvenza, pur noto al finanziatore, onde questi abbia così cagionato un ritardo nella dichiarazione di fallimento: quel che rileva è unicamente l'insussistenza di fondate prospettive, in base a ragionevolezza e ad una valutazione *ex ante*, di superamento di quella crisi. In sostanza, sovente il confine tra finanziamento "meritevole" e finanziamento "abusivo" si fonderà sulla ragionevolezza e fattibilità di un piano aziendale".

La valutazione del piano industriale eseguita in conformità al principio generale di "ragionevolezza" asurge, dunque, ad elemento dirimente al fine di escludere l'eventuale responsabilità della Banca per incauto affidamento di credito ad un'impresa in crisi.

### **3. Le strategie difensive alla luce del nuovo orientamento giurisprudenziale**

La Suprema Corte mostra grande equilibrio nel comprendere che la legittimazione autonoma del curatore ad agire nei confronti della Banca può aprire un ampio e articolato fronte di iniziative giudiziarie e, come si è visto, individua una preziosa contromisura idonea a paralizzare l'eventuale promozione "a tappeto" di cause civili.

La Banca può evitare, con buona approssimazione, di incorrere in responsabilità laddove sia in grado di provare *ex post* di avere valutato *ex ante* l'adeguatezza del piano industriale predisposto dall'impresa finanziata, anche quando sia evidente e palese lo stato di insolvenza ed anche al di fuori di una specifica procedura di risanamento.

Diviene strategico per il ceto bancario dotarsi di documentati processi valutativi riguardanti la fattibilità delle *assumption* contenute nei piani industriali predisposti dal cliente; in assenza di ciò il rischio concreto è che le procedure concorsuali cerchino legittimamente di pescare nelle *deep pocket* degli istituti bancari.

1\*. La prospettiva che oggi interessa è, ovviamente, quella *de lege ferenda*. Tuttavia, una qualche premessa generale su come si atteggi il voto di lista alla stregua dell'attuale assetto normativo, e quindi quale sia la *lex lata*, è necessario farla proprio per meglio precisare le prospettive *de jure condendo* di quella regola, o meglio di quel complesso di regole che si tende a richiamare parlando di "voto di lista"; anche perché molte delle scelte di riforma presuppongono una presa di posizione sull'adeguatezza dell'attuale assetto normativo alla luce delle intervenute evoluzioni della realtà economica e sociale, e, dunque, impongono di fare ordine e chiarezza sulla stessa architettura dello *jus conditum*.

*Voto di lista* è locuzione carica di ambiguità e che può descrivere diversi assetti legislativi, autoregolamentari e statutari in punto di nomina del consiglio di amministrazione (o degli altri organi di amministrazione e controllo di una società). Faccio qualche esempio:

- si può parlare – e si è parlato – di voto di lista per descrivere quella modalità di votazione attraverso schede prestampate con liste di nomi di candidati, tra i quali il socio può scegliere e che può tuttavia integrare;
- si usa poi l'espressione voto di lista per descrivere quella modalità di rinnovo delle cariche sociali sulla base di liste che presentano proposte preformate (e quindi non integrabili o altrimenti modificabili) e unitarie;<sup>1</sup>
- si parla ancora di voto di lista per alludere non solo a tecniche di voto, ma anche per ricondurre alle liste un sistema elettorale che consente di distaccarsi dal principio strettamente maggioritario.

Alla stregua del T.U.F. e quindi in sostanza ai fini che qui interessano, il voto di lista evoca un complesso (e oggi, come si dirà, eccessivamente complicato) sistema di elezione di amministratori e sindaci che, per imposizione normativa, deve essere adottato dalle società di diritto italiano quotate in mercati regolamentati (dell'Unione europea; e quindi non solo mercati italiani: art 119 T.U.F.).

Si deve dunque tenere presente che, per come positivamente normato, *il sistema del voto di lista degli emittenti è una tecnica di elezione delle cariche sociali che incide su tutte le fasi del procedimento as-*

\* Intervento al Seminario istituzionale su "disegno di legge n. 2433, relativo alla presentazione di liste di candidati da parte dei consigli di amministrazione uscenti delle società quotate", tenutosi il 16 giugno 2022 al Senato della Repubblica – 6a Commissione Finanze e Tesoro.

*sembleare di nomina degli amministratori (e dei sindaci).*

In particolare:

- il voto di lista è anzitutto una particolare *tecnica di presentazione della proposta di deliberazione*, in virtù della quale *la proposta stessa avviene* al di fuori, e cioè *prima della riunione assembleare*;
- il voto di lista caratterizza la disciplina della *fase di votazione* nel procedimento assembleare, nel senso di rendere necessariamente unitario l'oggetto della deliberazione: nel senso che si dispone che la deliberazione sia necessariamente sulla nomina dell'intero organo sociale (o sulla sua porzione che viene a scadenza in presenza di uno *staggered board*) e non sui suoi singoli componenti; si decide, in altre parole, di ricorrere a una unica deliberazione, strutturandola quindi come atto unitario, e non a tante deliberazioni quanti sono i componenti dell'organo da eleggersi;
- il voto di lista caratterizza, infine, la *fase della proclamazione* della deliberazione e quindi dell'esito della elezione, nel senso che è strumentale alla imposizione di un particolare *sistema elettorale non schiettamente maggioritario*, dal momento che attraverso la contemporanea elezione di una pluralità di candidati si garantisce che uno o più posti siano riservati a candidati tratti da liste diverse da quella che ha ottenuto il maggior numero di voti.

2. Sulla base di queste premesse, mi pare evidente che il "voto di lista" serve a cose diverse. Ed è allora altrettanto evidente che una sua valutazione non può che essere data o, meglio, tentata che in modo analitico: rispetto cioè alle distinte finalità cui è in concreto preordinata quella tecnica.

Al riguardo, e in estrema sintesi, direi allora quanto segue.

2.1. Per quanto attiene alla *fase della proposta*, il voto di lista è una eccellente risposta alla esigenza, non più rinunciabile, ad avere con giusto anticipo rispetto alla riunione assembleare una chiara e documentata definizione delle diverse possibili proposte (e quindi delle diverse possibili candidature) sulle quali orientare il voto. Voto che, come è chiaro, non è quasi mai il voto del singolo investitore o socio persona fisica presente in assemblea, ma è quasi sempre un investitore professionale o istituzionale, che non vota improvvisando; senza contare che il vecchio metodo è incompatibile con istituti ormai consolidati come il voto per corrispondenza e il rappresentante designato (soprattutto); senza candidature pre-

sentate e formalizzate prima delle riunioni in epoca di emergenza sanitaria non si sarebbero potute tenere le assemblee solo per mezzo del rappresentante designato. Proposte di candidature in assemblea non sono comunque più compatibili con principi ispiratori della Direttiva sui diritti degli azionisti e, prima ancora, con la esigenza di rendere possibile un voto non solo diffuso, ma anche consapevole. Insomma, non si può certo tornare allo stile delle assemblee ante 2006 in cui il socio di maggioranza relativa si alzava e proponeva di votare una serie di nomi rimasti sconosciuti fino a quel momento.

L'unica modesta controindicazione che presenta la tecnica del voto di lista, in questa prospettiva, è quella di qualche incertezza sulle modalità e tempi per l'eventuale ritiro della lista, posto che la sua presentazione può generare affidamenti.

2.2. Per quanto attiene alla deliberazione come oggetto unitario, direi che anche qui la tecnica della lista unitaria di candidati soddisfa ancora una esigenza meritevole della massima considerazione.

L'organo di amministrazione di una società quotata si struttura oggi (e ciò proprio in virtù della previsione dell'art. 147-ter T.U.F.) come organo necessariamente pluripersonale. Il che ha portato a dare il dovuto rilievo alla sua composizione, cioè a valorizzare la operazione che consiste, appunto, nel mettere insieme in modo organico ed equilibrato i singoli componenti. La lista presenta una soluzione unitaria e organica che va valutata per quelli che sono i suoi addendi, ma anche per quello che è il suo insieme; per l'intrinseco valore dei singoli candidati, ma anche per l'armonica composizione tra i diversi elementi della lista. D'altra parte, il ricorso alla lista preformata e all'oggetto unitario della deliberazione diviene una strada quasi obbligata al crescere delle imposizioni normative e di raccomandazioni di vario livello in tema di *diversità* nella composizione.

Per questa ragione sono portato a non esaltare le virtù salvifiche del voto sui singoli candidati e mi lasciano piuttosto freddo le ricorrenti proposte di consentire che si voti sulla base di liste "aperte", di proposte ulteriormente "integrabili" o anche che gli azionisti possano votare alcuni candidati presi da una lista e altri da un'altra. Trovo che sarebbero maggiori le complicazioni e soprattutto le disarmonie dei benefici di queste innovazioni e, se si mantiene, l'attuale ampia rigidità del sistema di nomina degli amministratori, non conviene fare queste piccole concessioni alla libertà dei soci; ovviamente, un discorso del tutto diverso sarebbe quello che *ab imis* ripensasse l'impostazione dell'art. 147-ter e il suo grado di coerenza (e su questo tornerò).

2.3 Molto più delicato è il discorso sul voto di lista con riferimento al momento della proclamazione del risultato elettorale; cioè del voto di lista come strumentale alla previsione necessaria di un sistema

elettorale non schiettamente maggioritario.

Il punto da cui mi pare necessario partire è che l'approccio che si è sin qui seguito nei vari interventi normativi su composizione e nomina dell'organo amministrativo di una società quotata sono caratterizzati da un comune metodo e da una stessa visione: ad ogni singolo, specifico "problema di agenzia" si cerca di dare risposta introducendo nel consiglio una componente volta a contrastarne il relativo "costo". E, tuttavia, così facendo, finisce per scaturirne un quadro eccessivamente rigido e complicato, troppo mortificante dell'autonomia privata e ben poco competitivo con le soluzioni più semplici ed elastiche di buona parte degli altri diritti societari europei. Questo in generale.

Anche il sistema del voto di lista, mostra in sostanza gli stessi limiti e inoltre dà vita a risultati talora paradossali: l'esempio più appariscente è forse quello (cui si fa riferimento nella prima domanda) delle liste pensate e presentate come "di minoranza", che ottengono la maggioranza dei voti e però, per il fatto di non volere o non potere contenere un adeguato numero di candidati, e si limitano a eleggere solo i pochi amministratori, lasciando la maggioranza del *board* a candidati espressione della lista poi risultata, in effetti, meno votata.

Pensato per una specifica tipologia di società quotate e per combattere uno specifico tipo di problemi di agenzia, il voto di lista appare dunque invecchiato. In particolare, (mi) appare inattuale, sotto questo riguardo, per tre principali ordini di ragioni:

- (i) che la tipologia societaria di allora non è più così comune;
- (ii) che ancor più radicalmente mutata è la tipologia di azionista di mercato al cui ideale ricorso si faceva riferimento quando si pensava alle liste così dette "di minoranza" (oggi, l'azionista di mercato è un investitore professionale o istituzionale straniero e non domestico, che in una buona parte dei casi gestisce le sue partecipazioni in modo *passivo*);
- (iii) che rispetto all'originario disegno della "legge sul risparmio" (che risale alla fine del 2005) gli spazi di autonomia statutaria si sono ulteriormente compressi fino al limite di rendere poco tollerabile e poco competitivo il sistema italiano, di qui i molteplici casi di *delisting* o di emittenti che, pur rimanendo quotate, sfuggono alla applicazione dello statuto speciale delle società quotate di diritto italiano (e quindi anche alle regole sul voto di lista) attraverso la scelta di diverse *leges societatis*.

Stando così le cose, a mio avviso:

- bisogna necessariamente non più aumentare il grado di imperatività e complicazione della materia;
- anzi, è senz'altro opportuno diminuire drasticamente l'attuale tasso di imperatività della disciplina legale della nomina degli amministratori e in generale aumentarne i possibili spazi di esplicazione dell'autonomia statutaria nella disciplina delle società quotate;
- infine, se si rinuncia all'impianto rigido dell'attuale sistema dell'art. 147-ter T.U.F., è meno necessario abbandonare il sistema delle "liste bloccate", ma, in ogni caso, il sistema ha bisogno che si dia ampio e stabile riconoscimento alla c.d. *lista del consiglio*.

3. E così arrivo all'oggetto specifico dell'odierno seminario: *la lista del consiglio*.

Io penso che il ricorso alla lista del consiglio sia opportuno per diversi ordini di ragioni, che subito esporrò e quindi esso non andrebbe scoraggiato dal punto di vista legislativo.

(i) La lista del consiglio mi è da tempo sembrata lo strumento principe per rendere effettive le *diversity policies*, le raccomandazioni sulla composizione dei *board*, le periodiche autovalutazioni del consiglio di amministrazione e i suoi orientamenti sulla composizione ottimale del futuro *board* (tutti aspetti su cui molto insiste lo stesso Codice di *corporate governance* delle società quotate). Senza di questa molti di quei presidi, di quelle raccomandazioni, di quelle procedure rischiano di divenire semplici *esercizi di stile*, se non anche vuote e vane lustre. Si tenga presente che – come emerge dagli studi empirici di Assonime – le liste presentate dai soci (sia di maggioranza sia, e anzi direi quasi per definizione, di minoranza... cioè le c.dd. liste corte) tendono a sottovalutare, se non totalmente a ignorare, le indicazioni provenienti da queste attività.

(ii) In secondo luogo, per banche, assicurazioni e altre società vigilate, la lista del consiglio è l'unico strumento per dare concreta attuazione alle indicazioni in materia di composizione del consiglio delle autorità di vigilanza di settore e, comunque, per "far quadrare" l'oramai complessissimo sistema di requisiti personali degli esponenti di queste società.

(iii) In terzo luogo, la presentazione delle liste da parte degli amministratori uscenti valorizza le funzioni del comitato competente e responsabilizza il consiglio nel suo complesso nella ricerca di candidati qualificati muniti di adeguati requisiti personali (di professionalità, indipendenza, ecc.). Porto l'atten-

zione sulla circostanza che il consiglio, nel proporre una lista di candidati, lo fa sempre e necessariamente nell'assolvimento di una funzione in senso tecnico (e quindi curando professionalmente un interesse altrui), e non esercitando una prerogativa personale (come invece fanno i soci quando esercitano un loro diritto e quindi curano un interesse loro proprio).

(iv) Inoltre, la lista del consiglio di amministrazione, anche per la ragione appena esposta, si presenta come quella che più di ogni altra lista è fondata su procedure definite, trasparenti e rispondenti a esigenze anche di indipendenza, e ciò soprattutto in seguito al recente *Richiamo di attenzione* della Consob. Come è stato giustamente notato (da Assonime), le società che fanno ricorso alla lista del consiglio "stanno sviluppando *best practices* [...] ponendosi all'avanguardia rispetto agli standard internazionali".

(v) In quinto luogo, la lista del consiglio mi pare che possa egregiamente servire per *dare continuità all'azione di gestione*, che è un problema sottaciuto, ma in realtà molto avvertito in tutta una serie di casi: si pensi, per esempio, a certe realtà di società a partecipazione pubblica, affette da problemi di grave discontinuità quando le nomine sono politicamente ispirate e si alternano amministrazioni o governi di ispirazione partitica molto diversa.

(vi) In sesto luogo, quantomeno nelle società senza un azionista di controllo forte (senza un socio di controllo di diritto), una lista presentata dal consiglio rappresenta lo strumento più naturale per superare il paradosso che le liste più votate siano le meno rappresentate in consiglio.

(vii) In settimo luogo, nelle società con un azionista forte e dove non viene presentata una seconda lista (e non sono poche le società quotate in cui una seconda lista non è di regola presentata<sup>012</sup>) la lista del consiglio può, comunque, rappresentare un incentivo ad una composizione plurale e diversificata quanto a provenienza del *board*.

(viii) In ultimo, il coinvolgimento del consiglio nel processo di selezione dei componenti gli organi di amministrazione trova la sua spiegazione, in termini generali, nel dovere dello stesso organo amministrativo di *assicurare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo della società*; una funzione, quest'ultima, di cui non debbo qui segnalare la centralità, almeno per quel che riguarda il ruolo degli amministratori delle società per azioni.

---

01 Cfr. P. PISCOPO, *Il ruolo del Consiglio di Amministrazione nella elezione dell'amministratore di minoranza*, Tesi di laurea Bocconi, a.a. 2018-2019, Rel. G. Sandrelli.

4. Credo sia giunto il momento di concludere; e lo farei sintetizzando come segue il mio pensiero.

L'attuale disciplina relativa alla nomina e composizione del consiglio di amministrazione di una società italiana quotata si caratterizza per un grado eccessivo di complessità e per una penalizzante compressione della autonomia statutaria.

Da ciò discende, per un verso, un disincentivo alla quotazione per le società non quotate e, per altro verso, un incentivo al *delisting* o alla trasformazione in società di diritto estero.

Stando così le cose, è necessario non aumentare il grado di imperatività e complicazione della materia ed è, anzi, senz'altro opportuno diminuirlo.

Tra le possibili semplificazioni segnalo forse la più immediata ed indolore: quella relativa alla soppressione dell'obbligo di avere in consiglio uno (o due) amministratori indipendenti; una previsione questa da lasciarsi al campo delle raccomandazioni autodisciplinari e alle buone pratiche di governo societario.

In ogni caso, il sistema ha bisogno che si dia ampio e stabile riconoscimento alla c.d. *lista del consiglio*, per le ragioni che ho provato ad elencare in precedenza.

Per far questo riterrei opportuno prevedere dispositivamente, nell'art. 147-ter T.U.F., una legittimazione del consiglio di amministrazione a proporre liste di candidati, se ciò non sia escluso con espressa previsione dello statuto.

**SOMMARIO**[\*]: 1. Premessa. L'evoluzione del quadro normativo in materia di frodi e falsificazioni dei mezzi di pagamento diversi dai contanti. - 2. Il d. lgs. n. 184/2021. La nozione di «strumento di pagamento diverso dal contante». Rilevanza del richiamo alla «valuta virtuale». - 3. (Segue). Le criticità della definizione di «valuta virtuale» - 4. Le modifiche al Codice penale (artt. 493-ter, 493-quater e 640-ter). - 5. Le modifiche al d. lgs. 231/2001. - 6. Conclusioni.

### **1. Premessa. L'evoluzione del quadro normativo in materia di frodi e falsificazioni dei mezzi di pagamento diversi dai contanti.**

Il recente d. lgs. 8 novembre 2021, n. 184, di attuazione della dir. UE 2019/713, detta nuove disposizioni in materia di contrasto alle frodi e alle falsificazioni dei mezzi di pagamento diversi dai contanti, finalizzate ad adeguare la normativa penale italiana ad un contesto socio-economico che ha assistito, negli ultimi anni, ad un preoccupante incremento di tali condotte criminose.

Per vero, già da tempo l'ordinamento interno si era dotato di norme volte a reprimere l'utilizzo e la falsificazione di carte di pagamento o di analoghi documenti abilitanti al prelievo di denaro contante o all'acquisto di beni o servizi; norme in origine previste da leggi speciali (in particolare, dalla normativa antiriciclaggio, orientata a reprimere anche l'uso illecito degli strumenti elettronici di circolazione del denaro), successivamente confluite all'interno del codice penale, mediante l'inserimento, ad opera del d. lgs. 1 marzo 2018, n. 21, dell'art. 493-ter (modificato, peraltro, dal provvedimento in esame).

La legge italiana, dunque, sanzionava già una serie di condotte caratterizzate da una spiccata plurioffensività, in quanto idonee ad arrecare pregiudizio non soltanto al patrimonio personale del soggetto che subisce direttamente la frode (ad es., sotto forma di indebito utilizzo o di falsificazione di un proprio strumento di pagamento elettronico)<sup>1</sup>, ma anche ad interessi di carattere generale, come quelli «alla sicurezza e speditezza del traffico giuridico e, di riflesso, alla "fiducia" che (...) il sistema economico

\* Il lavoro è frutto di riflessioni ed elaborazioni comuni degli autori.

Sono tuttavia da attribuire a Francesco Ciraolo i paragrafi 1, 2 e 3, mentre i paragrafi 4 e 5 sono da ascrivere a Emanuele La Rosa. Il par. 6 è stato redatto da entrambi gli autori.

1 È appena il caso di rilevare, peraltro, che al danno puramente economico, rappresentato dalla perdita di disponibilità finanziarie, si aggiungono spesso conseguenze pregiudizievoli di altra natura, giacché la frode può comportare, ad es., un furto di identità, da cui può discendere un danno alla reputazione, un danno professionale, un danno al rating creditizio della persona interessata e un danno morale (dir. UE 2019/713, considerando n. 31).

e *finanziario*» ripone nei mezzi di pagamento elettronico diversi dal contante<sup>2</sup>.

Il quadro normativo sino ad oggi vigente, tuttavia, si è rivelato bisognoso di ammodernamento, in considerazione delle radicali innovazioni che il settore dei pagamenti ha conosciuto, negli ultimi anni, per effetto dell'evoluzione tecnologica. Invero, alla rapida e massiccia diffusione di nuovi strumenti e modalità di pagamento, connessa ai processi di digitalizzazione delle attività economiche e produttive, si è inevitabilmente accompagnato un notevole incremento dei rischi di frodi e di attacchi informatici, a fronte del quale il legislatore europeo ha reagito su più fronti: sul versante civilistico, mediante l'imposizione di una serie di obblighi a carico dei prestatori di servizi di pagamento, volti ad assicurare la sicurezza delle transazioni e a gestire eventuali incidenti operativi (si pensi, rispettivamente, alle norme sulla *strong customer authentication* e sull'*incident reporting*, contenute nella PSD 2)<sup>3</sup>; sul versante penalistico, attraverso l'adozione della citata dir. 2019/713 in materia di frodi e falsificazioni dei mezzi di pagamento diversi dal contante, tesa al ravvicinamento delle disposizioni nazionali *in subiecta materia* e ad assicurare pertanto, a livello europeo, un approccio uniforme e coerente nel contrasto a tali fenomeni criminosi.

Più in dettaglio, la direttiva 2019/73, preso atto della necessità di aggiornare l'ormai superata decisione quadro 2001/413/GAI, aspira a dettare norme armonizzate che possano giovare a prevenire, individuare e reprimere le nuove tipologie di frodi informatiche concernenti gli strumenti elettronici di pagamento, in vista del raggiungimento di molteplici obiettivi: *in primis*, infatti, le frodi e le falsificazioni dei mezzi di pagamento diversi dai contanti rappresentano una seria minaccia per la sicurezza, costituendo un'importante fonte di finanziamento per la criminalità organizzata; in secondo luogo, esse ostacolano la realizzazione del mercato unico digitale, nella misura in cui pregiudicano la fiducia dei consumatori nella sicurezza dei mezzi di pagamento e frenano, conseguentemente, lo sviluppo del commercio *on line*; infine, esse si caratterizzano spesso per una dimensione transfrontaliera, che postula l'elimina-

2 Corte cost., n. 302 del 19/07/2000, richiamata, da ultimo, da Cass. pen., sez. II, n.18609/21. La giurisprudenza, in sostanza, è costante nell'affermare che la norma incriminatrice mira a presidiare il regolare e sicuro svolgimento dell'attività finanziaria attraverso mezzi sostitutivi del contante ampiamente diffusi a livello sociale, nell'ottica di una tutela che trascende il mero patrimonio individuale, per estendersi a valori riconducibili agli ambiti dell'ordine pubblico economico e della fede pubblica.

3 I dati più recenti confermano l'efficacia delle misure di sicurezza introdotte per via normativa, posto che i pagamenti fraudolenti risultano di gran lunga inferiori in relazione alle transazioni autenticate con SCA, rispetto a quelle che non lo sono (EBA, *Discussion Paper on the EBA's preliminary observations on selected payment fraud data under PSD2, as reported by industry*, 17 gennaio 2022).

zione delle differenze nel diritto degli Stati membri, anche in funzione di una più efficace cooperazione giudiziaria e di polizia.

In quest'ottica, il legislatore europeo si è preoccupato innanzitutto di fornire alcune definizioni comuni, che possano assicurare una coerente applicazione della direttiva negli Stati membri e facilitare un'efficace cooperazione fra le diverse autorità competenti. Tra queste spicca, in particolare, quella di «*strumento di pagamento diverso dai contanti*», formulata in modo tale da tenere conto delle più evolute e innovative modalità di trasferimento dei fondi oggi disponibili sul mercato.

A tal riguardo, invero, la direttiva adotta una definizione volutamente ampia (oltre che svincolata dal riferimento a specifiche soluzioni tecnologiche), che include – come meglio vedremo più avanti – ogni strumento idoneo ad assicurare un trasferimento di denaro elettronico o di valute virtuali, anche se strutturato in modo complesso (ossia, anche se composto da elementi che devono necessariamente operare in modo congiunto, come accade, ad es., nel caso in cui un pagamento tramite *app* possa essere disposto solo digitando anche una *password* segreta). Coerentemente, dunque, sono esclusi dalla nozione tutti quegli strumenti e/o dispositivi che, da soli, non permettono al possessore di effettuare un trasferimento di denaro o valore monetario, o di dare avvio ad un ordine di pagamento, sicché il possesso dei medesimi, se ottenuto illecitamente, resterebbe privo di rilevanza ai fini della direttiva<sup>4</sup>. Parimenti, va precisato che, là dove uno strumento sia in grado di assolvere più funzioni (come appare evidente con riferimento ad alcune tipologie di *crypto-assets*), la direttiva troverà applicazione solo limitatamente alla funzione di pagamento.

## **2. Il d. lgs. n. 184/2021. La nozione di «strumento di pagamento diverso dal contante». Rilevanza del richiamo alla «valuta virtuale».**

Dando attuazione alle suddette disposizioni, il d. lgs. n. 184/21 recepisce nell'ordinamento italiano una serie di nozioni, delle quali viene fornita una puntuale definizione «*agli effetti della legge penale*».

L'art. 1 offre, in particolare, la definizione di «*strumento di pagamento diverso dai contanti*», inteso come «*un dispositivo, oggetto o record protetto immateriale o materiale, o una loro combinazione, diverso dalla*

---

<sup>4</sup> La direttiva menziona, ad es., l'installazione non autorizzata di una *app* per pagamenti tramite dispositivo mobile, precisando che la stessa non equivale all'ottenimento illecito di uno strumento di pagamento, in quanto non permette realmente all'utente di trasferire disponibilità monetarie (considerando n. 8).

*moneta a corso legale, che, da solo o unitamente a una procedura o a una serie di procedure, permette al titolare o all'utente di trasferire denaro o valore monetario, anche attraverso mezzi di scambio digitali».*

Per «dispositivo, oggetto o record protetto» si intende, inoltre, un «dispositivo, oggetto o record protetto contro le imitazioni o l'utilizzazione fraudolenta, per esempio mediante disegno, codice o firma»<sup>5</sup>, mentre il «mezzo di scambio digitale» include «qualsiasi moneta elettronica» (così come definita dall'art. 1, comma 2, lett. h-ter TUB), nonché la «valuta virtuale».

Quest'ultima è a sua volta definita come una «rappresentazione di valore digitale che non è emessa o garantita da una banca centrale o da un ente pubblico, non è necessariamente legata a una valuta legalmente istituita, non possiede lo status giuridico di valuta o denaro, ma è accettata da persone fisiche o giuridiche come mezzo di scambio, e che può essere trasferita, memorizzata e scambiata elettronicamente».

La lettura delle suddette definizioni stimola alcune riflessioni in merito alla loro effettiva portata, sulle quali vale la pena soffermarsi brevemente.

In primo luogo, va constatato che la definizione di strumento di pagamento (diverso dal contante), valida agli effetti della legge penale, non coincide con quella dettata dal d. lgs. n. 11/2010 (di attuazione della PSD) in materia di prestazione di servizi di pagamento, formulata in termini di «dispositivo personalizzato e/o insieme di procedure concordate tra l'utente e il prestatore di servizi di pagamento e di cui l'utente si avvale per impartire un ordine di pagamento» (art. 1, comma 1, lett. s).

Ora, vero è che, al di là della diversa enunciazione lessicale, entrambe le definizioni pongono essenzialmente l'accento sull'attitudine dello strumento di pagamento ad effettuare un trasferimento monetario (giacché a tale risultato è sostanzialmente finalizzato l'«ordine di pagamento», cui è agganciata la definizione data dal d. lgs. n. 11/2010), attraendo nei rispettivi ambiti, pertanto, la generalità dei più moderni metodi di pagamento elettronico. Tuttavia, l'aspetto maggiormente innovativo della definizione penalistica risiede, anche a livello applicativo, nell'espresso riferimento – veicolato dalla nozione di «mezzo di scambio digitale» – al variegato fenomeno delle valute virtuali. Mentre, infatti, la normativa sui servizi di pagamento include nella nozione di «fondi» (oggetto delle operazioni di pagamento) esclusivamente «banconote e monete, moneta scritturale e moneta elettronica» (art. 1, comma 1, lett.

<sup>5</sup> Il requisito della «protezione» contro le imitazioni o falsificazioni appare particolarmente rilevante, in quanto, limitando l'applicazione del diritto penale ai soli strumenti di pagamento che presentino tale caratteristica, ne stimola la predisposizione da parte degli emittenti.

m, d. lgs. n. 11/10), il d. lgs. n. 184/21 estende il proprio raggio d'applicazione anche alle valute virtuali, quanto meno – come dianzi accennato – nella misura in cui le stesse siano utilizzabili come mezzo di pagamento.

Può ben dirsi, dunque, che il provvedimento in esame guarda al futuro (ed in quanto tale merita senz'altro apprezzamento), giacché tiene conto delle considerevoli potenzialità d'impiego di una nuova tipologia di mezzo di pagamento (la valuta virtuale) che pare destinata, nell'ampia varietà dei suoi possibili schemi operativi, ad una sempre maggiore diffusione; e ciò anche in considerazione dell'imminente adozione di un nuovo quadro regolamentare europeo, volto a definire, per la prima volta, condizioni normative certe e funzionali allo sviluppo del relativo mercato. Il riferimento corre, in particolare, alla recente proposta di Regolamento sui mercati delle cripto-attività (c.d. MiCAR), che, inserendosi fra le più ampie iniziative in materia di finanza digitale adottate dall'UE<sup>6</sup>, aspira a disciplinare anche quei *crypto-assets* idonei ad assolvere le funzioni di mezzo di pagamento per l'acquisto di beni e servizi (c.d. *stablecoins*), in virtù di un valore stabile garantito dall'ancoraggio ad un paniere di valute e/o di attività (c.d. *asset-referenced tokens*), ovvero ad un'unica moneta fiduciaria (c.d. *e-money tokens*)<sup>7</sup>. Tali "gettoni", invero, sarebbero certamente attratti nell'alveo del d.lgs. n. 184/21, posto che, per le loro caratteristiche strutturali, ricadrebbero nella citata definizione di valuta virtuale (*i.e.*, rappresentazione di valore digitale non emessa né garantita da una banca centrale o da un ente pubblico, accettata da una comunità più o meno ampia di individui come mezzo di scambio), se non anche, nello specifico caso degli EMTs, in quella di «mezzo di scambio digitale», in quanto comprensiva di qualsiasi forma di moneta elettronica (e, dunque, anche di quella "tokenizzata").

<sup>6</sup> Commissione Europea, *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937*, Bruxelles, 24/09/2020 (COM (2020) 593 final). La proposta fa parte di un pacchetto di misure che include anche una proposta relativa a un regime pilota sulle infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia di registro distribuito (DLT), una proposta per la resilienza operativa digitale (DORA) e una proposta volta a chiarire o modificare determinate norme dell'UE in materia di servizi finanziari. In estrema sintesi, la proposta MiCA aspira a disciplinare le cripto-attività non rientranti già nella vigente legislazione UE in materia di servizi finanziari, garantendo adeguati livelli di tutela dei consumatori, degli investitori e del mercato, nonché la stabilità finanziaria complessiva (minacciata dalla potenziale diffusione sistemica di alcune cripto-attività, quali, segnatamente, i c.d. *global stablecoins*).

<sup>7</sup> Si legge nel considerando n. 9 della proposta MiCA che la stabilizzazione del valore degli ARTs è finalizzata a fare in modo che i possessori li utilizzino come mezzo di pagamento per l'acquisto di beni e servizi e come riserva di valore, laddove gli EMTs – così denominati in quanto assimilabili, sotto il profilo funzionale, alla moneta elettronica disciplinata dalla dir. 2009/110/CE – dovrebbero essere utilizzati principalmente come mezzo di pagamento. In generale, sulle *token-based payment solutions*, v. A. BECHTEL, A. FERREIRA, J. GROSS, P. SANDNER, *The Future of Payments in a DLT-based European Economy: A Roadmap*, 18 dicembre 2020, reperibile su <https://ssrn.com/abstract=3751204>.

### **3. (Segue). Le criticità della definizione di «valuta virtuale».**

Allo stesso tempo, tuttavia, le definizioni contenute nel d. lgs. n. 184/21 presentano alcuni margini di ambiguità, ai quali occorre ora rivolgere l'attenzione.

V'è da chiedersi, innanzitutto, se non possa risultare eccessivamente vaga la qualificazione della valuta virtuale in termini di «*rappresentazione di valore digitale (...) accettata come mezzo di scambio da persone fisiche e giuridiche*», in mancanza di più dettagliati criteri di ordine quantitativo che consentano di stabilire, appunto, quando la stessa possa realmente definirsi come «*accettata (...) da persone*». Una vaghezza che desta particolare perplessità se si considera lo specifico contesto normativo nel quale tale definizione si inserisce: una disciplina penale che, come tale, dovrebbe essere particolarmente sensibile al rispetto dei principi, costituzionalmente rilevanti, di precisione e tassatività.

Tale rilievo evoca, del resto, i termini del dibattito relativo alla più nota e diffusa delle *crypto-currencies*, rappresentata dal *bitcoin*: e difatti, proprio la (ancora) limitata dimensione dei circuiti di accettazione della medesima, unitamente all'alta volatilità del suo valore, ne rendono estremamente problematica – per quanto giuridicamente ammissibile – l'effettiva utilizzabilità come mezzo di scambio<sup>8</sup>.

Il dubbio che qui si solleva, in termini più generali, è se un *asset* digitale avente limitata diffusione presso il pubblico (e, dunque, un basso grado di accettazione come mezzo di pagamento convenzionale) meriti la tutela penale approntata dalle norme in esame, tanto più che le stesse, come già precisato, sono poste a presidio di interessi collettivi (quali l'ordine pubblico economico e la fede pubblica) che difficilmente potrebbero ritenersi lesi nelle specifiche ipotesi in considerazione.

Al quesito sembra doversi dare, nondimeno, risposta negativa, apparendo preferibile, a parere di chi scrive, l'idea di stabilire delle soglie minime, identificate in termini oggettivi (si potrebbe pensare, ad es., ad assumere come parametro di riferimento il controvalore della specifica valuta virtuale circolante, o il volume delle transazioni con essa effettuate<sup>9</sup>), al di là delle quali l'applicazione della disciplina

---

<sup>8</sup> V. ad es. G. GASPARRI, *Riflessioni sulla natura giuridica del bitcoin tra aspetti strutturali e profili funzionali*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, dic. 2021, p. 18, il quale osserva come l'estrema instabilità del potere d'acquisto del *bitcoin* impedisca alle parti di una specifica operazione economica di prevedere se la stessa sarà redditizia o se, piuttosto, genererà delle perdite, così determinandosi una «sostanziale trasformazione del contratto da sinallagmatico ad aleatorio in senso economico».

<sup>9</sup> Più in generale, si potrebbero utilizzare – adattandoli alle esigenze qui segnalate – criteri analoghi a quelli dettati dall'art. 39 Reg. MiCA ai fini della classificazione dei *token* come «significativi».

penalistica, con l'apparato sanzionatorio che alla stessa si accompagna, possa trovare adeguata giustificazione.

A prescindere da tale problema, attorno alla nozione di valuta virtuale ruotano ulteriori questioni dubbie, non prive di rilevanti ripercussioni pratiche.

Se è certo, ad esempio, che la valuta virtuale rientri nella definizione normativa di strumento di pagamento diverso dai contanti, non è agevole stabilire se tale definizione ricomprenda anche i portafogli digitali, che della prima, com'è noto, consentono la conservazione e la movimentazione<sup>10</sup>. Le caratteristiche di tale servizio (consistente, sul piano tecnico, nella salvaguardia di chiavi crittografiche private per conto dei propri clienti, al fine di detenere, memorizzare e trasferire valute virtuali), infatti, potrebbero indurre a ritenere che anche un *digital wallet* possa integrare la nozione di strumento di pagamento, là dove lo stesso funzioni – coerentemente con la relativa definizione normativa – alla stregua di un dispositivo che consente il trasferimento di un valore monetario, attraverso un mezzo di scambio digitale (qual è la valuta virtuale)<sup>11</sup>. Si ravvisano dunque, sotto tale aspetto, possibili margini di incertezza nell'applicazione della normativa penale, nella misura in cui alcune fattispecie concrete sembrano potersi ricondurre solo in via eventuale all'interno del suo raggio operativo.

Altro limite non indifferente è poi costituito dal fatto che la nozione di valuta virtuale non contempla, per espressa scelta legislativa, le rappresentazioni di valori digitali emesse o garantite da banche centrali o da enti pubblici. Ciò significa, dunque, che, allo stato, la tutela penalistica prevista dalle disposizioni in esame non può estendersi alle c.d. *Central Bank Digital Currencies* (CBDCs), intese come rappresentazioni digitali di valute aventi corso legale, destinate ad essere impiegate in via complementare ad altri mezzi di pagamento.

<sup>10</sup> I prestatori di portafogli digitali sono le persone fisiche o giuridiche che forniscono a terzi, a titolo professionale, servizi di salvaguardia di chiavi crittografiche private per conto dei propri clienti, al fine di detenere, memorizzare e trasferire valute virtuali. In Italia, i prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valute virtuali e i prestatori di servizi di portafogli digitali devono iscriversi nell'apposita sezione (cambiavalute) del registro tenuto dall'organismo (OAM) di cui all'art. 128-*undecies* TUB (v. Decreto MEF del 13 gennaio 2022, pubblicato in G.U. Serie Generale n. 40 del 17 febbraio 2022), con conseguente assoggettamento agli obblighi in materia di antiriciclaggio (d. lgs. n. 231/07, come modificato con d. lgs. n. 90/17 e d. lgs. n. 125/19).

<sup>11</sup> Dir. UE 2019/713, considerando n. 10. In dottrina, più che agli strumenti di pagamento, i *digital wallets* sono stati equiparati ai conti di pagamento (C. PERNICE, *Criptovalute, tra legislazione vigente e diritto vivente*, in *Ianus*, 2020, n. 21, pp. 69-70; A. BECHTEL, A. FERREIRA, J. GROSS, P. SANDNER, *The Future of Payments in a DLT-based European Economy*, cit., p. 3).

Si scorge quindi, da quest'angolo visuale, una lacuna piuttosto importante nel testo in esame, stridente col fatto che tra gli aspetti positivi del lancio delle CBDCs – tema caldo, sul quale è notoriamente in corso, a livello globale, un vivace dibattito<sup>12</sup> – viene indicata proprio l'attitudine a contrastare fenomeni criminosi come l'evasione fiscale o il riciclaggio, in ragione della potenziale tracciabilità di tutte le transazioni effettuate in valuta digitale<sup>13</sup>. La stessa dir. 2019/73, del resto, sembra consapevole del problema, là dove riconosce l'opportunità «di incoraggiare gli Stati membri a provvedere affinché il loro diritto nazionale preveda per le future valute virtuali emesse dalle rispettive banche centrali o altre autorità pubbliche lo stesso livello di protezione dai reati di frode di cui godono i mezzi di pagamento diversi dai contanti in generale»<sup>14</sup>. Sul punto, dunque, sarebbe auspicabile un'estensione della disciplina in esame, in atto rivolta alle sole valute virtuali "private", anche a quelle "pubbliche", rispetto alle quali si configurerebbe, altrimenti, un inspiegabile vuoto di tutela.

V'è un ultimo punto, infine, che merita di essere trattato, per le notevoli ricadute pratiche che allo stesso si ricollegano. La definizione di valuta virtuale offerta dal d. lgs. n. 184/21 riecheggia, inverosimilmente, quella contenuta nella normativa antiriciclaggio (art. 1, comma 2, lett. qq, d. lgs. n. 231/07)<sup>15</sup>, dalla quale si differenzia, tuttavia, sotto due specifici aspetti (uno in positivo, l'altro in negativo): i) la menzione del

<sup>12</sup> BANCA CENTRALE EUROPEA, *Report on a digital euro*, ottobre 2020; FEDERAL RESERVE, *Money and Payments: The U.S. Dollar in The Age of Digital Transformation*, January 2022; l'approfondimento delle questioni connesse al lancio di una CBDC statunitense (ossia, un dollaro digitale) è considerato urgente nell'interesse nazionale anche nel recente *Executive Order on Ensuring Responsible Development of Digital Assets*, emanato dal Presidente Biden lo scorso 9 marzo. In dottrina, v. G. BOSI, *Taking CBDC Seriously*, in *Banca Impresa Società*, 2020, n. 1, p. 67 ss.; E. GNAN, D. MASCIANDARO (eds.), *Do We Need Central Bank Digital Currency? Economics, Technology, and Institutions*, Vienna, 2019.

<sup>13</sup> Si rammenta, al riguardo, che di recente la BCE ha espresso parere favorevole in merito ad una proposta di regolamento, parte del "pacchetto" AML/CFT, volta ad estendere gli obblighi in materia di tracciabilità ai trasferimenti di cripto-attività (COM (2021) 422 final), sul presupposto che questi ultimi presentino rischi di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo analoghi a quelli propri dei trasferimenti elettronici di fondi (*Opinion CON/2021/37 of the European Central Bank of 30 November 2021*). Eloquente, sotto tale profilo, anche l'esperienza della Cina, dove l'impiego dello *E-Yuan* (valuta digitale avente corso legale) prevede che venga garantita una sorta di anonimato soltanto per le piccole transazioni, ferma restando, tuttavia, la possibilità per la banca centrale di accedere ai relativi dati (M. MINENNA, *Cina: la grande crescita silenziosa dello Yuan digitale*, su *IlSole24Ore* del 14 febbraio 2022).

<sup>14</sup> Considerando n. 10.

<sup>15</sup> Norma ai cui sensi la valuta virtuale è «la rappresentazione digitale di valore, non emessa né garantita da una banca centrale o da un'autorità pubblica, non necessariamente collegata a una valuta avente corso legale, utilizzata come mezzo di scambio per l'acquisto di beni e servizi o per finalità di investimento e trasferita, archiviata e negoziata elettronicamente».

mancato possesso dello *status* giuridico di valuta o denaro<sup>16</sup>; ii) l'assenza di riferimento ad un possibile impiego con finalità di investimento.

Il secondo profilo non desta particolare sorpresa, trovando agevole spiegazione nella specifica *sedes* in cui si trova collocata la definizione in esame: in linea con le finalità generali del d. lgs. n. 184/21, infatti, si conferisce rilevanza unicamente all'utilizzo delle valute virtuali come mezzi di pagamento diversi dal contante, e non già al loro eventuale impiego come prodotti di investimento.

Ben più interessante, invece, risulta il primo aspetto, giacché offre un argomento idoneo a privare di pregio la tesi – sostenuta dal fisco italiano – secondo cui la valuta virtuale andrebbe equiparata, sotto il profilo contributivo, ad una valuta straniera. È ben nota, infatti, la posizione espressa a tal riguardo dall'Agenzia delle Entrate, secondo la quale le plusvalenze derivanti dalle operazioni di compravendita e scambio di criptovalute costituiscono un reddito soggetto ad imposizione fiscale, come per le analoghe operazioni aventi ad oggetto valute estere<sup>17</sup>. Posizione che diviene più difficilmente sostenibile, tuttavia, a fronte di una previsione normativa che esclude ogni assimilazione tra *crypto-currencies* e valute in senso stretto.

Potrebbe anche obiettarsi, in effetti, che la definizione di valute virtuali contenuta nel d. lgs. n. 184/21 è valida unicamente «agli effetti della legge penale» e non riverbera i propri effetti, dunque, al di fuori del perimetro di appartenenza. Ciò non toglie, tuttavia, che – non essendo reperibile nell'ordinamento italiano un'ulteriore norma definitoria, se non nella legislazione antiriciclaggio – la stessa, seppur non vincolante, possa essere ragionevolmente invocata come riferimento testuale anche fuori dall'ambito penalistico, con potenziali conseguenze anche di natura tributaria. Non pare potersi escludere, pertanto, che la nuova normativa finisca con l'introdurre non desiderabili fattori di incertezza in merito al trattamento da riservare ai contribuenti, sempre più numerosi, che decidano di porre in essere operazioni in valute virtuali.

<sup>16</sup> Riferimento omissso nella normativa antiriciclaggio italiana, anche se presente nella definizione fornita dalla dir. UE/2018/843 (c.d. AMLD V).

<sup>17</sup> L'Agenzia delle Entrate, invero, sostiene che le valute virtuali possano generare un reddito diverso di natura finanziaria, tassabile ex art. 67 TUIR (v. *Risoluzione* n. 72/E del 2 settembre 2016; più di recente, *Risposta ad interpello* n. 788 del 24 novembre 2021). In particolare, ha chiarito che le imposte risultano dovute sulle eventuali plusvalenze maturate se la giacenza media dei portafogli elettronici (*wallet*) detenuti dal contribuente supera per almeno sette giorni consecutivi la detenzione di controvalore pari ad € 51.645,69. Si tratta di una soluzione che presenta diverse criticità sul piano applicativo, sulle quali, tuttavia, non è nostro compito soffermarci.

#### **4. Le modifiche al Codice penale (artt. 493-ter, 493-quater e 640-ter).**

Fatte salve le superiori considerazioni, il d.lgs. n. 184/21 si segnala sostanzialmente per alcuni interventi operati sul codice penale e sul d. lgs. n. 231/01.

Sorprende, peraltro, che, a fronte dei numerosi obblighi di penalizzazione previsti dalla direttiva 2019/713, il legislatore italiano si sia limitato a pochi interventi diretti sull'apparato delle norme incriminatrici.

Un tale *self-restraint* lascerebbe intendere una valutazione di adeguatezza dell'ordinamento interno rispetto agli ulteriori obblighi di criminalizzazione imposti dalla normativa europea: basti pensare, per esempio, alla «*detenzione di uno strumento di pagamento immateriale diverso dai contanti ottenuto illecitamente, contraffatto o falsificato a fini di utilizzazione fraudolenta, almeno laddove l'origine illecita sia nota al momento della detenzione dello strumento*» (art. 5, lett. c, dir. 2019/713).

In effetti, tale conclusione risulta condivisa da una parte della dottrina, secondo cui l'armamentario punitivo e sanzionatorio italiano, specie con riferimento agli abusi delle valute virtuali, risulterebbe addirittura «per certi versi più completo e più conforme ad una fenomenologia di base in continua evoluzione»<sup>18</sup>.

Una valutazione, questa, la cui fondatezza andrebbe più attentamente verificata alla luce di un raffronto tra il testo della direttiva 2019/713, la disciplina penale previgente all'entrata in vigore del d. lgs. n. 184/21 e le novità introdotte da quest'ultimo provvedimento legislativo. A tal fine si pone l'esigenza di procedere ad una più dettagliata analisi delle norme incriminatrici interessate dalla novella.

a) In primo luogo, rilevano le modifiche apportate all'art. 493-ter c.p., sia nella rubrica (mutata in «*Indebito utilizzo e falsificazione di strumenti di pagamento diversi dai contanti*») che nel contenuto: il persistente riferimento a «*carte di credito o di pagamento, ovvero qualsiasi altro documento analogo che abiliti al prelievo di denaro contante o all'acquisto di beni o alla prestazione di servizi*», infatti, è ora

<sup>18</sup> S. CARRER, *Lotta contro le frodi e le falsificazioni di mezzi di pagamento diversi dai contanti: emanata la direttiva (UE) 2019/713*, in *Giurisprudenza Penale Web*, 2019, 7-8. Nello stesso senso, R.M. VADALÀ, *La disciplina penale degli usi e degli abusi delle valute virtuali*, in *Dir. Internet*, 2020, 405 ss., la quale fa, per esempio, riferimento ai delitti di «*Accesso abusivo ad un sistema informatico o telematico*» (art. 615-ter, c.p.) e di «*Detenzione e diffusione abusiva di codici d'accesso a sistemi informatici o telematici*» (art. 615-quater c.p.).

integrato dall'ulteriore riferimento a qualunque «altro strumento di pagamento diverso dai contanti», per la cui definizione deve farsi rinvio all'art. 1 del medesimo d. lgs. n. 184/21.

Proprio con riferimento alle norme definitorie contenute in suddetto articolo, tuttavia, non può non destare una certa perplessità la scelta della loro collocazione sistematica al di fuori del codice penale, ove sono situate le norme incriminatrici che impiegano i concetti definiti in quelle disposizioni. Ciò a dispetto del fatto che le predette definizioni sono, per esplicita presa di posizione del legislatore, rilevanti «agli effetti della legge penale».

Meglio sarebbe stato, invero, inserire nel titolo del codice penale dedicato ai delitti contro la fede pubblica, un apposito capo in materia di falsificazioni e frodi che riguardano gli strumenti di pagamento diversi dal contante<sup>19</sup>, nel quale avrebbero potuto trovare posto sia le norme definitorie, sia quelle incriminatrici<sup>20</sup>. In questo modo l'intervento penale sarebbe risultato più organico e compatto, sia dal punto di vista interpretativo, sia dal punto di vista applicativo.

D'altra parte, la scelta di non inserire nel codice penale le norme a carattere definitorio non può certo essere giustificata dalla (presunta) esigenza di non appesantire quest'ultimo in modo eccessivo, atteso che tanto il codice nel suo insieme, quanto il settore dei reati di falso, in particolare, risultano ricchi di norme di siffatta natura: si pensi all'art. 458, c. 2, c.p., che fornisce la definizione di «*carte di pubblico credito*» o all'art. 459, c. 2, in materia di «*valori di bollo*».

La soluzione adottata dal legislatore, al contrario, è doppiamente censurabile. Da un punto di vista sostanziale, infatti, rende più difficoltosa la conoscenza di tali definizioni, che sono essenziali per la corretta esegesi e applicazione dei precetti penalistici di riferimento: quelli di nuovo conio (articolo 493-*quater* c.p.), quelli oggi novellati (articoli 493-*ter* e 640-*ter* c.p.), ma anche quelli non interpolati perché già applicabili (anche) agli strumenti di pagamento immateriali (articoli 615-*ter*, 617-*quater* e

<sup>19</sup> Nello stesso senso, R.M. VADALÀ, *La disciplina penale*, cit., 404.

<sup>20</sup> Pare evidente, peraltro, la difficoltà cui il legislatore è andato incontro nel momento in cui ha dovuto scegliere la collocazione sistematica dell'art. 493-*ter* c.p. all'interno del titolo del codice penale dedicato ai «*Delitti contro la fede pubblica*»: l'inserimento nel capo dedicato alla «*Falsità in atti*» non può nascondere, invero, una evidente disomogeneità dell'oggetto materiale della falsificazione rispetto ai documenti cui si riferiscono gli altri reati del medesimo capo; ma analoga disomogeneità si sarebbe registrata se si fosse optato per una assimilazione alle ipotesi di «falso nummario» previste dal capo I.

617-sexies c.p.<sup>21</sup>. Da un punto di vista formale, invece, contraddice il principio della riserva di codice di cui all'art. 3-bis c.p., confermando la difficoltà di affermazione del medesimo anche solo nella sua accezione "minima" di strumento di "riunificazione semantica", ossia di strumento di uniformazione tra il linguaggio e le categorie del codice e quelli del sistema normativo extra-codicistico, dotato di per sé di una propria legittimazione, di una propria "ragione", di una propria logica, però estranea e ad (ampi) tratti antagonista rispetto a quella endo-codicistica<sup>22</sup>.

Sul piano delle condotte, invece, l'art. 493-ter c.p. continua a punire chiunque, al fine di trarre profitto per sé o per altri, «*indebitamente utilizza, non essendone titolare, carte di credito o di pagamento, ovvero qualsiasi altro documento analogo che abiliti al prelievo di denaro contante o all'acquisto di beni o alla prestazione di servizi, o comunque ogni altro strumento di pagamento diverso dai contanti*», nonché chi li «*falsifica o altera*» ovvero «*possiede, cede o acquisisce tali strumenti o documenti di provenienza illecita o comunque falsificati o alterati, nonché ordini di pagamento prodotti con essi*». Si tratta, dunque, di una classica "disposizione a più norme", che può determinare l'applicazione della disciplina del concorso di reati: così, per esempio, nel caso in cui l'autore della contraffazione proceda anche all'utilizzo indebito del mezzo di pagamento<sup>23</sup>.

Ferme restando le osservazioni critiche formulate dai commentatori della norma in relazione ai tradi-

21 A. NATALINI, *Entra in scena nel codice penale la tutela della valuta virtuale*, in *Guida dir.*, 2021, 49, 37.

22 C.E. PALIERO, *La riserva di codice "messa alla prova": deontica idealistica versus deontica realista*, in *Criminalia*, 2019, 57. M. DONINI, *La riserva di codice (art. 3-bis cp) tra democrazia normante e principi costituzionali. Apertura di un dibattito*, in [www.lalegislazionepenale.eu](http://www.lalegislazionepenale.eu), 20 novembre 2018, 12.

23 R. BERTOLESI, *Sub art. 493-ter*, in E. DOLCINI, G.L. GATTA, *Codice penale commentato*, Milano, 2021, §6.

zionali strumenti di pagamento elettronico<sup>24</sup>, sulle quali è impossibile soffermarsi in questa sede<sup>25</sup>, due aspetti meritano di essere brevemente segnalati.

Da un lato, sorge spontaneo chiedersi se, e fino a che punto, ciascuna delle condotte contemplate dalla disposizione in esame possa concretamente riguardare anche i più evoluti mezzi di pagamento rappresentati dalle valute virtuali. Allo stato dell'arte, infatti, le soluzioni tecnologiche alla base dell'emissione e della circolazione di tali *asset* digitali (DLT e *blockchain*) dovrebbero assicurare la loro inalterabilità, ponendo così al riparo, quanto meno, dal rischio di modifiche non autorizzate e da eventuali contraffazioni.

Dall'altro, l'impressione è che l'intervento legislativo in parola rappresenti un interessante passo in avanti nella strategia di gestione del rischio penale connesso all'uso (e/o all'abuso) delle valute virtuali, senza però aspirare al ruolo di strumento organico volto a reprimere tutte le possibili condotte offen-

---

24 Basti accennare ai problematici rapporti tra la fattispecie qui considerata e i reati informatici già presenti nell'ordinamento. Si pensi, per esempio, al caso in cui si acceda all'*home banking* di un soggetto, al fine di effettuare pagamenti dal suo conto corrente. Tale condotta integra gli estremi tanto del delitto di «*Indebito utilizzo e falsificazione di strumenti di pagamento diversi dai contanti*» (art. 493-ter c.p.), quanto di quello di «*Accesso abusivo ad un sistema informatico o telematico*» (art. 615-ter c.p.), atteso che è difficilmente ipotizzabile la concreta possibilità di commettere un utilizzo indebito di un mezzo di pagamento immateriale senza che vi sia altresì l'accesso abusivo a tale sistema. Ora, la maggiore gravità e la natura plurioffensiva del reato di cui all'art. 493-ter c.p. porterebbero a ritenere applicabile unicamente tale disposizione, in virtù dell'applicazione del principio di assorbimento. Sennonché, stanti le resistenze giurisprudenziali all'applicazione di tale principio, non si può escludere che si adotti in concreto la soluzione del concorso di reati.

25 Come cennato all'inizio del presente lavoro, il reato oggi previsto dall'art. 493-ter c.p. ha avuto una storia travagliata fin dalle origini. Introdotto con d.l. n. 143/1991, nell'ambito di un provvedimento volto a limitare l'uso del contante nelle transazioni, esso puniva originariamente la sola condotta di utilizzo di tali strumenti senza il consenso del titolare. Già con la legge di conversione (l. n. 197/1991), tuttavia, sono state introdotte le ulteriori due fattispecie di contraffazione e di cessione o possesso delle carte falsificate. La norma, rimasta sostanzialmente invariata nel suo contenuto, è quindi transitata nell'art. 55 del d. lgs. n. 231/2007, per poi trovare una collocazione codicistica per effetto del d. lgs. 21/2018, che ha dato attuazione al principio della riserva di codice. In argomento, tra gli altri, R. BERIOLES, *Sub art. 493-ter, cit.*; M. PINELLI, *Art. 648-bis c.p. e utilizzo indebito di carte di credito: ambiti applicativi e interferenze*, in *Cass. pen.*, 2014, 1688 ss.; U. PIOLETTI, *Possesso o utilizzo abusivo di carte di credito*, in *Giur. mer.*, 2012, 1937; L. SCOPINARO, *Acquisto e utilizzo illeciti di carta di credito via internet*, in *Dir. pen. proc.*, 2003, 724 ss.; M. CORRADINO, *La tutela penale del sistema dei pagamenti nell'abuso di carta di credito*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2001, II, 121 ss.; P. PITTARO, *Indebito utilizzo di una carta di credito e truffa: concorso di reati o concorso apparente?* in *Dir. pen. proc.*, 1995, 945 ss.; C. PECORELLA, *Il nuovo diritto penale delle carte di pagamento*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1993, 265 ss.;

sive di beni giuridici<sup>26</sup>. Si pensi, per esempio, alla spinta criminogena derivante dalla possibilità di impiegare le cripto-valute per il riciclaggio dei proventi di attività delittuose, agli eventuali profili di rilievo penale legati a manovre speculative o a condotte fraudolente da parte di chi crea la valuta virtuale, la controlla nelle sue fasi iniziali o la mette abusivamente a disposizione del pubblico. Si tratta di condotte estranee all'intervento legislativo qui considerato, ma potenzialmente riconducibili, ove ritenute realmente offensive, ad ipotesi di reato già presenti nel nostro ordinamento, la cui concreta applicazione, peraltro, ha già lasciato emergere dubbi e controversie interpretative<sup>27</sup>.

b) Del tutto inedita, invece, è la previsione dell'art. 493-*quater*, rubricato «*Detenzione e diffusione di apparecchiature, dispositivi o programmi informatici diretti a commettere reati riguardanti strumenti di pagamento diversi dai contanti*»<sup>28</sup>.

Con l'introduzione di questa norma incriminatrice, il legislatore ha inteso dare attuazione all'art. 7 della direttiva 2019/73, anche se la formulazione adottata non risulta perfettamente sovrapponibile a quella dettata dal legislatore europeo.

<sup>26</sup> Per approfondimenti sul tema delle criptovalute rispetto al diritto penale, si vedano F. CONSULICH, *Nella wunderkammer del legislatore penale contemporaneo: monete virtuali che causano danni reali*, in *Dir. pen. proc.*, 2022, 153 ss.; N. MAINERI, *La Cassazione penale esamina le valute virtuali sotto il profilo del Testo Unico della Finanza*, in *Giurisprudenza penale web*, 2020, 10, 1 ss.; G.P. ACCINNI, *Cybersecurity e criptovalute. Profili di rilevanza penale dopo la Quinta direttiva*, in *Sist. pen.*, 15 maggio 2020; ID., *Profili di rilevanza penale delle "criptovalute" (nella disciplina antiriciclaggio del 2017)*, in *Arch. pen.*, 22 febbraio 2018; G. J. SICIGNANO, *Bitcoin e riciclaggio*, Torino, 2019; M. NADDEO, *Nuove frontiere del risparmio, Bit Coin Exchange e rischio penale*, in *Dir. pen. proc.*, 2019, 99 ss.; L. STURZO, *Bitcoin e riciclaggio 2.0*, in *Dir. pen. cont.*, 3 maggio 2018.

<sup>27</sup> Basti pensare, a titolo esemplificativo, alla possibile applicazione del reato di «*Abusivismo finanziario*» previsto dall'art. 166 d. lgs. n. 58 del 1998 (TUF) ad ipotesi di vendita al pubblico di valute virtuali. Vero che, già Cass. pen., sez. II, 17 settembre 2020, n. 26807, in *Giur. it.*, 2021, ha optato per la soluzione affermativa; ma lo ha fatto valorizzando la natura della condotta contestata all'imputato – e segnatamente la "pubblicità" della stessa – più che il suo oggetto. In altri termini, la sentenza in parola non ha preso posizione sulla natura delle cripto-valute, facendo persistere l'incertezza se siano meri strumenti di pagamento, espressamente ricondotti dalla legge alla regolamentazione dell'antiriciclaggio, oppure mezzi di investimento, soggetti dunque alla disciplina dei mercati finanziari. Nello stesso senso, più di recente, Cass. pen., sez. II, 10 novembre 2021, n. 44337, in *Quot. giur.*, 14 dicembre 2021. In argomento, F. CONSULICH, *Nella wunderkammer*, cit., 154; F. AGNINO, *Vendita di bitcoin e intermediazione finanziaria abusiva*, in *ilPenalista.it*, 9 ottobre 2020.

<sup>28</sup> «*Salvo che il fatto costituisca più grave reato, chiunque, al fine di farne uso o di consentirne ad altri l'uso nella commissione di reati riguardanti strumenti di pagamento diversi dai contanti, produce, importa, esporta, vende, trasporta, distribuisce, mette a disposizione o in qualsiasi modo procura a sé o a altri apparecchiature, dispositivi o programmi informatici che, per caratteristiche tecnico-costruttive o di progettazione, sono costruiti principalmente per commettere tali reati, o sono specificamente adattati al medesimo scopo, è punito con la reclusione sino a due anni e la multa sino a 1000 euro*».

Quest'ultimo, invero, fa riferimento a «un dispositivo o uno strumento, dati informatici o altri mezzi principalmente progettati o specificamente adattati al fine di commettere uno dei reati riguardanti strumenti di pagamento diversi dai contanti». La formulazione nazionale, invece, richiede che la destinazione dello strumento al fine emerga dalle «caratteristiche tecnico-costruttive o di progettazione». Si tratta di una differenza solo apparentemente marginale, ma che, al contrario, risulta più aderente ad istanze di precisione e determinatezza. Non solo: essa riflette la rilettura costituzionalmente orientata dei reati a dolo specifico, visti come "reati di pericolo con dolo di danno", nei quali «mentre la volontà deve essere indirizzata a produrre un'effettiva lesione, il fatto è completo non appena si verifica l'esposizione a pericolo dell'interesse tutelato»<sup>29</sup>; rilettura che ne salvaguarda la dimensione offensiva valorizzando l'idoneità oggettiva del fatto a conseguire lo scopo preso di mira dall'agente.

In controtendenza con la summenzionata attenzione alle esigenze di precisione della fattispecie, si pone la selezione dei reati alla cui realizzazione sono destinati i mezzi indicati dalla norma: se la disciplina europea fa espresso riferimento alla commissione di uno dei reati previsti dall'art. 4, lettere a) e b), dall'art. 5, lettere a) e b) e dall'art. 6 della direttiva 2019/73, l'art. 493-*quater* c.p. parla in maniera molto più generica di «reati riguardanti strumenti di pagamento diversi dai contanti». Una formulazione che apre la porta al rischio di incontrollata dilatazione dell'ambito di applicazione della disposizione, oltre a prestare il fianco ad incertezze interpretative ed applicative. Tant'è che in dottrina si è già prospettata una lettura restrittiva che valorizza in chiave sistematica il contenuto dell'art. 25-*octies*.1, d. lgs. 231/01 che, come si vedrà *infra*, fa espresso riferimento ai soli «reati contro la fede pubblica, contro il patrimonio o che comunque offendono il patrimonio, previsti dal codice penale e che abbiano "ad oggetto" strumenti di pagamento diversi dai contanti»<sup>30</sup>.

Al netto di queste (non marginali) differenze, è chiara la funzione anticipatoria della tutela insita nella previsione in questione. La natura di reato prodromico rispetto ai più gravi fatti descritti dall'art. 493-*ter* c.p. e ad ogni altro reato relativo ai mezzi di pagamento diversi dal contante emerge nitidamente, oltre che dall'oggetto materiale del reato, anche dal dolo specifico, che si sostanzia nel fine di fare uso di tali strumenti, o di consentire ad altri di farne uso, per la commissione di tali reati<sup>31</sup>.

29 Sul punto, v. G. MARINUCCI, E. DOLCINI, *Corso di diritto penale*, cit., 577 ss., che riprendono le posizioni di G. DELITALA, *Il "fatto" nella teoria generale del reato*, Padova, 1930, ora in *Diritto penale. Raccolta degli scritti*, Milano, I, 132.

30 P. BERNARDONE, *Attuazione degli obblighi europei in materia di lotta contro le frodi e le falsificazioni di mezzi di pagamento diversi dai contanti: prima lettura del d.lgs. n. 184 del 2021*, in *Sist. pen.*, 3 febbraio 2022.

31 P. BERNARDONE, *Attuazione degli obblighi*, cit.

Nell'ampio ventaglio delle condotte incriminate («*produce, importa, esporta, vende, trasporta, distribuisce, mette a disposizione o in qualsiasi modo procura a sé o a altri*») non viene menzionato il semplice possesso. Né deve trarre in inganno il riferimento al «*procurare a sé*»: vero che chi detiene qualcosa se la deve essere in qualche modo procurata, ma è pur sempre necessario che la condotta sia colorata dal «fine di farne uso o di consentirne ad altri l'uso nella commissione di reati»; fine che deve sussistere al momento in cui il soggetto si è procurato il bene in questione, posto che quella – e solo quella – è la condotta considerata dalla norma; in assenza di tale finalità la mera relazione materiale con la cosa risulta priva di rilievo penale<sup>32</sup>. L'omissione in questione tradisce il tenore della rubrica – che parla di «*Detenzione*» – ma risulta condivisibile proprio in considerazione della ricordata anticipazione dell'intervento penale insita nella previsione in parola. La mera detenzione, invero, presenterebbe un contenuto offensivo talmente esiguo da non giustificare l'applicazione di una sanzione penale.

Sempre in relazione alla previsione dell'art. 493-*quater*, non si comprende – se non attribuendolo ad una svista del legislatore – il perché la confisca «*delle apparecchiature, dei dispositivi o dei programmi informatici*» nonché quella «*del profitto o del prodotto del reato*», prevista del secondo comma della disposizione, debba essere sempre disposta anche nel caso in cui tali beni appartengano a "persona estranea al reato", laddove l'analoga previsione dell'art. 493-*ter*, co. 2, c.p. espressamente esclude tale eventualità: una disparità di trattamento del tutto irragionevole, suscettibile di essere censurata in sede costituzionale.

c) L'ultimo intervento diretto su una norma incriminatrice investe l'art. 640-*ter* c.p. in materia di «*Frode informatica*»: la circostanza aggravante prevista dal secondo comma si arricchisce di una ulteriore ipotesi, che ricorre quando il fatto «*produce un trasferimento di denaro, di valore monetario o di valuta virtuale*». Per effetto di tale previsione la pena prevista per la «*Frode informatica*» risulta equiparata a quella stabilita per l'«*Indebito utilizzo e la falsificazione di mezzi di pagamento*». Si tratta di una soluzione ragionevole, se si considera, per esempio, come il disvalore insito nell'indebito utilizzo di carta di credito per effettuare pagamenti o prelievi di denaro contante, non appaia inferiore a quello dell'utilizzo indebito dei codici della medesima carta per effettuare operazioni *online*.

Ebbene, sulla base dell'analisi fin qui condotta sembra in effetti che, mediante i più recenti interventi, il legislatore sia riuscito a colmare le residue lacune di tutela emergenti dal raffronto tra la normativa

<sup>32</sup> P. BERNARDONE, *Attuazione degli obblighi*, cit.

interna e gli articoli 3 ss. della direttiva 2019/713. Per la repressione penale delle condotte non considerate dal d.lgs. 184/21, del resto, possono comunque trovare applicazione i delitti di truffa, ricettazione, riciclaggio, oltre ai reati informatici previsti dagli articoli 615-ter, 615-quater e 615-quinquies c.p.

### **5. Le modifiche al d. lgs. 231/2001.**

Tra le novità più significative introdotte dal d. lgs. n. 184/2021, una particolare attenzione merita poi l'inclusione dei "reati in materia di mezzi di pagamento diversi dai contanti" nel catalogo di quelli che, se commessi nell'interesse o a vantaggio di una persona giuridica, determinano una responsabilità diretta – formalmente amministrativa, ma sostanzialmente penale – a carico di quest'ultima.

Dopo l'articolo 25-octies d. lgs. 231/2001 (relativo alle ipotesi di ricettazione, riciclaggio e impiego di denaro, beni o utilità di provenienza illecita, nonché di autoriciclaggio) e prima dei delitti presupposto di cui all'articolo 25-nonies (in materia di violazione del diritto d'autore), il legislatore delegato ha aggiunto al d. lgs. 231/2001 l'inedito articolo 25-octies.1 («*Delitti in materia di strumenti di pagamento diversi dai contanti*»). Il d. lgs. 184/21 arricchisce, quindi, il catalogo dei reati presupposto ai sensi del d.lgs. 231/01.

La norma configura tre diversi livelli di responsabilità dell'ente, a seconda di quale sia il reato presupposto.

La forma più grave, prevista dal co. 1, lett. a), riguarda l'ipotesi di cui all'art. 493-ter, per la quale è prevista la sanzione pecuniaria da 300 a 800 quote. La seconda fattispecie, di cui al co. 2, lett. b), accomuna i reati di cui all'art. 493-quater e 640-ter c.p., nella versione aggravata dalla realizzazione di un trasferimento di denaro, di valore monetario o di valuta virtuale, stabilendo una sanzione pecuniaria sino a 500 quote. Infine, l'ipotesi meno grave, residuale, riguarda la commissione di «*ogni altro delitto contro la fede pubblica, contro il patrimonio o che comunque offende il patrimonio previsto dal codice penale, quando ha ad oggetto strumenti di pagamento diversi dai contanti*». In questo caso l'ammontare della sanzione pecuniaria a carico dell'ente è calibrato sulla diversa gravità del reato presupposto<sup>33</sup>.

L'arsenale sanzionatorio a carico della persona giuridica si completa con la previsione delle sanzioni

<sup>33</sup> In particolare, si stabilisce una sanzione pecuniaria fino a 500 quote nel caso in cui per il reato presupposto sia prevista la reclusione inferiore a 10 anni, mentre se il reato presupposto è punito più severamente, la cornice edittale prevista per l'ente risulta compresa tra le 300 e le 800 quote.

interdittive di cui all'art. 9, co. 2, d. lgs. 231/2001 (interdizione dall'esercizio dell'attività, sospensione o revoca delle autorizzazioni, licenze o concessioni funzionali alla commissione dell'illecito, divieto di contrattare con la P.A. e divieto di pubblicizzazione di beni o servizi). In questo modo, il legislatore italiano ha dato attuazione all'art. 11 della direttiva 2019/73, in forza del quale alle persone giuridiche debbono essere imposte, oltre alle sanzioni pecuniarie, anche varie forme di sanzioni interdittive.

Il legislatore prosegue, così, nella sua opera di caotica dilatazione del novero dei reati per i quali l'ente è chiamato a rispondere in prima persona. Si tratta di una proliferazione incontrollata, che non segue precise direttrici politico-criminali, ma il cui esito, al contrario, è un insieme a dir poco disorganico: si spazia, solo per fare qualche esempio, dai delitti contro la Pubblica Amministrazione a quelli contro la personalità individuale, dai reati societari ai reati ambientali, dai reati in materia di razzismo e xenofobia ai reati tributari, per arrivare alle pratiche di mutilazione degli organi genitali femminili. Il rimedio non può però essere la generalizzazione del paradigma punitivo del d.lgs. 231/01, né, tanto meno, una sua estensione a intere categorie di reati (come, per esempio, quelli previsti dal codice penale<sup>34</sup>). Ciò non solo per la intollerabile dilatazione dell'area della criminalizzazione che una simile evoluzione comporterebbe, ma anche per i costi in termini di adozione e potenziamento delle politiche di *compliance* che la stessa implicherebbe.

A tale ultimo proposito, l'introduzione dell'art. 25-*octies*.1 d. lgs. 231/01, comporta l'esigenza di adattare le politiche di *governance* e di *compliance* aziendale al rischio penale connesso alle attività che impiegano strumenti di pagamento diversi dal contante. Si impone, peraltro, l'esigenza di armonizzare questo intervento sui modelli organizzativi con quello nascente, più in generale, dalla necessità di prevenire la commissione dei reati previsti in materia di riciclaggio<sup>35</sup>.

Pur nel solco di una tendenza politico criminale ampiamente consolidata, l'intervento legislativo qui considerato si distingue, tuttavia, per una interessante novità: il nuovo art. 25-*octies*.1 cit. non si limita a fare riferimento alle norme incriminatrici introdotte o novellate dal d. lgs. 184/21, ma fa riferimento a «ogni altro delitto contro la fede pubblica, contro il patrimonio o che comunque offende il patrimonio

34 E. BERGONZI, *Il "catalogo" o l'"enciclopedia" dei reati presupposto 231?*, in *Giurisprudenza penale web*, 2021, 12, 4 ss.

35 Il riferimento è alle attività di identificazione, analisi e valutazione dei rischi di cui al d. lgs. n. 231/2007, il cui obbligo è stato esteso dal l. lgs. n. 90/2017 ai prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale. In argomento, G.J. SICIGNANO, *I modelli di comportamento dell'ente nel riciclaggio mediante criptovalute*, in *Le Società*, 2021, 1271 ss.

*previsto dal codice penale, quando ha ad oggetto strumenti di pagamento diversi dai contanti*». Per la prima volta nella costruzione di una norma contenente reati presupposto, il legislatore non menziona passivamente uno dopo l'altro gli articoli di legge rilevanti, ma opta per un richiamo generico a categorie di reati individuate in ragione del bene giuridico tutelato dalla norma incriminatrice, a condizione, in questo caso, che l'azione o l'omissione illecita si ponga in relazione a «*strumenti di pagamento diversi dai contanti*».

Ciò pone un duplice problema di coordinamento: con le norme penali genericamente richiamate e con quelle del d. lgs. 231/01 che fanno riferimento ai medesimi reati.

Ad onor del vero, il legislatore sembra essersi fatto carico di quest'ultima questione attraverso la previsione di una clausola di sussidiarietà espressa («salvo che il fatto integri altro illecito amministrativo più gravemente sanzionato»), che fa prevalere l'applicazione di illeciti amministrativi da reato più gravemente sanzionati.

Nulla si dice, al contrario, per il caso in cui il reato avente ad oggetto strumenti di pagamento diversi dai contanti sia contemplato tra quelli presupposto della responsabilità dell'ente, ma venga sanzionato in maniera meno severa rispetto a quanto previsto dall'art. 25-*octies*.1 d.lgs. 231/01. Con riferimento a quest'ultima ipotesi, v'è da chiedersi se sia giustificabile un diverso trattamento sanzionatorio a carico dell'ente per il solo fatto che il reato abbia ad oggetto non il denaro, ma una diversa forma di pagamento. Una risposta affermativa a questo interrogativo presuppone il riconoscimento di una maggiore carica offensiva, legata alla lesione di ulteriori beni giuridici, e segnatamente quelli dell'ordine pubblico economico e della fede pubblica.

## **6. Conclusioni.**

Nella varietà dei suoi contenuti, il d. lgs. n. 184/21 si segnala soprattutto per l'attenzione dedicata ad un fenomeno che sta acquisendo sempre maggiore rilevanza nel panorama internazionale, qual è quello delle valute virtuali. Apprezzabile, infatti, è il tentativo di tenere conto, ai fini dell'azione di contrasto alle frodi e alle falsificazioni dei mezzi di pagamento diversi dai contanti, anche dei più evoluti strumenti basati sulle tecnologie digitali, nelle loro molteplici configurazioni.

Pur senza rappresentare un intervento organico in materia di criptovalute, il provvedimento in esame costituisce dunque un ulteriore, utile tassello nella regolamentazione del fenomeno, del quale viene

offerta, peraltro, una definizione (simile a quella prevista dalla vigente normativa antiriciclaggio, ma) valida ai soli effetti della legge penale. Come si è già evidenziato, tuttavia, proprio ai profili definitivi sono riconducibili diverse criticità, connesse ad incertezze interpretative e al rischio di concrete problematiche applicative, che rendono auspicabile una disciplina più puntuale e, allo stesso tempo, quanto più possibile uniforme tra i vari settori dell'ordinamento.

Del resto, sotto quest'ultimo aspetto, va altresì precisato che la necessità di adempiere gli obblighi sovranazionali imposti dalla dir. 2019/713 non può mettere in secondo piano l'anomalia di una disciplina penale che interviene in un ambito ancora pressoché privo di regolamentazione: una soluzione senza dubbio censurabile sul piano della tecnica di produzione legislativa, oltre che decisamente opinabile sotto il profilo politico-criminale e del rispetto del principio di sussidiarietà penale.

Ora, l'anticipazione dell'intervento penale rispetto a quello civilistico non rappresenta certo un inedito nell'esperienza legislativa italiana: basti pensare alla riforma dei reati societari, che ha preceduto di un anno quella del diritto societario, con la conseguente difficoltà di adattare ai nuovi modelli di *governance* norme incriminatrici concepite con riferimento esclusivo alla struttura organizzativa "tradizionale"<sup>36</sup>. La giustificazione, tuttavia, non può essere la (pur condivisibile) volontà di respingere un modello di diritto penale meramente accessorio, o di riaffermare la necessaria autonomia del diritto penale rispetto agli altri settori dell'ordinamento, riconoscendo la possibilità che concetti di derivazione extra-penale siano adattati alle specifiche esigenze del diritto punitivo. Il rispetto del principio di *extrema ratio*<sup>37</sup> – che rischia di essere frustrato quanto l'intervento penale precede la regolamentazione civilistica, anziché seguirla – può essere (più) efficacemente assicurato, invero, senza ricorrere a discutibili inversioni cronologiche. Una anomalia, questa, che – come si è dapprima osservato – non può che riflettersi sul coordinamento tra i diversi ambiti dell'ordinamento interessati alla materia degli strumenti di pagamento diversi dal contante, e delle valute virtuali in particolare.

36 E. VENAFFRO, Sub art. 2634 c.c., in *Leg. pen.*, 2003, 508, attribuisce la scelta di anticipare la disciplina penalistica all'esigenza, avvertita dal legislatore, di formulare le norme incriminatrici in modo il più possibile autonomo rispetto a quelle civilistiche di riferimento.

37 Sul carattere "sussidiario" e, nel contempo, "autonomo" del diritto penale, nella vastissima letteratura, si segnalano, per tutti, G. FIANDACA, E. MUSCO, *Diritto Penale. Parte generale*, Bologna, 2019, 28 ss.; G. DEMURO, *Ultima ratio: alla ricerca di limiti all'espansione del diritto penale*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2013, 1654 ss.; M. DONINI, *Il volto attuale dell'illecito penale*, Milano, 2004, 85 ss.; G. FORTI, *L'immane concretezza*, Milano, 2000, 149 ss.

**SOMMARIO:** 1. Elementi del caso Russia e soluzione legale. – 2. Obblighi di ripagamento del debito pubblico e sanzioni internazionali: il caso Russia. – 3. Il mosaico legislativo applicabile al caso Russia. – 3.1. L'imposizione di sanzioni costituisce causa di forza maggiore... – 3.2. Ma le Corti di giustizia chiedono le "mani pulite". – 3.3. La clausola di forza maggiore e la difesa di impossibilità sopravvenuta non sono esperibili dalla Russia. – 4. Le implicazioni delle sanzioni sul sistema finanziario globale. – 5. Conclusioni.

### 1. Elementi del caso Russia e soluzione legale.

La Federazione Russa è tenuta a ripagare il debito pubblico pendente emesso antecedentemente al 2018 nella valuta di denominazione. L'impossibilità sopravvenuta ad adempiere a causa di *force majeure* non rileva. Tale difesa non è esperibile in quanto l'imposizione di sanzioni internazionali è stata determinata da un comportamento non legale del debitore: l'aggressione Russa all'Ucraina viola lo Statuto delle Nazioni Unite. In tali circostanze, il pagamento in rubli (RUB) costituisce default sul prestito e origina un *event of default* nel mercato dei *credit default swaps* (CDS).

Le conclusioni sono diverse nel caso di debito pubblico emesso successivamente al 2018. Stante la *fallback option* concessa alla Russia, tale stock di debito può essere ripagato in RUB. Il *Determination Committee* dell'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) ha deliberato che l'eventualità del pagamento in rubli non origina un *event of default* e non attiva l'assicurazione sull'obbligazione sottostante protetta.

Nel caso del debito emesso dopo il 2018, tuttavia, le sanzioni internazionali danneggiano i creditori più del debitore, rendendo impraticabile la riconversione del RUB in euro (EUR) o dollari (USD) e impossibile la *delivery* della *reference obligation* in caso di default.

### 2. Obblighi di ripagamento del debito pubblico e sanzioni internazionali.

La crisi internazionale apertasi con l'aggressione Russa all'Ucraina avviata il 24 febbraio 2022 ha originato una interessante quanto piuttosto complessa questione legale che solleva alcune incertezze nel mercato internazionale dei capitali. La questione è se, per effetto delle sanzioni internazionali imposte alla Russia in ritorsione contro la violazione della sovranità e dell'integrità territoriale dell'Ucraina, Mosca possa ripagare il debito estero pendente in RUB, anziché nella valuta di denominazione delle obbli-

gazioni, appellandosi all'impossibilità sopravvenuta ad adempiere altrimenti, a causa di *force majeure*.

Il caso è stato aperto dal Ministro delle Finanze della Russia Anton Siluanov, il quale, in risposta all'annuncio di sanzioni contro la Russia da parte di Stati Uniti, Regno Unito e Unione Europea, ha dichiarato in un'intervista rilasciata all'emittente *Rossiya24* in data 13 marzo 2022 e rilanciata dall'agenzia stampa di Stato *RIA Novosti* in pari data che "la Russia preparerà un ordine di pagamento in RUB per il rimborso del debito internazionale nel caso in cui il pagamento in valuta non fosse possibile".<sup>1</sup> Alle parole del Ministro Siluanov ha fatto eco l'allarme lanciato dall'agenzia internazionale di rating Fitch, la quale, in un report circolato in data 15 marzo 2022, ha dichiarato che, decorso il *grace period* di 30 giorni previsto nei regolamenti delle emissioni sovrane Russe, avrebbe considerato la Russia in default sul debito pubblico circolante denominato in USD qualora Mosca avesse offerto di effettuare i pagamenti delle cedole in scadenza in RUB.<sup>2</sup> Con toni più sfumati, l'agenzia di rating internazionale Moody's ha concorso. Dal quartier generale di Manhattan, un portavoce ha dichiarato che "all else being equal" [a parità di condizioni], il pagamento in rubli costituirebbe default "under our definition" [sulla base della nostra definizione], precisando, "[h]owever, we would need to understand the facts and circumstances of particular transactions before making a default determination" [tuttavia, avremmo bisogno di capire i fatti e le circostanze di ciascuna transazione prima di dichiarare il default].<sup>3</sup>

### 3. Il mosaico legislativo applicabile al caso Russia.

La questione implica aspetti di diritto federale USA, diritto internazionale, diritto inglese e, di riflesso, i regolamenti di quotazione delle Borse di Dublino, Londra e Lussemburgo; inoltre, coinvolge il regime contrattuale del mercato dei derivati over-the-counter (OTC) governato dal *Master Agreement for Credit*

1 Caitlin Ostroff, *Russia's Finance Minister Says Country Will Pay Debt in Rubles Until Central Bank Sanctions Lifted* [Il Ministro delle Finanze della Russia dichiara che il Paese pagherà il debito in rubli fino alla revoca delle sanzioni], WALL STREET JOURNAL (13 Marzo 2022), <https://www.wsj.com/livecoverage/russia-ukraine-latest-news-2022-03-11/card/russia-s-finance-minister-says-country-will-pay-debt-in-rubles-until-central-bank-sanctions-lifted-c9lJghNNgGzbzdPzbsLR>. *Russia: pagherà eurobond in rubli se pagamento in valuta non possibile*, IL SOLE 24 ORE RADIOCOR PLUS (14 Marzo 2022), [https://www.ilsole24ore.com/radiocor/nRC\\_14.03.2022\\_15.45\\_41410414?refresh\\_ce=1](https://www.ilsole24ore.com/radiocor/nRC_14.03.2022_15.45_41410414?refresh_ce=1).

2 *Russia - Understanding Potential Sovereign Default Events* [Russia - Comprendere il possibile default sovrano], FITCH RATINGS (15 Marzo 2022), <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/russia-understanding-potential-sovereign-default-events-15-03-2022>.

3 The Associated Press, *EXPLAINER: What would a Russian bond default mean?* [SPIEGAZIONE: cosa implicherebbe un default sul debito Russo?], ABC NEWS (16 Marzo 2022), <https://abcnews.go.com/Business/wireStory/explainer-russian-bond-default-83463276>.

*Derivatives* dell'ISDA, l'entità di autogoverno dei soggetti partecipanti al mercato dei derivati.

Alla data dell'inizio delle ostilità contro l'Ucraina, la Russia risulta emittente di 14 obbligazioni sovrane collocate in USA, UK, UE e Svizzera. Di queste, 10 sono denominate in USD e 4 in EUR. 8 sono quotate sulla Borsa di Dublino, 4 sulla Borsa di Londra e 2 sulla Borsa del Lussemburgo, per un nozionale circolante di USD 38 miliardi ed EUR 3 miliardi e maturità comprese tra il 2023 e il 2047.<sup>4</sup>

Il regime di negoziazione e liquidazione di tale stock di debito è mutato a seguito delle sanzioni ritorsive imposte alla Russia da USA, UK e UE. Washington, Londra e Bruxelles hanno introdotto un numero di misure che: (i) restringe la partecipazione della Russia al sistema finanziario internazionale; (ii) limita la capacità delle banche e degli intermediari finanziari di eseguire ordini di negoziazione con controparti Russe; (iii) sospende le operazioni in classi di attivo denominate in RUB; e (iv) interrompe l'operatività bancaria da e verso la Russia. Da ultimo, la Russia è stata estromessa dal sistema interbancario di trasmissione ordini SWIFT, con sede legale in Belgio.<sup>5</sup>

In particolare, la risposta di USA, UK e UE si è articolata nei seguenti provvedimenti:

Ordine esecutivo del Presidente degli USA datato 21 febbraio 2022 avente ad oggetto "blocking property of certain persons and prohibiting certain transactions with respect to continued Russian efforts to undermine the sovereignty and territorial integrity of Ukraine" [il sequestro delle proprietà di certe persone ed il divieto di condurre certe operazioni con riferimento ai prolungati tentativi russi di indebolire

<sup>4</sup> *Russian Federation bonds issued in the international capital market* [Obbligazioni della Federazione russa emessi nel mercato dei capitali internazionale], MINISTRY OF FINANCE OF THE RUSSIAN FEDERATION, [https://minfin.gov.ru/en/key/debt/external/bonds/?id\\_57=13953-russian\\_federation\\_bonds\\_issued\\_in\\_the\\_international\\_capital\\_market](https://minfin.gov.ru/en/key/debt/external/bonds/?id_57=13953-russian_federation_bonds_issued_in_the_international_capital_market).

<sup>5</sup> Richard L. Kilpatrick, *Blocking Swift in Russia* [Il blocco del Sistema Swift in Russia], OPINIO JURIS (4 Marzo 2022), <http://opiniojuris.org/2022/03/04/blocking-swift-in-russia/>. Saleha Mohsin, Josh Wingrove & Nick Wadhams, *U.S. Puts Banning Russia From SWIFT System Back in Play* [Gli USA riattivano l'esclusione della Russia dal Sistema Swift], BLOOMBERG (26 Febbraio 2022), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-02-26/u-s-puts-banning-russia-from-swift-global-system-back-in-play>. Philip Blenkinsop, *EU bars 7 Russian banks from SWIFT, but spares those in energy* [L'UE esclude 7 banche russe dal Sistema Swift, ma risparmia quelle in energia], REUTERS (3 Marzo 2022), <https://www.reuters.com/business/finance/eu-excludes-seven-russian-banks-swift-official-journal-2022-03-02/>. *UK Statement on Further Economic Sanctions Targeted at the Central Bank of the Russian Federation*, HM TREASURY (28 Febbraio 2022), <https://www.gov.uk/government/news/uk-statement-on-further-economic-sanctions-targeted-at-the-central-bank-of-the-russian-federation>.

la sovranità ed integrità territoriale dell'Ucraina];<sup>6</sup>

Annuncio del Governo del Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord datato 22 febbraio 2022 avente ad oggetto l'imposizione di sanzioni su certi individui e certe persone giuridiche;<sup>7</sup>

Direttiva 1A attuativa dell'Ordine esecutivo 14024 datato 22 febbraio 2022 avente ad oggetto "participation in the secondary market of ruble or non-ruble denominated bonds issued after March 1, 2022 by the Central Bank of the Russian Federation, the National Wealth Fund of the Russian Federation, or the Ministry of Finance of the Russian Federation" [la partecipazione al mercato secondario di obbligazioni denominate in rubli e non-denominate in rubli emesse dopo il 1 marzo 2022 dalla banca centrale della Federazione russa, dal Fondo d'investimento sovrano della Federazione russa, o dal Ministero delle Finanze della Federazione russa];<sup>8</sup>

Annuncio della Commissione UE datato 23 febbraio 2022 avente ad oggetto l'imposizione di un pacchetto di sanzioni in risposta a recenti decisioni della Federazione russa;<sup>9</sup>

Annuncio dell'UK datato 24 febbraio 2022 avente ad oggetto l'imposizione di ulteriori sanzioni<sup>10</sup>; e

---

6 EXECUTIVE ORDER ON BLOCKING PROPERTY OF CERTAIN PERSONS AND PROHIBITING CERTAIN TRANSACTIONS WITH RESPECT TO CONTINUED RUSSIAN EFFORTS TO UNDERMINE THE SOVEREIGNTY AND TERRITORIAL INTEGRITY OF UKRAINE [Ordine esecutivo sul sequestro delle proprietà di certe persone ed il divieto di condurre certe operazioni con riferimento ai prolungati tentativi russi di indebolire la sovranità ed integrità territoriale dell'Ucraina], U.S. TREASURY, [https://home.treasury.gov/system/files/126/20220221\\_eo\\_ukraine.pdf](https://home.treasury.gov/system/files/126/20220221_eo_ukraine.pdf)

7 HM GOVERNMENT, STATUTORY GUIDANCE, RUSSIA SANCTIONS: GUIDANCE [Istruzioni legislative: Sanzioni alla Russia: Istruzioni], aggiornato al 25 Marzo 2022, <https://www.gov.uk/government/publications/russia-sanctions-guidance/russia-sanctions-guidance>.

8 DEPARTMENT OF THE TREASURY, OFFICE OF FOREIGN ASSET CONTROL, DIRECTIVE 1A UNDER EXECUTIVE ORDER 14024, PROHIBITIONS RELATED TO CERTAIN SOVEREIGN DEBT OF THE RUSSIAN FEDERATION [Direttiva 1A attuativa dell'Ordine esecutivo 14024, Divieti relativi ad un certo debito sovrano della Federazione russa] (22 Febbraio 2022), [https://home.treasury.gov/system/files/126/russia\\_directive\\_1a.pdf](https://home.treasury.gov/system/files/126/russia_directive_1a.pdf)

9 EU adopts package of sanctions in response to Russian recognition of the non-government controlled areas of the Donetsk and Luhansk oblasts of Ukraine and sending of troops into the region [L'UE adotta un pacchetto di sanzioni in risposta al riconoscimento russo delle province di Donetsk e Luhansk non controllate dal governo dell'Ucraina e all'invio di truppe nell'area], COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION (23 Febbraio 2022), <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2022/02/23/russian-recognition-of-the-non-government-controlled-areas-of-the-donetsk-and-luhansk-oblasts-of-ukraine-as-independent-entities-eu-adopts-package-of-sanctions/>.

10 *Supra*, nota 7.

Aggiornamento alla Direttiva 1A attuativa dell'Ordine esecutivo 14024 datato 24 febbraio 2022.<sup>11</sup>

I regolamenti di emissione delle obbligazioni russe includono un complesso set di clausole e termini. Le note sono governate dal diritto inglese. Il collocamento è governato dal diritto delle giurisdizioni di distribuzione per il relativo lotto. I termini comprendono una clausola di azione collettiva (CAC) e una clausola di *cross-default*.<sup>12</sup>

Le CACs consentono a una maggioranza qualificata di investitori in obbligazioni di modificare i termini di pagamento di un titolo, in maniera giuridicamente vincolante per tutti i detentori del titolo stesso, in modo da facilitare una ristrutturazione ordinata del debito, in caso di stress del debitore.<sup>13</sup> Le CACs rendono meno rischiosi i bond Russi perché Mosca "non può" ristrutturarli o ridenominarli senza il consenso di quote molto elevate di creditori.<sup>14</sup>

Il *cross-default*, cioè la clausola di insolvenza incrociata, pone un emittente in default se il debitore è inadempiente a un'altra obbligazione pendente. Di conseguenza l'intero stock di debito è soggetto a rientro. La clausola di *cross-default* esiste per proteggere gli interessi degli investitori, i quali desiderano avere gli stessi diritti sulle attività di un emittente in caso di inadempienza su uno degli obblighi di debito.<sup>15</sup>

Le obbligazioni più recenti includono termini ulteriori. I regolamenti di emissione delle obbligazioni denominate in USD emesse dopo l'imposizione di sanzioni internazionali alla Russia in seguito all'annessione della Crimea nel 2014 permettono a Mosca di effettuare il pagamento per mezzo di valute alternative, da scegliere tra EUR, GBP e CHF. I regolamenti di emissione delle obbligazioni denominate in EUR e USD emesse dopo l'imposizione di sanzioni internazionali alla Russia in seguito all'avvelenamento dell'ex agente del KGB rifugiato in Inghilterra Sergej Skripal nel 2018 permettono a Mosca di regolare

11 DEPARTMENT OF THE TREASURY, OFFICE OF FOREIGN ASSET CONTROL, DIRECTIVE 3 UNDER EXECUTIVE ORDER 14024, PROHIBITIONS RELATED TO NEW DEBT AND EQUITY OF CERTAIN RUSSIA-RELATED ENTITIES [Direttiva 3 attuativa dell'ordine esecutivo 14024, Divieti relativi a nuovo debito e capitale di certe entità collegate alla Russia] (24 Febbraio 2022), [https://home.treasury.gov/system/files/126/new\\_debt\\_and\\_equity\\_directive\\_3.pdf](https://home.treasury.gov/system/files/126/new_debt_and_equity_directive_3.pdf).

12 *Offering circulars* [Prospetti di offerta], MINISTRY OF FINANCE OF THE RUSSIAN FEDERATION, [https://minfin.gov.ru/en/key/debt/external/bonds/?id\\_57=23555-offering\\_circulars](https://minfin.gov.ru/en/key/debt/external/bonds/?id_57=23555-offering_circulars).

13 Alfredo Barozzetti & Davide Dottori, *Clausole di azione collettiva: come influenzano i rendimenti dei titoli sovrani?* J. INT'L ECON., v 92, 2, 286-303 (2014).

14 Giovanni Siciliano, *Quanto pesano le clausole di azione collettiva sul debito*, LAVOCE.INFO (10 Febbraio 2017), <https://www.lavoce.info/archives/45040/quanto-pesano-le-clausole-di-azione-collettiva-sul-debito-pubblico/>.

15 *Glossario: Cross Default*, CBONDS, <https://cbonds.it/glossary/cross-default/>

il proprio debito estero in RUB.<sup>16</sup> La formula usata per consentire il pagamento in RUB è: "If the Russian federation is unable to make payment of principal and interest (in whole or in part) in respect of the bonds in USD" [Se la Federazione Russa è incapace di ripagare capitale e interessi (in tutto o in parte) con riferimento alle obbligazioni in USD].<sup>17</sup> In effetti, alla Russia è concessa una *fallback option*. Tuttavia, la formulazione della clausola è infelice - ed è sorprendente trovare una tale ingenuità in un documento redatto da legali esperti; il regolamento di emissione, infatti, non specifica le ragioni accettabili per la condizionalità di esercizio dell'opzione. In altri termini, il documento omette di definire la cause di *force majeure*. Questo è un errore concettuale: nel diritto inglese non esiste una definizione univoca di forza maggiore; la definizione e le condizioni di esercizio della difesa sono lasciate alla libertà contrattuale delle parti da esplicitarsi nel processo di redazione dei contratti. Il *Master Agreement ISDA*, al contrario, contiene una definizione precisa. A tal proposito, va rilevato che il mancato coordinamento tra le disposizioni del regolamento di emissione e le clausole del *Master Agreement ISDA* applicabile all'emissione crea un possibile conflitto di esiti tra il trattamento dello stesso titolo nel mercato cash e nel mercato sintetico.

In data 17 marzo 2022, il Ministero delle Finanze della Russia ha dichiarato di aver dato corso ai pagamenti degli interessi sul debito pubblico russo in scadenza mercoledì 16 marzo. La Russia era tenuta a pagare 117 milioni di dollari di cedole su due diverse emissioni obbligazionarie sovrane denominate in USD e prive di *fallback option*. Sulle modalità e sull'esito dei pagamenti dovuti va testato se si è verificato il primo default sovrano Russo dal 1998, quando Mosca fece default sul debito estero in rubli e ristrutturò il debito in dollari risalente all'era sovietica.

Dal 16 marzo, è iniziato il periodo di tolleranza di 30 giorni, al termine del quale, in data 15 aprile, i creditori dovranno eventualmente contestare il default.

Secondo i fatti al momento noti:

Il Tesoro russo ha comunicato di aver trasmesso un ordine di pagamento per 117 milioni di dollari al *paying agent* Citibank N.A. Filiale di Londra (la quale non ha rilasciato dichiarazioni). Il Tesoro Russo aveva anche preliminarmente comunicato che avrebbe inviato il controvalore dell'importo del pagamento degli interessi in RUB se i pagamenti in USD non avessero raggiunto gli obbligazionisti stranieri.

<sup>16</sup> *Supra*, nota 4.

<sup>17</sup> *Id.*

In data 2 marzo 2022, l'Office of Foreign Assets Control (OFAC) degli USA aveva dichiarato di aver autorizzato le transazioni per i soggetti residenti negli USA per "la ricezione di interessi, dividendi o pagamenti di scadenza in relazione al debito o al capitale" emessi dal Ministero delle Finanze Russo, dalla Banca centrale o dal Fondo sovrano, ma questa esenzione scade il 25 maggio 2022.<sup>18</sup>

Nelle transazioni sui mercati dei capitali, occorre osservare il ciclo di vita di un'operazione di pagamento, nel quale si distinguono *payment* (pagamento), *clearing* (rilascio dei fondi), e *settlement* (liquidazione). Il pagamento consiste nella trasmissione di fondi, con la valuta stabilita, alla banca corrispondente del debitore. Il rilascio dei fondi consiste nella contabilizzazione, dopo le prescritte verifiche e compensazioni, della provvista a beneficio del creditore da parte delle *Clearing Houses*. Infine, il regolamento consiste nella liquidazione del pagamento. Per testare l'adempimento dell'obbligazione di pagamento da parte del debitore va fatto riferimento alle due disposizioni contrattuali generalmente incluse nei regolamenti di emissione. La prima, il pagamento è un'obbligazione di risultato, non di mezzi. In base a tale norma, il debitore è responsabile verso il creditore fino al regolamento. In questo senso, la mera trasmissione dell'ordine di pagamento all'agente del debitore non è sufficiente. La seconda, il mancato pagamento non è imputabile al debitore in caso di forza maggiore o impossibilità sopravvenuta. La questione dirimente è se quindi le sanzioni dichiarate da USA, UK e UE e l'estromissione della Russia dal sistema interbancario di trasmissione ordini SWIFT costituisca impossibilità sopravvenuta ad adempiere a causa di forza maggiore.

### 3.1. L'imposizione di sanzioni costituisce causa di forza maggiore ...

Nelle giurisdizioni di *common law*, l'imposizione di sanzioni internazionali è causa di forza maggiore, in presenza di una clausola contrattuale di *force majeure*, oppure, in mancanza di una stipulazione espresa, provoca impossibilità sopravvenuta ad adempiere il contratto causa illegalità della prestazione - le sanzioni sono adottate con legge penale e la violazione delle medesime costituisce reato.

In UK, il principio è stato stabilito nel caso *Lebeaupin v. Crispin*. Nel pronunciarsi in merito ad un contratto di compravendita, il giudice McCardie osservò che "ogni diretta interferenza legislativa o amministrativa è ovviamente compresa nel concetto [di forza maggiore]. Ad esempio: un embargo".<sup>19</sup> Più

<sup>18</sup> Department of the Treasury, Office of Foreign Assets Control, Russian Harmful Foreign Activities Sanctions Regulations, 31 C.F.R. part 587, General License No. 9A, Authorizing Transactions Related to Dealings in Certain Debt or Equity (2 March 2022), [https://home.treasury.gov/system/files/126/russia\\_gl9a.pdf](https://home.treasury.gov/system/files/126/russia_gl9a.pdf).

<sup>19</sup> *Lebeaupin v. Crispin* [1920] 2 KB 714.

di recente, proprio le sanzioni contro la Russia, il pacchetto introdotto dopo l'annessione illegale della Crimea nel 2014, hanno costituito oggetto di giurisprudenza sul punto. In *Lamesa v. Cynergy*, avente ad oggetto un contratto di finanziamento tra un investitore ed una banca, la Corte d'Appello d'Inghilterra ha stabilito che le sanzioni previste dall'art. 5(b) dello *US Ukraine Freedom Support Act 2014* e dal Regolamento UE (EC) 2271/96 costituiscono causa di forza maggiore e giustificano l'inadempimento contrattuale da parte della banca.<sup>20</sup> Ancora più rilevante per la questione in oggetto è il caso *Banco San Juan v. Petroleos de Venezuela S.A.* avente ad oggetto, come *Lamesa*, un contratto di finanziamento. Quando PDVSA fu direttamente sottoposta a sanzioni da parte degli USA, si presentò all'Alta Corte di Londra sostenendo che, essendo un soggetto bloccato dalle sanzioni USA, tutte le sue attività commerciali erano soggette a sanzioni. Secondo PDVSA, sulla base del precedente *Lamesa*, la clausola 7.03 del contratto di finanziamento giustificava la sospensione del ripagamento del prestito per il periodo di durata delle sanzioni.<sup>21</sup> La Corte respinse il caso di PDVSA dichiarando che l'attore era tenuto a effettuare il pagamento a BSJI nonostante le sanzioni USA. La Corte decise che la caratterizzazione della clausola 7.03 del contratto di finanziamento da parte di PDVSA non era corretta. La clausola 7.03 era un *negative pledge*, non un *covenant*. Un *negative pledge* è una stipulazione a beneficio del solo creditore e solo il creditore può scegliere di rinunciarvi. In altri termini, un *negative pledge* non può essere esperito come difesa dal debitore per giustificarne l'inadempimento.<sup>22</sup>

In USA, le considerazioni sono analoghe. Di recente, il caso *Castor Petroleum v. Petroterminal de Panama*, ha dato occasione alla Corte d'Appello di New York di confermare la sentenza di un tribunale distrettuale in base alla quale il sequestro da parte di un tribunale panamense del petrolio dell'attore esonerava il convenuto dall'obbligo di eseguire un contratto di trasporto e stoccaggio del petrolio. Nel caso di specie, tuttavia, la clausola di forza maggiore sollevava espressamente il convenuto dai suoi obblighi nel caso in cui la prestazione fosse stata impedita da "embargo o interventi governativi o altri eventi o circostanze simili o dissimili".<sup>23</sup> In assenza di una clausola di forza maggiore espressa, l'ina-

<sup>20</sup> *Lamesa Investments Ltd v Cynergy Bank Ltd* [2020] EWCA Civ 281.

<sup>21</sup> *Banco San Juan v. Petroleos de Venezuela S.A.* [2021] 2 All E.R. (Comm) 590. V. il commento di Miranda Hearn, *Recent UK Case Studies: The Impact of US Sanctions on the Contractual Right to Withhold Payment and Key Compliance Takeaways* [Recenti casi di studio UK: L'impatto delle sanzioni USA sul diritto contrattuale a sospendere il pagamento e lezioni di pratiche di compliance], ASSOCIATION OF CERTIFIED SANCTIONS SPECIALISTS (18 Dicembre 2020), <https://sanctionsassociation.org/recent-uk-case-studies-the-impact-of-us-sanctions-on-the-contractual-right-to-withhold-payment-and-key-compliance-takeaways/>.

<sup>22</sup> *Id.*

<sup>23</sup> *Castor Petroleum v. Petroterminal de Panama*, 107 A.D.3d 497, 498, 968 N.Y.S.2d 435, 498 (1st Dep't 2013).

dempimento può essere scusato in base alla dottrina dell'impossibilità quando la prestazione è stata resa illegale da un successivo cambiamento di legge.<sup>24</sup> Un noto giurista di New York ha spiegato che "[l]a dottrina dell'impossibilità può fornire una difesa quando un'azione governativa imprevista impedisce l'esecuzione di un contratto".<sup>25</sup>

Quando le sanzioni rendono espressamente illegale la sostanza di una transazione o le relazioni contrattuali con specifiche controparti, le Corti USA sono riluttanti a far eseguire i contratti.<sup>26</sup> Per esempio, un tribunale della California ha respinto le richieste dei querelanti contro i loro partner commerciali che non avevano rispettato un accordo per produrre computer in Iran perché l'accordo violava le sanzioni statunitensi contro l'Iran.<sup>27</sup> In base allo stesso principio, la Corte d'Appello Federale per il 2° Circuito ha ritenuto che una compagnia petrolifera nazionale iraniana non poteva far valere un contratto per la consegna di prodotti chimici da parte di un intermediario americano perché il suo accordo era illegale ai sensi di un embargo statunitense, noto alla società iraniana.<sup>28</sup>

### 3.2. ... Ma le Corti di giustizia chiedono le "mani pulite".

Il noto brocardo "he who comes into equity must come with clean hands" [colui il quale viene a chiedere giustizia secondo equità deve presentarsi con le mani pulite] ha servito il sistema giudiziario di *common law* per più di 300 anni.<sup>29</sup>

Secondo il principio in vigore nelle giurisdizioni di *common law*, l'esonero dagli obblighi contrattuali a titolo di forza maggiore o impossibilità sopravvenuta non è disponibile quando una parte è in difetto o ha, in qualche modo, contribuito alle circostanze che hanno portato alla crisi contrattuale.

Il principio è anzi ancora più antico. E' originato in età tardo-giustiniana. *Ex dolo malo non oritur actio*

<sup>24</sup> *Kel Kim Corp. v. Cent. Markets, Inc.*, 70 N.Y.2d 900, 902, 519 N.E.2d 295, 296 (1987).

<sup>25</sup> *Banks, New York Contract Law § 20:8* citing *RW Holdings, LLC v. Mayer* (2016).

<sup>26</sup> MORGAN LEWIS, UKRAINE-RELATED SANCTIONS: CONTRACTS DISPUTES UNDER BUSINESS AGREEMENTS GOVERNED BY US LAW [Sanzioni relative all'Ucraina: Dispute legali nei contratti commerciali governati dal Diritto USA] (Marzo 2020), <https://www.morganlewis.com/-/media/files/publication/morgan-lewis-title/white-paper/2022/ukraine-related-sanctions-contract-disputes-under-business-agreements-governed-by-us-law.pdf>.

<sup>27</sup> *Kashani v. Tsann Kuen China Enter. Co.*, 118 Cal. App. 4th 531, 547, 13 Cal. Rptr. 3d 174, 185 (2004).

<sup>28</sup> *Nat'l Petrochemical Co. of Iran v. M/T Stolt Sheaf*, 930 F.2d 240, 243 (2d Cir. 1991).

<sup>29</sup> T. Leigh Anenson, *Announcing the 'clean hands' doctrine* [Annunciando la dottrina delle 'mani pulite'], UC DAVIS L. REV., Vol. 51, 1827-1890, 1847 (2018).

è una massima latina che significa “nessun diritto di azione può avere la sua origine nella frode”. Nessun tribunale presterà il suo aiuto a un attore che fonda la sua azione legale su un atto immorale o illegale. Col tempo, la massima si è evoluta nella regola che le Corti di giustizia non sosterranno un'azione legale che nasce dalla turpitudine morale dell'attore o dalla sua violazione della legge interna o internazionale.<sup>30</sup>

Per questa ragione, per quanto riguarda l'UK, la dottrina delle “mani pulite” costituisce giustizia secondo equità (*equity*). T. Leigh Anenson (University of Maryland) riporta che il *Barrister* inglese Richard Francis formulò una dottrina delle “mani pulite” in un lavoro del 1728.<sup>31</sup> Anenson spiega che la teoria fu codificata per via giurisprudenziale dal Lord Chief Baron Eyre, Baron Hotham alla fine del XVIII secolo: “The doctrine of contribution amongst sureties is not founded in contract, but is the result of general equity on the ground of equality of burthen and benefit” [La dottrina della contribuzione tra fideiussori non è fondata in via contrattuale, ma è il risultato della giustizia secondo equità basata sulla uguaglianza di onere e beneficio].<sup>32</sup>

La dottrina delle “mani pulite” non è, però, una valutazione moralistica astratta. Essa deve riferirsi a circostanze rilevanti per la risoluzione di un caso in giudizio. Affinché la difesa delle mani impure possa operare, la scorrettezza imputabile alla parte in difetto deve avere una relazione immediata e necessaria con la pronuncia secondo equità chiesta in Corte. In *Dering v. Earl of Winchelsea*, Dering, il Conte e Rouse erano garanti in solido per un'obbligazione del fratello di Dering. Quando questi fu inadempiente, Dering pagò il debito, ma cercò di recuperare dagli altri due fideiussori. I due eccepirono che Dering aveva traviato il debitore, incoraggiandolo a giocare d'azzardo. La Corte argomentò che le “mani pulite” non precludono la depravazione personale del debitore. Le “mani pulite” non costituiscono una valutazione moralistica indipendente dal *petitum*, ma si riferiscono a circostanze giuridiche applicabili direttamente ai fatti sotto giudizio. Il debitore, ritenne la Corte, era il responsabile della sua perdita, non Dering, e Dering poteva recuperare dai garanti in solido *pro quota*.<sup>33</sup> In tempi recenti, il caso *J. Lauritzen v. Wijismuller* ha reiterato la dottrina: “La parte che eccepisce la difesa non deve aver contribuito alle

<sup>30</sup> *Ex dolo malo actio non oritur*, LAW TIMES JOURNAL (1 ottobre 2019), <https://lawtimesjournal.in/ex-dolo-malo-actio-non-oritur/>.

<sup>31</sup> *Id.*, con riferimento a RICHARD FRANCIS, MAXIMS OF EQUITY 6 (Richmond: Sheppard and Pollard Printers, 1<sup>st</sup> Am. Ed. 1823)(1728)(Second maxim).

<sup>32</sup> *Dering v. Earl of Winchelsea* [1787] 1 Cox 319, 29 ER 1184.

<sup>33</sup> *Dering*, *supra* nota 32.

circostanze che hanno causato la presunta impossibilità".<sup>34</sup>

Per quanto riguarda gli USA, la Corte Suprema ha adottato la dottrina fin dagli albori della sua storia.<sup>35</sup> Già nel 1831, la SCOTUS scriveva che le condizioni di esercizio della difesa delle "mani pulite" erano "ben note".<sup>36</sup>

In tempi recenti, le Corti USA hanno consistentemente applicato la dottrina delle "mani pulite" contro parti che hanno causato o hanno contribuito alle condizioni che hanno portato all'imposizione di sanzioni, in particolare contro imprese statali la condotta del cui governo madre ha portato alle sanzioni USA. In un caso proprio in materia di sanzioni ritorsive, il 5° Circuito ha rifiutato di consentire alla compagnia petrolifera statale iraniana di evitare una clausola di forza maggiore in sede di arbitrato, perché la società, come parte del governo iraniano, "è responsabile di aver creato la catena di eventi che rendono impossibile per un'entità americana partecipare all'arbitrato iraniano come richiesto dall'accordo".<sup>37</sup>

Come in UK, anche in USA una condotta generale immorale o corrotta non è sufficiente a garantire l'applicazione della dottrina delle "mani pulite". Per prevalere, una parte deve dimostrare che il suo avversario si è impegnato in un comportamento iniquo che è collegato direttamente all'oggetto della controversia.<sup>38</sup>

### **3.3. La clausola di forza maggiore e la difesa di impossibilità sopravvenuta non sono esperibili dalla Russia.**

Nel caso in esame, è ragionevole sostenere che la Russia non possa invocare né la clausola di forza maggiore, maldestramente redatta nei regolamenti di emissione post-2018, né la scusante dell'impossibilità sopravvenuta. Mosca ha infatti contribuito al sorgere dell'impossibilità attraverso una condotta illegale, contraria agli obblighi contratti in diritto internazionale. Nello Statuto dell'ONU, infatti, non solo è manifestamente vietato l'uso unilaterale della forza armata e dunque, la guerra, ma anche la minaccia di essa e in generale dell'uso della forza (artt. 2, 4), ad eccezione delle azioni collettive militari messe

<sup>34</sup> *J. Lauritzen A.S. v. Wijsmuller B.V. (The Super Servant Two)* 1990, 1 Lloyd's Rep. 1, 8.

<sup>35</sup> *V. Talbot v. Jansen*, 3 U.S. 133 (1795).

<sup>36</sup> *Cathcart v. Robinson*, 30 U.S. 264, 276 (1831).

<sup>37</sup> *Nat'l Iranian Oil Co. v. Ashland Oil, Inc.*, 817 F.2d 326, 333 (5th Cir. 1987).

<sup>38</sup> *Glossary: Unclean Hands Doctrine*, THOMPSON REUTERS PRACTICAL LAW, [https://content.next.westlaw.com/6-521-9533?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true](https://content.next.westlaw.com/6-521-9533?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true).

in atto dal Consiglio di Sicurezza delle Nazioni Unite.<sup>39</sup> In mancanza di una risoluzione del CdS, le azioni della Russia violano pertanto il diritto internazionale.

Date le circostanze, presumibilmente, se la Russia invocasse la clausola di forza maggiore o la difesa dell'impossibilità sopravvenuta per giustificare il pagamento in RUB delle obbligazioni emesse antecedentemente al 2018, perderebbe il caso in Corte e si troverebbe in stato di default sul debito pubblico.

Esistono poi degli ulteriori profili che contribuiscono all'interessante caso. Nei regolamenti di emissione, Mosca non ha rinunciato all'immunità sovrana. Nella pratica internazionale, molti Stati - per non pregiudicare la propria facilità di accesso ai mercati internazionali - rinunciano all'immunità sovrana, ma delegano contestualmente la risoluzione di controversie aventi ad oggetto il debito pubblico a collegi arbitrali, attraverso la stipulazione di una clausola arbitrale. La Russia ha invece respinto la rinuncia all'immunità sovrana, lasciando che le proprie obbligazioni siano soggette al diritto inglese. Da un lato, questo significa che le Corti inglesi non hanno giurisdizione sulla Russia e non possono chiamarla in giudizio. La Russia non può quindi essere obbligata al pagamento, sebbene possa essere dichiarata in default. Dall'altro lato, la mancanza di giurisdizione *in personam* tuttavia non pregiudica l'esistenza della giurisdizione *in rem*. Le Corti inglesi possono di conseguenza porre sotto sequestro beni russi eventualmente presenti in UK, anche se non tutti, ma soltanto quelli non coperti dalla Convenzione di Vienna sulle relazioni diplomatiche del 18 aprile 1961. I beni in UK delle società di Stato, ad esempio Gazprom o VTB, potrebbero quindi venire sottoposti a sequestro.

#### **4. Le implicazioni delle sanzioni sul sistema finanziario internazionale.**

L'esito del caso in esame ha due implicazioni sul sistema finanziario internazionale, una positiva, l'altra negativa per i creditori.

La prima implicazione è positiva. La dichiarazione di default da parte di una Corte di giustizia o del *De terminations Committee* dell'ISDA farebbe scattare la protezione sul debito russo stipulata nei CDS. Il ricordo del default Russo del 1998 è ancora vivo nella storia economica. La decisione shock di Mosca di svalutare il rublo e di ripudiare il debito pubblico amplificò lo *spillover* globale della crisi finanziaria asiatica e si propagò attraverso i mercati finanziari, portando al quasi-fallimento del hedge fund americano Long-Term Capital Management, gestito dal premio Nobel Myron Scholes, e al suo salvataggio da parte

<sup>39</sup> V. Charter of the United Nations, signed in San Francisco, 1945.

di un consorzio di banche, sotto la regia della FED di New York, per evitare la perdita di USD 100 miliardi nel mercato dei derivati.<sup>40</sup> Ma oggi si proietta un film diverso. Secondo le stime di JPMorgan rilanciate dall'Agenzia *Reuters*, i CDS emessi ammontano a poco più di USD 6 miliardi.<sup>41</sup> Un eventuale default Russo non presenta rischio sistemico. L'esposizione agli attivi Russi da parte del mercato dei capitali internazionale è limitata, da quando gli investitori internazionali hanno rivalutato il rischio Paese dopo l'annessione illegale della Crimea nel 2014.<sup>42</sup> Più di recente, l'offensiva in Ucraina ha innescato un *repricing* del debito; i bond vengono scambiati ad una frazione del nozionale, con valutazioni danneggiate in parte dalle vendite forzate dopo l'esclusione dei bond Russi dagli indici obbligazionari.<sup>43</sup>

La seconda implicazione è negativa. In presenza della *fallback option* nel debito emesso dopo il 2018, le sanzioni alla Russia danneggiano i creditori. Le sanzioni rendono impraticabile la riconversione dei RUB ricevuti in pagamento di capitale e interessi sul debito in EUR o USD. Ma c'è di più. Le sanzioni che impediscono la negoziazione delle obbligazioni sovrane della Russia da parte degli intermediari finanziari in USA, UK e UE rendono impossibile ai detentori di bond la *delivery* delle obbligazioni in default alla controparte del CDS, e a quel punto, questa può sollevare l'eccezione di inadempimento e rifiutare di onorare il contratto assicurativo.

Secondo Amiyatosh Purnanandam (University of Michigan) esistono ulteriori effetti negativi, tanto a breve termine quanto potenzialmente strutturali. L'aumento dell'incertezza - spiega Purnanandam - si trasferisce al premio per il rischio nelle classi di attivo azionarie e obbligazionarie e dunque il *cost of*

40 MARDI DUNGEY ET AL., INTERNATIONAL CONTAGION EFFECTS FROM THE RUSSIAN CRISIS AND THE LCTM NEAR-COLLAPSE [L'effetto contagio internazionale della crisi Russa e il semi-fallimento di LCTM], IMF Working Paper, WP/02/74, Aprile 2002.

41 *Credit derivatives panel asked to decide whether Russia may have repudiated debt* [La commissione derivati sul credito chiamata a decider se la Russia ha ripudiato il debito], REUTERS (11 Marzo 2022), <https://www.reuters.com/markets/funds/credit-derivatives-panel-asked-decide-whether-russia-may-have-repudiated-debt-2022-03-11/>.

42 Mark Kolakowski, *U.S. Banks See Limited Impact From Sanctions on Russia* [Le banche USA vedono poco impatto dalle sanzioni alla Russia], INVESTOPEDIA (23 Febbraio 2022), <https://www.investopedia.com/us-banks-see-limited-impact-from-sanctions-on-russia-5219964>.

43 Tommy Stubbington and Robin Wigglesworth, *What to expect as Russia warns of historic debt default* [Cosa aspettarsi se la Russia annuncia uno storico default sul debito], FINANCIAL TIMES (15 Marzo 2022), <https://www.ft.com/content/9ed033f2-aaa4-4cce-974d-78592a3075af>. V. *Impact of Recent Sanctions on Russian Government Bonds and Issuers on FTSE Fixed Income Indices* [Impatti delle recenti sanzioni contro il governo e gli emittenti di obbligazioni Russe sugli indici obbligazionari FTSE], FTSE RUSSELL (28 Febbraio 2022), <https://research.ftserussell.com/products/index-notices/home/getnotice/?id=2603466>.

*funding* di imprese e governi cresce.<sup>44</sup> Inoltre, le sanzioni sono inflattive; i prezzi dell'energia, ad esempio, già prezzano le incertezze future.<sup>45</sup> Nel breve termine, le sanzioni riducono la capacità Russa di finanziare la guerra, ma nel lungo termine possono alterare l'ordine finanziario globale: le misure adottate da USA, UK e UE hanno un'alta capacità di deterrenza contro future crisi geopolitiche, ma per contro incentivano le banche centrali e i governi a diversificare la base di riserve in valuta verso altre divise, ad esempio, il renminbi cinese.<sup>46</sup>

Infine, le sanzioni accelerano lo sviluppo della tecnologia blockchain e delle cripto-valute, le quali permettono di condurre transazioni finanziarie bypassando gli intermediari istituzionali, i quali sono delegati all'applicazione delle sanzioni, costruendo un'alternativa all'uso del dollaro negli scambi internazionali. Se le transazioni in bitcoin o ethereum sono ormai soggette a meccanismi di trasparenza, esiste un mercato in continuo sviluppo ed evoluzione di nuove di cripto-valute, anche *ad hoc*, che valida le previsioni di Friedrich von Hayek in tema di concorrenza tra valute di Stato e valute private.<sup>47</sup>

## 5. Conclusioni.

La Russia è tenuta a ripagare il debito pubblico pendente emesso antecedentemente al 2018 nella valuta di denominazione. L'impossibilità ad adempiere a causa di *force majeure* o di impossibilità sopravvenuta non rileva. Tale difesa non è esperibile in quanto l'insorgere della causa di forza maggiore o dell'impossibilità sopravvenuta è stato determinato da un comportamento non legale del debitore. In tali circostanze, il pagamento in RUB costituisce default sul prestito e origina un *event of default* nel mercato dei CDS.

Le conclusioni sono diverse nel caso di debito pubblico emesso successivamente al 2018. Tale stock di debito può essere ripagato in RUB. Il *Determination Committee* dell'ISDA ha deliberato che l'eventualità del pagamento in RUB non origina un *event of default* e non attiva l'assicurazione sull'obbligazione sottostante protetta.

Tuttavia, in presenza della *fallback option* nel debito emesso dopo il 2018, le sanzioni alla Russia dan-

---

<sup>44</sup> *Financial sanctions against Russia will create wide-ranging impact*, MICHIGAN NEWS (3 Marzo 2022), <https://news.umich.edu/financial-sanctions-against-russia-will-create-wide-ranging-impact/>.

<sup>45</sup> Id.

<sup>46</sup> Id.

<sup>47</sup> FRIEDRICH VON HAYEK, *THE DENATIONALISATION OF MONEY* (1976).

neeggiano i creditori più che il debitore. Le misure decretate da USA, UK e UE rendono impraticabile la riconversione dei RUB ricevuti in pagamento di capitale e interessi sul debito in EUR o USD. Inoltre, il divieto di negoziazione delle obbligazioni sovrane della Russia da parte degli intermediari finanziari rendono impossibile ai detentori di bond la *delivery* delle obbligazioni in default alle controparti dei CDS.

Infine, sebbene possiedano un'alta capacità di deterrenza contro future crisi geopolitiche, nel lungo periodo, le sanzioni possono produrre un'alterazione dell'ordine finanziario globale, spingendo le banche centrali a diversificare le riserve in valuta e accelerando lo sviluppo della cripto-finanza.

Le crisi internazionali sono situazioni di difficile gestione. Esse provocano tensioni sulla politica, sull'economia e sull'ordine sociale. Nessuno possiede la soluzione pronta o la ricetta in tasca. Ciò nonostante, le sanzioni sono un'arma a doppio taglio e vanno maneggiate con cura e perizia.

**SOMMARIO**[\*]: 1. Premessa. - 2.- I vincoli di forma prescritti dall'art. 23 TUF e il difetto di sottoscrizione nel contratto quadro. - 3. L'evoluzione del formante giurisprudenziale in tema di forma dei contratti di investimento. - 4. Gli itinerari argomentativi della Prima Sezione civile della Corte di Cassazione sul ruolo svolto dal formalismo negoziale di protezione nei contratti del mercato finanziario. - 5. Il decum delle Sezioni Unite e lo scopo di protezione della forma scritta ad substantiam nei contratti del mercato finanziario. La "ragionevolezza" della decisione. -5.1 Segue: la ratio dell'art. 23 TUF- 5.2 Segue. Il ruolo della sottoscrizione del contratto di investimento

## 1. Premessa

Nell'ultimo decennio, specie a seguito dei noti scandali finanziari dovuti al collocamento dei *bond* argentini e all'insolvenza dei gruppi delle società Cirio e Parmalat, il contenzioso nel settore dei servizi di investimento, per asserita violazione delle regole di trasparenza e di condotta imposte agli intermediari finanziari nella prestazione di servizi in favore della clientela, ha assunto dimensioni via via crescenti.

Nel contenzioso evocato è emerso, in più occasioni, il problema del raccordo fra disciplina speciale dell'intermediazione finanziaria e la disciplina generale contenuta nel codice civile, costringendo la dottrina e la giurisprudenza a tornare su istituti classici del diritto civile, al fine di operarne una rilettura alla luce delle rilevanti innovazioni che la normativa di matrice europea ha apportato alla disciplina dei rapporti fra privati. Ne è seguito un generale ripensamento di intere categorie concettuali appartenenti alla tradizione.

Uno dei temi su cui si è concentrata maggiormente l'attenzione degli interpreti e degli operatori del diritto è quello della forma dei contratti relativi alla prestazione di servizi di investimento, essendosi affermato nel Testo Unico della Finanza il cosiddetto neo formalismo contrattuale, con funzione protettiva del cliente, e, più specificatamente, informativa<sup>1</sup>. Il legislatore, infatti, indotto a ciò dal sopravvenire della legislazione di matrice europea, ha imposto sempre più frequentemente l'osservanza di specifici vincoli formali nella conclusione dei contratti del mercato finanziario, in attuazione di una strategia di protezione del cliente tutta incentrata, almeno originariamente, sul dualismo informazio-

\* Il presente saggio è destinato al volume collettaneo degli studi in onore di Sabino Fortunato.

1 S. FORTUNATO, *Informazione e attività bancaria: l'evoluzione dei paradigmi*, in *Dir. banca merc. Fin.*, 4/2018, 85 ss.

ne-formalismo. Chiaramente consapevole, infatti, della asimmetrica distribuzione delle informazioni finanziarie tra datori e prenditori di risparmio, il legislatore ha concepito la forma imposta nei contratti del mercato finanziario come un necessario e utile strumento per riequilibrare la disuguaglianza sistemica che ontologicamente connota il rapporto tra i soggetti abilitati e la parte cognitivamente più debole del rapporto, al fine di assicurare a quest'ultima l'esercizio il più possibile consapevole della libertà contrattuale.

In questo contesto, dunque, la forma negoziale ha finito per assumere connotati eminentemente "protettivi", in una prospettiva che si discosta dalla logica del sistema codicistico, in cui il formalismo è previsto, come è noto, per lo più, per contratti aventi ad oggetto diritti su beni immobili ed è ispirato al principio di parità formale delle parti contraenti.

## **2. I vincoli di forma prescritti dall'art. 23 TUF e il difetto di sottoscrizione nel contratto quadro**

Da alcuni anni, la prassi operativa in uso nel settore dell'intermediazione finanziaria ha sottoposto all'attenzione della giurisprudenza nuove e diverse fattispecie concrete in cui viene in rilievo la forma dei contratti di investimento. In particolare, partendo dalla regola enunciata all'art. 23 TUF, che, come è noto, impone all'intermediario la redazione per iscritto, a pena di nullità, del contratto di investimento e la consegna di un esemplare del contratto stesso al cliente investitore, si è posto il problema di capire se possa ritenersi valido il contratto d'investimento che, benché redatto per iscritto, giacché predisposto unilateralmente dall'intermediario, rechi solo la sottoscrizione del cliente e non anche quella del soggetto abilitato. L'interrogativo, tutt'altro che teorico, è stato originato, come si anticipava, dalla prassi in uso tra gli intermediari finanziari di concludere accordi quadro con la clientela "mediante corrispondenza", ossia attraverso lo scambio di proposta e accettazione di due documenti separati, seppur di identico contenuto<sup>2</sup>. La dichiarazione dell'intermediario, che normalmente riproduce l'intero regolamento contrattuale, opportunamente sottoscritta, è consegnata o spedita al cliente, mentre il modulo, di contenuto identico al primo, contenente la sottoscrizione del cliente, viene trattenuto dall'intermediario. In tal modo, ciascun contraente dispone, a seguito dello scambio documentale, dell'originale sottoscritto dall'altra parte. Il più delle volte, peraltro, il cliente formalmente risulta il proponente dell'iniziativa contrattuale e l'intermediario, che resta, comunque, il predisponente del regolamento negoziale, si riserva di accettare: in siffatta ipotesi, dunque, il contratto firmato dal cliente è

<sup>2</sup> In generale, sui problemi evocati nel testo, cfr. A. RAVAZZONI, *La formazione del contratto*, I (Le fasi del procedimento), Milano, 1974.

indirizzato come proposta contrattuale alla banca, la quale restituisce al cliente medesimo un'accettazione da essa sottoscritta, che riproduce integralmente il contenuto della proposta.

Ed è proprio per effetto di tale prassi che gli intermediari sono stati spesso convenuti nei giudizi promossi dagli investitori – diretti a far dichiarare la nullità del contratto quadro per difetto di sottoscrizione della banca ex art. 23 TUF –, senza avere la possibilità di provare di aver validamente perfezionato l'accordo, dal momento che, disponendo della sola dichiarazione contrattuale sottoscritta dal cliente, si sono spesso ritrovati nella oggettiva impossibilità di dimostrare di aver consegnato al cliente l'accettazione della proposta contrattuale debitamente sottoscritta.

A tal proposito, peraltro, non è inopportuno ricordare che la modalità di conclusione del contratto di investimento mediante corrispondenza è sempre stata considerata dalla giurisprudenza perfettamente lecita e idonea a integrare il requisito di forma richiesto dalla legge<sup>3</sup>, ragion per cui gli intermediari, nel praticarla, non si sono mai posti il problema di cautelarsi contro il rischio di eventuali azioni di nullità per difetto di sottoscrizione del contratto quadro<sup>4</sup>.

Ebbene, in questo contesto, si è posto il problema di comprendere se la sottoscrizione dell'intermediario, al pari di quella dell'investitore, debba ritenersi davvero necessaria per la validità del contratto

---

<sup>3</sup> La conclusione del contratto mediante scambio documentale è stata tralaticciamente ritenuta valida dalla giurisprudenza, la quale ha ripetutamente affermato che, ai fini della sussistenza del requisito della forma scritta *ad substantiam*, non occorre che la volontà negoziale sia manifestata dai contraenti contestualmente e in un unico documento, dovendosi ritenere il contratto perfezionato anche qualora le sottoscrizioni siano contenute in documenti diversi, anche cronologicamente distinti, qualora il secondo documento risulti inscindibilmente collegato al primo, in modo tale da evidenziare inequivocabilmente la formazione dell'accordo. Cfr., *ex multis*: Cass., 29 gennaio 2014, n. 1980, in *Guida dir.*, 2014, 15, 82; Cass., 21 agosto 2012, n. 14584 n. 14584, *ivi*, 2012, 44, 68; Cass., 13 febbraio 2007, n. 3088, in *Mass. Giust. Civ.*, 2007, 2; Cass., 23 dicembre 2004, n. 23966, in *Mass. Giust. Civ.*, 2005, 1; Cass., 18 luglio 1997, n. 6629, in *Giust. civ.*, 1997, 1240; Cass., 13 luglio 1993, n. 7747; Cass., 18 luglio 1992, n. 12819, in *Mass. Giust. Civ.*, 1992, 12. Anche la dottrina non ha mancato di riconoscere la non necessaria contestualità delle dichiarazioni negoziali: cfr. C.M. BIANCA, *Diritto civile*, 3, *Il contratto*, Milano, 1987, p. 293; G. MIRABELLI, *Del contratto in generale*, in *Commentario del codice civile*, Torino, 1980, p. 93; D. RUBINO, *La compravendita*, in *Tratt. dir. civ. e comm.*, diretto da A. CICU-F. MESSINEO, 1962, XXIII, p. 272 ss.; F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, II, 1, *Le obbligazioni e i contratti*, 1993, p. 218; M. GIORGIANNI, *Forma degli atti (dir. priv.)*, in *Enc. dir.*, XVII, Milano, 1968, p. 1005.

<sup>4</sup> La diffusione della prassi di concludere i contratti di investimento mediante corrispondenza risponde, com'è intuibile, a un'esigenza di dinamismo delle contrattazioni nel mercato finanziario, se si considera che la possibilità di garantire, su larga scala, la simultanea presenza delle parti al momento della sottoscrizione di ogni singolo contratto di investimento finirebbe per compromettere sensibilmente la speditezza dei traffici. Il problema che, semmai, in tali circostanze viene in rilievo è la necessità per l'intermediario di precostituirsi una prova (documentale) dell'avvenuta conclusione del contratto, nelle ipotesi in cui non si sia preoccupato di "cautelarsi" trattenendo una copia dell'esemplare consegnato al cliente.

di investimento. Sul tema, tuttavia, l'atteggiamento della giurisprudenza di legittimità non è apparso univoco, essendosi formati nel corso degli anni due contrapposti orientamenti. Il primo, più risalente nel tempo, che ammette la validità del contratto quadro monofirma, l'altro, più rigoroso, che sanziona con la nullità il contratto quadro non recante la sottoscrizione dell'intermediario<sup>5</sup>.

### 3. L'evoluzione del formante giurisprudenziale in tema di forma dei contratti di investimento

Nel più risalente orientamento interpretativo evocato, la Cassazione ha ritenuto valido il contratto monofirma, valorizzando, anzitutto, la pacifica e continuativa esecuzione del contratto quadro, ritenuta, di per sé, in grado di superare il vizio formale<sup>6</sup>. Per puntellare tale conclusione, il Supremo Collegio, ha

5 Nella giurisprudenza di merito il contrasto è apparso più evidente. Per l'orientamento meno formalista, che ammette la validità del contratto quadro sottoscritto dal solo investitore, cfr., *ex multis*, Trib. Modena 12 aprile 2017, n. 2017; Trib. Bergamo 11 gennaio 2017, n. 26; App. Milano, 28 marzo 2017, n. 1288; Trib. Cuneo 19 agosto 2016, n. 782; Trib. Mantova 16 febbraio 2016; Trib. Rimini 3 marzo 2016; App. Venezia, 15 giugno 2016, n. 1377, in *Foro pad.*, 424 ss.; Trib. Catania 27 gennaio 2015, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, II, p. 17; Trib. Messina 8 maggio 2015; App. Venezia, 28 luglio 2015, tutte consultabili su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Milano 12 novembre 2013, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2014, p. 814 ss.; Trib. Milano 21 febbraio 2012, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); App. Torino, 16 marzo 2012, *ivi*; Trib. Monza 13 maggio 2012, *ivi*; Trib. Novara 19 luglio 2012, *ivi*; Trib. Venezia 7 dicembre 2012, *ivi*; Trib. Roma 4 febbraio 2011, *ivi*; Trib. Novara 30 settembre 2011, in [www.novaiuris.it](http://www.novaiuris.it); Trib. Milano 16 novembre 2011, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Torino 23 novembre 2009, in *Giur. it.*, 2010, c. 605; Trib. Novara 2 novembre 2010, *ivi*, 2010, 606) Trib. Milano 27 febbraio 2008, n. 2591; Trib. Biella, 13 gennaio 2010; Trib. Arezzo 23 dicembre 2010; Trib. Novara 2 novembre 2009, in *Giur. it.*, 2010, p. 601 ss. Per l'orientamento più rigoroso, che considera il contratto quadro privo della sottoscrizione della banca nullo, cfr. App. Bologna, 13 gennaio 2017, n. 89, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Appello di Milano 19 aprile 2017, n. 1680, *ivi*; Trib. Napoli 24 febbraio 2015, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, II, p. 16; Trib. Napoli 22 gennaio 2015, *ivi*, p. 17; App. Bologna, 14 maggio 2015; Trib. Rimini ord. 2 febbraio 2012, *ivi*; Trib. Rimini 2 luglio 2012, in *Contratti*, 2012, p. 829; Trib. Parma 4 maggio 2011, in *Giur. it.*, 2012, I, p. 315, con nota di M. Ticozzi, *Il contratto con forma: la mancanza di sottoscrizione di una parte e la confessione dell'altra. Sentenze di merito contro un'inedita sentenza della Cassazione*; App. Torino, 23 dicembre 2011, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Torino 5 gennaio 2010, *ivi*; Trib. Trento 22 gennaio 2010, *ivi*; Trib. Torino 5 febbraio 2010, *ivi*; Trib. Padova 11 febbraio 2010, *ivi*; Trib. Rimini 4 marzo 2010, *ivi*; Trib. Modena, 27 aprile 2010, *ivi*; Trib. Rimini 12 ottobre 2010, in *Corr. Merito*, 2011, 2, 19; Trib. Rimini 27 ottobre 2010, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Alba 29 ottobre 2010, *ivi*; Trib. Mondovì 9 novembre 2010, *ivi*; Trib. Mantova 22 gennaio 2009, *ivi*; Trib. Vigevano 16 febbraio 2009, *ivi*; Trib. Mondovì 9 aprile 2009, *ivi*; Trib. Verona 17 aprile 2009, *ivi*; Trib. Modena 17 aprile 2009, *ivi*; Trib. Saluzzo 28 aprile 2009, *ivi*; Trib. Vigevano 8 maggio 2009, *ivi*; Trib. Torino 29 settembre 2009, *ivi*; Trib. Torino 18 dicembre 2009, *ivi*; Trib. Taranto 8 gennaio 2008, *ivi*; Trib. Taranto 25 ottobre 2008, *ivi*; Trib. Venezia 8 novembre 2007, in *Giur. it.*, 2008, p. 2235; Trib. Mantova 13 marzo 2006, in *Corr. mer.*, 2007, p. 2842; Trib. Milano 29 marzo 2006-7 aprile 2006, n. 4360, [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Genova, 18 aprile 2005, *ivi*; Trib. Taranto 6 maggio 2005, *ivi*.

6 Cass., 22 marzo 2012, n. 4564, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Cass., 7 settembre 2015, n. 17740, in [www.dejure.it](http://www.dejure.it).

richiamato il consolidato principio della c.d. formazione giudiziale del contratto<sup>7</sup>, precisando che “la parte che non ha materialmente sottoscritto il contratto, per il quale sia richiesta dalla legge la forma scritta, può validamente perfezionarlo, al fine di farne valere gli effetti contro l’altro contraente sottoscrittore, sia producendo in giudizio, sia manifestando stragiudizialmente alla controparte per iscritto la volontà di avvalersi del contratto”<sup>8</sup>. Secondo questa giurisprudenza, dunque, l’accordo negoziale può ritenersi comunque perfezionato per effetto della produzione in giudizio del contratto solenne ad opera del contraente non firmatario, consentendo così ad un’attività meramente processuale, qual è appunto la produzione in giudizio del documento contrattuale, di produrre l’effetto sostanziale della conclusione del contratto. Così argomentando, tuttavia, questa giurisprudenza mostra di non considerare che la funzione tipica del processo è quella di accertare e tutelare diritti già sorti legittimamente<sup>9</sup> e che il momento perfezionativo del contratto dovrebbe costituire l’antecedente logico dell’attività processuale.

Negli arresti interpretativi successivi, la Corte di Cassazione ha modificato la propria esegesi, trovando assolutamente insoddisfacente il richiamo alla fase esecutiva del contratto e al principio secondo cui la mancata sottoscrizione di una scrittura privata può essere supplita dalla produzione in giudizio del documento stesso da parte del contraente non firmatario. Quest’ultima prospettazione, in particolare, non è apparsa persuasiva, prestando il fianco a condivisibili rilievi, poiché l’applicazione del suddetto principio alla complessa operazione negoziale nascente dal contratto quadro consentirebbe, al più, il perfezionamento del contratto con efficacia *ex nunc* – ossia dal momento della produzione in giudizio

7 Cfr. U. BRECCIA, *La forma*, in C. Granelli (a cura di), *Formazione*, in *Tratt. Roppo*, Milano, 2006, p. 687, che fa risalire agli anni 20 del secolo scorso il diffuso orientamento secondo il quale l’esibizione in giudizio di una scrittura privata, che riveste il contenuto di un contratto formale che risulti tuttavia sottoscritto soltanto dalla parte convenuta, integra, anche in difetto della sottoscrizione della parte attrice, gli estremi della forma prescritta dalla legge sotto pena di nullità, con due limiti soltanto: che chi ha sottoscritto la dichiarazione contrattuale prodotta in giudizio non l’abbia nel frattempo espressamente revocata; che costui sia ancora in vita (la dichiarazione unilaterale sottoscritta non è opponibile agli eredi del firmatario defunto).

8 Così testualmente Cass., 7 settembre 2015, n. 17740, cit.

9 È questa, del resto, la principale obiezione che la dottrina ha sollevato in merito alla ammissibilità del principio della formazione giudiziale del contratto. A tal proposito non si è mancato di evidenziare che il suddetto principio mal si concili con la funzione tipica del processo, che è quella di accertare e tutelare diritti legittimamente sorti in precedenza, non consentendo, invece, la creazione di nuovi diritti. Cfr., sul punto, G. STOLFI, nota a Cass., 26 febbraio 1937, n. 560, in *Foro it.*, 1937, c. 844; D. BARBERO, *Sulla produzione in giudizio di scrittura privata non sottoscritta*, in *Foro pad.*, 1951, p. 1251 ss.; D. RUBINO, *La compravendita*, in A. CICU-F. MESSINEO (diretto da), in *Tratt. Dir. civ. comm.*, 1962, p. 273; U. SODDU, *Forma e formazione del contratto, in particolare della vendita immobiliare*, in *Riv. dir. civ.*, 1969, I, p. 585 e V. COLESANTI, *Sulla formazione giudiziale dei contratti solenni*, in *Riv. dir. proc.*, 1964, p. 637 ss., il quale sottolinea che la tesi sostenuta dalla giurisprudenza rischia di trasformare il processo in una sorta di «malcelata e forse anche collusiva contrattazione».

–, non permettendo di sanare l'originario difetto di forma dello stesso, con conseguente impossibilità di ritenere validi tutti gli ordini di acquisto impartiti precedentemente<sup>10</sup>.

Conseguentemente, con una nutrita serie di decisioni, intervenute principalmente nel corso del 2016<sup>11</sup>, si è assistito al consolidamento della soluzione contraria alla validità del contratto firmato solo dall'investitore, statuendosi: (i) la necessità della sottoscrizione del contratto quadro da parte di entrambe le parti contraenti, con conseguente nullità, ex art. 23 TUF, del contratto di investimento sottoscritto dal solo investitore; (ii) la nullità dei successivi ordini di acquisto eseguiti sulla base del suddetto contratto quadro nullo, con conseguente possibilità per gli investitori di impugnare tutte le successive operazioni di investimento rivelatesi infruttuose, ottenendo la restituzione delle somme investite, indipendentemente dalla correttezza e diligenza dell'operato dell'intermediario.

Senonché, tale ultimo consolidato orientamento della giurisprudenza di legittimità, che è stato peral-

---

<sup>10</sup> Anche l'ordinanza interlocutoria della Cassazione n. 10447/2017, come si vedrà, concorda sul fatto che i requisiti di forma imposti dall'art. 23 TUF e dal 117 TUB siano forme necessariamente preventive e che la regola curiale che ammette l'equipollenza tra sottoscrizione preventiva e successiva produzione in giudizio sia da escludersi recisamente, poiché la produzione in giudizio, quando viene a realizzare un equivalente della sottoscrizione, comporta il perfezionamento del contratto *ex nunc* e non *ex tunc*. Questo aspetto era stato evidenziato, ancor prima che il dibattito approdasse alle Sezioni Unite, da G. COTTINO, *La responsabilità degli intermediari finanziari. Un quadro ben delineato: con qualche novità e corollario*, *Giur.it*, 2010, p. 608.

<sup>11</sup> Il filone interpretativo che ritiene nullo il contratto quadro non sottoscritto della banca è stato inaugurato da Cass., 24 marzo 2016, n. 5919, in *Corr. giur.*, 2016, p. 1114 ss., con nota di A. TUCCI, *Conclusione del contratto e formalismo di protezione nei servizi di investimento*; in *Contratti*, 2016, p. 1089 ss., con nota di S. GIULIANI, *Nullità del contratto quadro di investimento per difetto di sottoscrizione dell'intermediario e abuso del diritto*; in *Nuova giur. civ. comm.*, 2016, I, p. 1168 ss., con nota di P. GAGGERO, *Dalla nullità relativa alla forma dimidiata?*, in *Nuova giur. civ. comm.*, II, 2018, p. 1220 ss.; Cass., 11 aprile 2016, n. 7068, in *Corriere Giur.*, 2016, 1113; Cass., 27 aprile 2016, n. 8395, in *Corr. giur.*, 2016, 1110; Cass., 19 maggio 2016, n. 10331, in *Guida dir.*, 2016, fasc. 40, 62; Cass., 14 marzo 2017, n. 6559, in *www.ilsocietario.it*; Cass., 3 aprile 2017, n. 8624, in *Contratti*, 2017, 509 ss., con nota di R. LOMBARDI, *L'essenzialità della forma scritta nel contratto di investimento*. Ma, precedentemente, v. anche, Cass., 22 marzo 2013, n. 7283, in *www.ilcaso.it*; Cass. 19 febbraio 2014, n. 3889, in *Rep. Foro it.*, 2014, voce *Intermediazione e consulenza finanziaria*, n. 148;

tro accolto favorevolmente dalla dottrina maggioritaria<sup>12</sup>, è stato a sua volta dapprima messo in discussione dall'ordinanza interlocutoria n. 10447/2017 della prima sezione civile della Cassazione - che, come si vedrà, ha ipotizzato una diversa lettura dell'art. 23 TUF, tesa a valorizzare la *ratio* della prescrizione formale - e poi definitivamente disatteso dalla Cassazione a Sezioni Unite.

#### **4. Gli itinerari argomentativi della Prima Sezione civile della Corte di Cassazione sul ruolo svolto dal formalismo negoziale di protezione nei contratti del mercato finanziario**

La prima Sezione civile della Corte di Cassazione<sup>13</sup>, come si diceva, ha ritenuto di rimettere al Primo Presidente, per l'eventuale assegnazione alle Sezioni Unite, la questione - ritenuta di particolare impor-

---

<sup>12</sup> Esprime apprezzamento per la soluzione adottata, A. TUCCI, *Conclusioni del contratto e formalismo di protezione nei servizi di investimento*, in *Corr. giur.*, 2016, p. 1118.; P. GAGGERO, *Dalla nullità relativa alla forma dimidiata?*, cit., 1120; ID., *Neoformalismo negoziale di "protezione" e struttura della fattispecie contrattuale*, in *Contr. impr.*, 2016, p. 1463 ss. Viene espressa indirettamente adesione alla soluzione prospettata dalla giurisprudenza in esame, seppur attraverso un commento critico all'ordinanza 27 aprile 2017, n. 10447, anche M. GIROLAMI, *Contratti di investimento non sottoscritti dall'intermediari: la parola alle Sezioni Unite*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, p. 554; ID., *Doppia firma e doppio esemplare nei contratti finanziari*, in *Il caso.it.*, 30 giugno 2017; D. MAFFEIS, *La forma responsabile verso le Sezioni Unite: nullità come sanzione civile per i contratti bancari e di investimento che non risultano sottoscritti dalla banca*, in *Contratti*, 2017, p. 393 ss.; G. LA ROCCA, *La forma informativa ed il potere dell'impresa di comandare il mercato: a margine di Cass., ord., 27 aprile 2017 n. 10447 sul c.d. contratto monofirma*, in *il caso.it.*; G. AFFERNI, *Rimessa alle Sezioni Unite la questione della nullità del contratto di investimento firmato dal solo cliente*, in *Società*, 2017, 11, p. 1243.

<sup>13</sup> Cass., 27 maggio 2017, n. 10447, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, II, p. 535, con note di A. TUCCI, *Una pura formalità. Dalla struttura alla funzione del neo-formalismo contrattuale* e M. GIROLAMI, *Contratti di investimento non sottoscritti dall'intermediario: la parola alle Sezioni Unite*, cit. Cfr., anche, Cass. 17 maggio 2017, 12390, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, p. 828 ss., con nota di U. MALVAGNA, *Nullità di protezione e nullità "selettive". A proposito dell'ordinanza di rimessione alle Sezioni unite n. 12390/2017*, attraverso la quale la stessa Prima Sezione ha sollevato l'ulteriore questione relativa alla possibilità di opporre, da parte dell'intermediario, l'*exceptio doli* per paralizzare la domanda di accertamento "selettivo" della nullità di singole operazioni di investimento dedotta dall'investitore (v., *infra*, cap. III).

tanza<sup>14</sup>, – diretta a stabilire se, a norma dell'art. 23 TUF, il requisito della forma scritta del contratto di investimento debba esigere, accanto a quella dell'investitore, anche la sottoscrizione dell'intermediario (identico dubbio interpretativo sorge per tutti i contratti bancari, ai sensi dell'art. 117 TUB).

Nell'affrontare il tema in discussione, i giudici di legittimità, dopo aver ripercorso le differenti opzioni interpretative adottate nei propri precedenti giurisprudenziali, hanno mostrato chiaramente di propendere per la soluzione meno formalista, soffermandosi proprio sul ruolo svolto dal formalismo negoziale di protezione nei contratti del mercato finanziario e, in genere, nei contratti stipulati tra parti con diversa forza negoziale.

La disciplina della forma nei contratti asimmetrici, secondo il Supremo Collegio, avrebbe, infatti, una *ratio* diversa da quella della forma di matrice codicistica, il cui referente normativo si rinviene nell'art. 1325, n. 4 c.c.

Nel codice civile la forma assurge al rango di elemento costitutivo del contratto solo «quando risulta che è prescritta dalla legge sotto pena di nullità» e risponde tradizionalmente alle esigenze di responsabilizzazione del consenso e di certezza dell'atto nei rapporti sociali; la forma imposta nella disciplina di settore persegue, invece, finalità protettive del contraente debole, essendo richiesta a scopi informativi, e trova, quindi, la sua *ratio* nella necessità di assicurare la corretta trasmissione delle informazioni al cliente, al fine di consentirgli la formazione di un consenso pienamente consapevole alla conclusione del contratto. Conseguentemente, ove risulti raggiunto lo scopo per cui la forma è richiesta, la

---

14 L'ordinanza rinvia alle Sezioni Unite ex art. 374, comma 2, c.p.c. non per dirimere un contrasto tra le sezioni semplici o all'interno della stessa sezione, ma perché è intervenuto un mero mutamento di giurisprudenza della Corte di Cassazione in ordine a una questione ritenuta particolarmente delicata. In proposito non si è mancato di rilevare che la questione rimessa alle SU con l'ordinanza di remissione in esame è indubbiamente di particolare importanza, poiché la Corte di Cassazione si mostra consapevole della delicatezza del tema in discussione e soprattutto dell'impatto impressionante che la soluzione della nullità del contratto monofirma avrebbe sul contenzioso presente e futuro. Cfr., per tali rilievi, D. MAFFEIS, *La forma responsabile verso le Sezioni Unite: nullità come sanzione civile per i contratti bancari e di investimento che non risultano sottoscritti dalla banca*, cit., p. 400, il quale osserva che «Non sfugge, evidentemente, alla Corte di Cassazione, che il contenzioso tra banca e cliente, ove si desse continuità o le Sezioni Unite confermassero la soluzione della nullità già diffusa a sezioni semplici, potrebbe ulteriormente ampliarsi, sia nel senso che il cliente potrebbe recarsi dall'avvocato per impugnare un contratto soltanto perché esso non è sottoscritto dalla banca, sia nel senso che il cliente che si sia recato dall'avvocato per chiedere assistenza, anche giudiziale, per sollevare pretese nei confronti della banca, per un profilo diverso dalla forma (anatocismo, soglia di usura, ecc.), verrebbe a disporre, con il rimedio della nullità per difetto di forma, di un jolly formidabile, che potrebbe usare lui stesso, non consegnando all'avvocato la copia sottoscritta dalla banca. Un jolly che la Corte di Cassazione, con l'ordinanza in commento, dimostra di non essere persuasa di voler distribuire al tavolo da gioco».

sottoscrizione della banca ai fini del valido perfezionamento del contratto di investimento non sarebbe necessaria.

Del resto, la finalità protettiva assoluta dalla forma scritta nella contrattazione di settore sarebbe corroborata dall'espressa previsione – contenuta sempre nell'art. 23 TUF – di una nullità di protezione in caso di sua inosservanza, nullità che opera solo a vantaggio dell'investitore, unico legittimato a decidere se

avvalersi o meno del suddetto rimedio civilistico<sup>15</sup>.

In questa direzione, dunque, il legislatore avrebbe imposto l'obbligo di redigere il contratto di investimento in forma scritta per consentire all'investitore, privo di particolari cognizioni tecniche, di prendere atto della nascita del rapporto – tramite un supporto “visibile” e in grado di indurre alla riflessione – e di conoscere (o quantomeno di essere messo in condizione di conoscere) le condizioni sulla base delle

---

<sup>15</sup> Secondo i giudici della Prima Sezione, l'art. 23 TUF impone all'intermediario l'adozione di una «forma di protezione, la quale, al pari della c.d. nullità di protezione, cui la violazione della stessa conduce, è volta specificamente a portare all'attenzione dell'investitore – la parte “debole” del rapporto (non per ragioni socio-economiche, ma) in quanto sprovvisto delle informazioni professionali sul titolo e, più in generale, sugli andamenti del mercato finanziario – l'importanza del negozio che si accinge a compiere e tutte le clausole del medesimo. La prescrizione formale trova la sua *ratio* nel fine di assicurare la piena e corretta trasmissione delle informazioni al cliente, nell'obiettivo della raccolta di un consenso consapevole alla stipula del contratto (il consenso informato). Per tale ragione, la nullità di protezione può essere fatta valere solo dal cliente, oltre che rilevata d'ufficio dal giudice, sempre nell'esclusivo interesse e vantaggio del primo». Non condivide questa impostazione, R. AMAGLIANI, *La forma del contratto quadro di investimento: la parola alle Sezioni Unite*, cit., 10, p. 1363 ss. che evidenzia che occorrerebbe quantomeno provare che la sottoscrizione del solo cliente sia sufficiente al superamento dell'asimmetria informativa. Parimenti critico, D. MAFFEIS, *La forma responsabile verso le Sezioni Unite: nullità come sanzione civile per i contratti bancari e di investimento che non risultano sottoscritti dalla banca*, cit., p. 401, il quale, richiamando la tesi di N. IRTI, *La nullità come sanzione civile*, in *Contr. impr.*, 1987, p. 541 ss., ritiene che la nullità sancita dagli artt. 23 TUF e 117 TUB sia ascrivibile alla categoria delle sanzioni civili, da intendersi quale sanzione espressamente comminata alla banca per non avere sottoscritto il contratto, attribuendo alla stessa una qualificazione in termini di *forma responsabile* volta ad imporre a banche ed intermediari finanziari prassi organizzative improntate a professionalità e efficienza, e in grado di consentire – tra l'altro – di individuare chi, all'interno della struttura organizzativa, abbia consentito il compimento di quella data operazione (nella specie, il perfezionamento del contratto quadro). Le riferite considerazioni non consentono, quindi, all'A. di condividere appieno la premessa argomentativa da cui muove la Corte di Cassazione, poiché l'ordine pubblico sotteso alle norme imperative dettate in ambito bancario e finanziario, di condotta e di struttura, non sarebbe un ordine pubblico di protezione dell'investitore o del cliente, ma un ordine pubblico di direzione, che dovrà applicarsi e interpretarsi alla luce della superiore esigenza di garantire la fiducia ed integrità dei mercati, e che solo mediamente, e non sempre, conduce alla protezione dell'investitore. Conseguentemente, secondo la riferita ricostruzione esegetica, non si può considerare la sottoscrizione dei contratti bancari e finanziari esclusivamente come una questione di forma informativa, ma anche e innanzitutto come «una questione di organizzazione e di professionalità degli intermediari il cui ovvio corollario è la sanzione della nullità relativa per il difetto di organizzazione e di professionalità che è consistito nel vincolare se stessa ed il cliente ad un contratto senza sottoscriverlo». Tale impostazione dell'a. è menzionata espressamente anche nella sentenza delle sezioni unite, foglio 15 della motivazione, che la disattende sulla base della considerazione che «pur muovendo dall'esigenza di modificare in *melius* prassi organizzative non del tutto commendevoli, oltre a non trovare un solido fondamento nella normativa che qui si esamina, sembrando una sorta di giustificazione a posteriori della nullità, si muove in un'ottica esasperatamente sanzionatoria, e perviene ad un risultato manifestamente sproporzionato rispetto alla funzione a cui la forma è qui preordinata». Per una critica, in dottrina, v. C. COLOMBO, *La forma dei contratti quadro di investimento: il responso delle Sezioni Unite*, in *Giur. it.*, 2018, p. 575, il quale, invece, osserva che se la finalità della norma fosse quella di conformare l'attività d'impresa per finalità di carattere generale – sarebbe stata assai più coerente la previsione di una nullità assoluta e rilevabile d'ufficio senza alcun limite, in luogo di quanto viceversa stabilito dal legislatore.

quali potrà impartire nel tempo gli ordini di investimento.

Così ricostruita la *ratio* protettiva della prescrizione formale, i giudici remittenti giungono ad una prima conclusione: quando il legislatore prescrive, come accade nella normativa di settore, un determinato formalismo per meglio tutelare una delle parti del contratto – evidentemente allontanandosi dalla logica del codice civile, che, per tali contratti, avrebbe lasciato la libertà di forma –, la sottoscrizione del cliente è assolutamente indispensabile, essendo il requisito di forma posto a esclusiva protezione di quest'ultimo<sup>16</sup>. La mancata sottoscrizione del contratto da parte dell'investitore, in altri termini, si porrebbe in contrasto con la *ratio* della normativa in parola, giacché sarebbe indice di mancata conoscenza delle condizioni contrattuali. Conseguentemente, la sottoscrizione del cliente non può ammettere equipollenti, non potendo essere supplita neanche attraverso comportamenti concludenti posti in essere dal cliente stesso.

Quanto alla sottoscrizione dell'intermediario, la Sezione remittente ritiene, invece, che ai fini del valido perfezionamento del contratto quadro, questa non sia, invece, necessaria, poiché la mancata apposizione della firma in calce al contratto da parte di quest'ultimo non pare potersi considerare lesiva dell'interesse del contraente debole tutelato dall'art. 23 TUF.

Partendo dal presupposto che la forma prescritta dall'art. 23 TUF, e in generale dalle norme statuenti forme legali che presidiano il mercato dei contratti asimmetrici, non è una forma di struttura, come quella del codice civile, ma una (diversa) forma di funzione, appunto perché volta a soddisfare prioritariamente l'interesse dell'investitore alla corretta informazione e, solo in via indiretta, ad assicurare l'efficienza del mercato del credito<sup>17</sup>, i giudici remittenti si spingono fino ad affermare che la sottoscrizione dell'intermediario non sia indispensabile per la valida conclusione del contratto, dal momento che l'interesse dell'investitore non può dirsi certo pregiudicato "nella sua completa e consapevole autode-

<sup>16</sup> Cfr., per tale impostazione, L. MODICA, *Formalismo negoziale e nullità. Le aperture delle corti di merito*, in A. BELLAVISTA-A. PLAIA, *Le invalidità nel diritto privato*, Milano, 2011, p. 480.

<sup>17</sup> Non vi è dubbio, infatti, che il formalismo informativo nel tutelare gli interessi della parte debole del rapporto, garantendo uniformità e certezza del regolamento contrattuale, indirettamente soddisfi l'interesse generale, garantendo concorrenzialità e, dunque, efficienza del mercato.

terminazione, dalla mancanza di firma della Banca sul contratto<sup>18</sup>.

Essendo l'intermediario, in altre parole, la parte che predispose il modulo contrattuale ed essendo la forma prescritta dall'art. 23 TUF una "forma informativa" e non costitutiva, non è destinata a svolgere alcuna funzione di protezione nei confronti dell'intermediario, non essendo quest'ultimo il soggetto che

---

18 Non condivise l'ermeneutica assiologicamente orientata della Cassazione, S. PAGLIANTINI, *Usi (e abusi) di una concezione teleologica della forma*, in *I Contratti*, 2027, p. 684, il quale osserva che, così argomentando, si finisce per postulare un duplice significato di forma *ad substantiam*, forte nei contratti negoziati e debole in quelli di massa, nonostante per la legge la qualifica di scrittura privata si esaurisca nella sottoscrizione, senza che gli equipollenti, pur in astratto configurabili, possano essere rimessi alla disponibilità delle parti. Secondo l'a., dalla lettura dell'art. 23 TUF non è possibile ipotizzare una deroga espressa al disposto dell'art. 2702 c.c., cosicché sarebbe quest'ultima a dover trovare una puntuale applicazione. In caso contrario, la finalità di protezione dell'investitore, sancita dall'art. 23 TUF, ne esce alquanto ridimensionata. Per una diversa opinione, v. R. NATOLI, *Una decisione non formalistica sulla forma: per le Sezioni Unite il contratto quadro scritto, ma non sottoscritto da entrambe le parti è valido*, in *Società*, 2018, p. 487 ss., il quale si sofferma sulla diversa *ratio* del formalismo negoziale imposto nel settore bancario e dell'intermediazione finanziaria, rispetto a quella desumibile dalle regole generali: nella legislazione speciale la scrittura è imposta come veicolo di informazioni e non come presidio di certezza in ordine all'imputazione della volontà, pertanto «ogni qual volta la scrittura raggiunge il suo scopo a prescindere dalla sottoscrizione, mediante equipollenti legislativamente dati, la riconduzione dell'atto al suo autore è comunque compiuta».

riceve tutela dalla prescrizione del vincolo formale<sup>19</sup>. La sottoscrizione da parte del delegato dell'istituto di credito, dunque, non sembra incidere sulle finalità perseguite dalla disposizione in esame, «anzi, esigere tale firma pare porsi in senso contrario al dinamismo nella conclusione dei contratti finanziari (tenuto conto che, di regola, il funzionario bancario che lo cura non ha poteri di rappresentanza), e,

---

<sup>19</sup> Per una valutazione critica di questo orientamento, cfr. A. TUCCI, *Una pura formalità. Dalla struttura alla funzione del neo-formalismo contrattuale*, cit., p. 543 ss., il quale non condivide l'affermazione secondo cui, ai fini della realizzazione dell'assetto di interessi previsto dal legislatore, è sufficiente che il cliente riceva le informazioni prescritte dalla disciplina di rango primario e secondario e che questa circostanza risulti dalla sottoscrizione del testo contrattuale, ritenendola «in contrasto con il chiaro tenore dell'art. 23 t.u.f., che, per contro, impone la conclusione di un contratto, nell'accezione di cui all'art. 1321 c.c., evidentemente, non ritenendo sufficiente la mera consegna di un documento informativo.»; da D. MAFFEIS, *La forma responsabile verso le Sezioni Unite: nullità come sanzione civile per i contratti bancari e di investimento che non risultano sottoscritti dalla banca*, cit., p. 401, il quale non ritiene che «l'ordine pubblico sotteso alle norme imperative, di condotta e di struttura, sia un ordine pubblico di protezione dell'investitore o del cliente, ma [...] sia un ordine pubblico di direzione e così sia ispirato, e debba interpretarsi ed applicarsi, alla luce della superiore esigenza di garantire la fiducia ed integrità dei mercati, ciò che solo mediamente, e non sempre, conduce, con riguardo all'applicazione di questa o quella specifica regola, a proteggere gli investitori». In termini analoghi anche V. CUSUMANO, *Forma e formalismo nell'intermediazione finanziaria: come tutelare in concreto l'investitore?*, in *Nuova Giur. Comm.*, 2017, 7-8, p. 933, il quale mette in evidenza che «tali nullità sono quindi poste nell'interesse individuale e per la protezione del contraente la cui scelta sia ad alto rischio di irrazionalità, ma anche e soprattutto nell'interesse generale e per l'efficienza del mercato. Ciò realizza nell'immediato l'interesse privato. Ma mediamente realizza l'interesse generale». In termini analoghi anche R. AMAGLIANI, *La forma del contratto quadro di investimento: la parola alle Sezioni Unite*, cit., p. 1363 ss., secondo il quale le previsioni in esame non tutelerebbero il solo cliente e che, inoltre, occorrerebbe quantomeno provare che la sottoscrizione del solo cliente sia sufficiente al superamento dell'asimmetria informativa. Per M. GIROLAMI, *Contratti di investimento non sottoscritti dall'intermediario: la parola alle Sezioni Unite*, cit., p. 558, la quale non riesce a comprendere come si riesca anche solo ad insinuarsi il dubbio «che una disciplina volta a tutelare specificatamente e al massimo il contraente debole possa venire interpretata nel senso che la prescrizione di forma contenuta nell'art. 23 TUF possa risultare di consistenza ridotta rispetto a quella che il codice civile prevede per la contrattazione *inter pares*». In argomento v. anche G. ROMANO, *La nullità del contratto quadro d'investimento per difetto di sottoscrizione dell'intermediario tra *vestmentum negotii*, "forma informativa" e uso selettivo del rimedio di protezione. Aspettando le Sezioni Unite*, in *Dir. Banca*, 2017, p. 592 ss., che, invece, sostiene che la funzione informativa si aggiungerebbe a quella strutturale, senza sostituirla. Infine, R. LOMBARDI, *L'essenzialità della forma nel contratto di investimento*, cit., p. 509 ss., il quale evidenzia che «se la forma scritta *ad substantiam* rappresenta il massimo requisito formale, tale deve rimanere e non si può eludere la disciplina invocando comportamenti concludenti, benché sufficienti a dimostrare la volontà dei contraenti».

dunque, all'efficienza dei mercati, cui in definitiva anche le nullità di protezione mirano»<sup>20</sup>. Né la carenza della sottoscrizione da parte dell'intermediario potrebbe legittimare lo stesso a sottrarsi alle regole sancite dal negozio, perché la nullità di protezione può farsi valere solo dal cliente.

Conseguentemente, la firma (del funzionario) della banca resterebbe irrilevante per il perfezionamento e per l'efficacia del negozio, così come «il consenso della banca, pur necessario trattandosi di un contratto, potrebbe rivestire anche altre forme di manifestazione della volontà»<sup>21</sup>.

La sezione remittente, dunque, dopo aver reso ben evidenti i termini del contrasto giurisprudenziale che, specie nella giurisprudenza di merito, ha visto fronteggiarsi opposti indirizzi interpretativi, mostra chiaramente di propendere per l'orientamento meno formalista.

All'esito della rimessione alle Sezioni Unite da parte del Primo presidente della Suprema Corte, il Supremo Collegio si è pronunciato con la sentenza n. 898 del 16 gennaio 2018, confermando l'impostazione seguita nell'ordinanza di rimessione e affermando il principio di diritto secondo cui: *“Il requisito della forma scritta del contratto quadro relativo ai servizi di investimento, disposto dal D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, art. 23, è rispettato ove sia redatto il contratto per iscritto e ne venga consegnata una copia al cliente, ed è sufficiente la sola sottoscrizione dell'investitore, non necessitando la sottoscrizione anche dell'intermediario, il cui consenso ben si può desumere alla stregua di comportamenti concludenti dallo stesso tenuti”*.

Tale principio di diritto, che si segnala per le importanti ricadute di ordine sistematico in materia di

---

<sup>20</sup> Per una critica serrata delle esigenze sostanziali valorizzate dall'ordinanza, G. LA ROCCA, *La forma informativa ed il potere dell'impresa di comandare il mercato: a margine di Cass., ord., 27 aprile 2017 n. 10447 sul c.d. contratto monofirma*, cit., il quale osserva che nei mercati finanziari un'esigenza di «dinamismo nella conclusione dei contratti» sicuramente si pone nella «negoziante algoritmica ad alta frequenza», che, tuttavia, non è il tema sottoposto all'esame delle Sezioni Unite. Pertanto, secondo l'a., una «tale ansia per contrattazioni rapide e seriali è assolutamente estranea all'attività d'intermediazione mobiliare ora in discorso. Quest'ultima non consiste nel piazzare un qualsiasi bene di consumo, che, avendo di regola un prezzo relativamente basso, di per sé disincentiva dall'utilizzare particolari oneri formali che ne incrementerebbero i costi di negoziazione». Infatti, «l'attività di intermediazione mobiliare consiste nell'assistere il singolo risparmiatore nei suoi investimenti e con ciò cooperare nell'indirizzare il risparmio verso gli investimenti produttivi». A parere dell'a., alla Cassazione sarebbe sfuggita questa funzione essenziale svolta dall'attività di intermediazione mobiliare e dai servizi di investimento – tanto per il singolo risparmiatore che per il sistema economico nel suo complesso – nel contesto della quale, lungi dall'essere apprezzabile un atteggiamento di dinamismo dell'intermediario, si imporrebbe invece, da parte di questi, un'indagine attenta delle caratteristiche sia dell'investitore, sia dell'investimento.

<sup>21</sup> Cfr. Cass., 27 aprile 2017, n. 10447, cit. Non condivide la conclusione G. LA ROCCA, *op. loc. ul. cit.*,

forma dei contratti c.d. asimmetrici, accoglie una moderna lettura funzionale-assiologica della forma prescritta con finalità informativa ed è destinato ad avere un forte impatto sul contenzioso attuale e futuro in materia, sul quale agirà come importante strumento deflattivo, posto il vincolo di coerenza al quale le sezioni semplici della Corte di Cassazione sono tenute ad attenersi nel concreto esercizio della giurisdizione<sup>22</sup> (ex art. 374, comma 3, c.p.c.).

#### **5. Il decisum delle Sezioni Unite e lo scopo di protezione della forma scritta ad substantiam nei contratti del mercato finanziario. La "ragionevolezza" della decisione**

Come si accennava, le Sezioni Unite, con una decisione forse del tutto inaspettata<sup>23</sup>, alla luce della consolidata posizione assunta dalle sezioni semplici in favore della nullità del contratto sottoscritto dal solo investitore, hanno ribaltato la statuizione della necessaria bilateralità della sottoscrizione del contratto quadro, superando, in questo modo, anche il problema della convalida successiva del contratto mediante la produzione in giudizio dello stesso da parte del contraente non firmatario.

Si finisce così per demolire l'impianto argomentativo che la stessa giurisprudenza di legittimità aveva sino a quel momento contribuito ad edificare<sup>24</sup>, e si afferma che la sottoscrizione della banca non è necessaria per perfezionamento del contratto di investimento, ponendo, in questo modo, fine alla *vexata quaestio* della validità del contratto monofirma.

22 Dopo la pronuncia delle Sezioni Unite, si sono pronunciate in senso conforme, *ex multis*: Cass., 23 gennaio 2018, n. 1653, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it); Cass., 4 giugno 2018, n. 14243, *ivi*; Cass., 22 giugno 2018, n. 16362, *ivi*; Cass., 16 luglio 2018, n. 18828, *ivi*; Cass., 29 novembre 2018, n. 30885, *ivi*; Cass., 1 luglio 2019, n. 17650, *ivi*; Cass., 27 agosto 2019, n. 21750, *ivi*; Cass., 10 settembre 2019, n. 22640, *ivi*.

23 Una parte della dottrina aveva auspicato che il Supremo Collegio analizzasse con maggiore ponderazione le argomentazioni, ritenute poco convincenti, propuginate nell'ordinanza di rimessione n. 10447/2017, confidando in una interpretazione più fedele al dato letterale dell'art. 23 TUF. In particolare, cfr. S. PAGLIANTINI, *Usi (e abusi) di una concezione teleologica della forma*, cit., p. 683 ss.; D. MAFFEIS, *La forma responsabile verso le Sezioni Unite: nullità come sanzione civile per i contratti bancari e di investimento che non risultano sottoscritti dalla banca*, cit., p. 406; R. AMAGLIANI, *La forma del contratto quadro di investimento: la parola alle Sezioni Unite*, in *Nuova giur. Civ. comm.*, 2017, p. 1363. La delusione per la soluzione accolta dalle Sezioni Unite si coglie, pertanto, chiaramente nella successive note di commento degli stessi autori: S. PAGLIANTINI, *Forma o modalità di informazione materializzata? Le Sezioni Unite ed una interpretazione normalizzatrice dell'art. 23 T.U.F.*, in *Contratti*, 2, 2018, p. 148 ss.; R. AMAGLIANI, *Nota breve a margine delle Sezioni Unite 16 gennaio 2018*, n. 898, *ivi*, p. 149 ss.

24 Le sezioni semplici, infatti, si erano ripetutamente pronunciate nel corso del 2016 per la nullità del contratto sottoscritto da solo investitore, tanto è vero che la questione in esame è stata portata all'attenzione delle Sezioni Unite come questione di particolare importanza, ex art. 374, comma 2, c.p.c., e non per dirimere un contrasto tra sezioni semplici o all'interno della stessa sezione.

L'iter argomentativo attraverso cui il Supremo Collegio finisce per sconfessare l'indirizzo interpretativo fino a quel momento sostenuto dalle sezioni semplici si focalizza sull'analisi di due aspetti particolari:

- 1) la valorizzazione della *ratio* dell'art. 23 TUF, alla quale si giunge muovendo dalla comminatoria di nullità di protezione in esso contenuta;
- 2) la svalutazione del requisito della sottoscrizione dell'intermediario, ai fini del valido perfezionamento del contratto quadro.

### 5.1 Segue: la *ratio* dell'art. 23 TUF

Quanto al primo aspetto, il Supremo Collegio mostra di tenere in opportuna considerazione la natura della nullità comminata dall'art. 23 TUF, che si configura come nullità funzionale alla tutela della più ampia informazione dell'investitore e che, dunque, si atteggia come nullità "di protezione". Quest'ultima, essendo diretta a riequilibrare la posizione di debolezza in cui versa il cliente in determinati settori dell'ordinamento, è caratterizzata dalla specifica funzione di "costringere" il predisponente, contraente professionale, ad assumere un dato tipo di comportamento, ossia quello di stipulare per iscritto il contratto e a includervi ogni clausola diretta ad assicurare al cliente la conoscenza degli specifici servizi forniti e qualunque altro elemento in grado di metterlo in condizione di conoscere e di verificare, nel corso del rapporto, il rispetto delle regole che riguardano la esecuzione del contratto.

Si tratterebbe, in altri termini, di una nullità diretta a tutelare il diritto dell'investitore ad essere adeguatamente informato e che sanziona l'intermediario per non aver osservato quello specifico dovere comportamentale che la norma espressamente richiede, ossia quello di documentare per iscritto tutte le informazioni da trasmettere al cliente. Sempre al fine di garantire un'effettiva tutela al cliente, l'art. 23 TUF affianca all'obbligo di redigere per iscritto il contratto di investimento, l'ulteriore obbligo di consegnare un esemplare dello stesso al destinatario della normativa di protezione. Anche in questo caso l'obiettivo che il legislatore si prefigge è quello di rendere più agevole al cliente la verifica dell'esatto adempimento degli obblighi informativi in capo all'intermediario<sup>25</sup>.

---

<sup>25</sup> L'obbligo di consegna al contraente non predisponente di un esemplare del testo contrattuale risponde un'analoga finalità di informazione e trasparenza, perché, attraverso tale obbligo, il legislatore si propone di consentire al contraente debole di verificare la conformità del successivo svolgimento del rapporto contrattuale ai patti inizialmente assunti, e, quindi, l'adempimento degli obblighi di buona fede *in executivis* gravanti sulla controparte contrattuale.

Pur nella consapevolezza che l'obbligo di consegna di un esemplare del contratto al cliente e l'obbligo di redigere il contratto per iscritto siano specifiche condotte attinenti a due momenti differenti della dinamica negoziale (essendo il primo un obbligo di comportamento attinente alla fase esecutiva del rapporto, mentre il secondo un obbligo destinato ad incidere sulla fase di formazione del rapporto), è, tuttavia, innegabile che entrambi gli obblighi (informativi e di consegna) facciano parte di una sequenza procedimentale unitaria finalizzata a soddisfare quel processo acquisitivo di conoscenze del cliente, quale parte debole nel rapporto asimmetrico, a cui tende l'intera normativa di settore, ponendosi entrambi come veicolo di trasmissione delle informazioni contenute nel contratto<sup>26</sup>.

Ebbene, questa duplice "formalità" contenuta nell'art. 23 TUF, che individua il panorama delle specifiche condotte alle quali è obbligato l'intermediario – una delle quali, quella di forma, sanzionata severamente con la nullità – è indicativa del particolare modo in cui il legislatore ha inteso il ricorso al formalismo nella codificazione di settore; formalismo inteso non tanto come fattore di formazione e di estrinsecazione della volontà negoziale, idoneo, pertanto, a contrassegnare la struttura dell'atto, quanto dettato dall'esigenza di assicurare che determinati elementi dell'atto risultino per iscritto, e, in particolare, quelli che consentono di colmare la asimmetria informativa e cognitiva, che fisiologicamente affligge il contraente debole, non avendo egli partecipato alla predisposizione del contratto di investimento.

A probante conferma di tale ultimo assunto milita la scelta legislativa – che, sotto questo aspetto, si mostra del tutto coerente col rilievo, di natura sostanziale, della funzione solo informativa del requisito di forma scritta del contratto quadro – di riconoscere, anche sul piano processuale, al solo investitore la legittimazione ad eccepire il vizio di forma, proprio in ragione della disuguaglianza sostanziale di potere contrattuale di quest'ultimo rispetto all'intermediario finanziario.

Ma v'è di più. La suddetta legittimazione *ex uno latere* si traduce, sempre nel processo, anche in un limite per il giudice, poiché anche il rilievo officioso a questi attribuito è condizionato alla manifestazione

---

<sup>26</sup> Osserva M. PUTTI, *La nullità parziale. Diritto interno e comunitario*, Napoli, 2002, 306, sia pur con riferimento al disposto dell'art. 117 TUB, che la norma si iscrive nell'ambito di quell'ampia produzione legislativa dettata in materia di difesa del consumatore nei contratti con questo conclusi, che tende a far oggetto di disciplina non tanto l'atto in sé (e, quindi, nemmeno la sua forma), ma il comportamento delle parti sia nella fase di esecuzione che di formazione dello stesso. Lo scopo è quello di far conoscere al contraente debole sia la sua posizione di svantaggio, sia gli oneri che gli derivano dal contratto, sia, infine, i diritti che la legge gli riconosce. In questa direzione, ancora più incisivamente, R. LENER, *Dalla formazione alla forma dei contratti sui valori mobiliari (prime note sul «neoformalismo» negoziale)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1990, p. 780; ID., *Forma contrattuale e tutela del contraente «non qualificato» nel mercato finanziario*, Milano, 1996, p. 4 ss.

di interesse in tal senso da parte del contraente destinatario della normativa di protezione<sup>27</sup>.

Ciò conferma ancora una volta l'idea che la forma richiesta dall'art. 23 TUF è una forma di protezione<sup>28</sup>, che non deve e non può essere considerata riferibile alla struttura essenziale del contratto (ossia elemento destinato ad incidere sul perfezionamento dello stesso), ma un semplice strumento di tutela accordato alla parte debole del rapporto, attraverso il quale il legislatore impone al contraente professionale, che predispose il contratto di investimento, l'adempimento di uno specifico obbligo comportamentale – che il legislatore ha scelto di sanzionare severamente con una nullità di protezione – al fine di eliminare la disparità informativa e conoscitiva in favore del cliente. Si tratta, in altri termini, di una forma scritta richiesta ad *substantiam actus* solo perché il legislatore, per una chiara e precisa scelta di politica legislativa, ha deciso di elevare a rango di elemento di fattispecie quella che è, a tutti gli effetti, una regola di condotta gravante sull'intermediario.

Di qui, dunque, la evidente diversità di funzione assoluta dal vincolo formale nella legislazione speciale, rispetto a quella assoluta dalla forma prevista nel codice civile: quest'ultima è infatti destinata ad operare nei rapporti *inter pares*<sup>29</sup>, in cui l'interesse protetto è quello di entrambe le parti contraenti, è

27 Sul problema della disponibilità delle nullità di protezione alla luce del congegno processuale del contraente protetto, cfr. G. PERLINGIERI, *La convalida delle nullità di protezione e la sanatoria dei negozi giuridici*, Napoli, 2011, p. 13 ss. Cfr. anche S. MONTICELLI, *Autonomia privata e limiti alla disponibilità della nullità contrattuale*, in *Contr. Impr.*, 2018, p. 1036.

28 Una implicita conferma che la forma prescritta ex art. 23 del TUF abbia i connotati tipici di una "forma di protezione" a favore del cliente, si avrebbe anche dal contenuto testuale della suddetta norma che non impone che i contratti siano "conclusi" per iscritto, ma prevede che gli stessi siano "redatti" per iscritto. Ciò confermerebbe l'idea che l'art. 23 del TUF abbia introdotto nel nostro ordinamento una "forma di protezione" con la finalità di rendere edotto e consapevole il cliente delle caratteristiche dei servizi di investimento prestati dall'intermediario e dei diritti e obblighi connessi ai contratti relativi agli stessi servizi di investimento.

29 Attraverso il combinato disposto dell'art. 1350 e 1418, comma 2, c.c. e, dunque, con l'imposizione dell'onere formale a pena di nullità, l'ordinamento limita l'autonomia privata, imponendo l'adozione di una determinata forma, per lo più la forma scritta, che assurge al rango di requisito costitutivo del contratto solo «quando risulta che è prescritta dalla legge sotto pena di nullità». In questi casi si parla di forma scritta *ad substantiam* per significare che la sua osservanza è indispensabile ai fini della validità stessa del contratto. Altra cosa è la forma scritta *ad probationem*, richiesta cioè ai fini della prova dell'esistenza e del contenuto del contratto. Per un inquadramento generale dei problemi inerenti al formalismo giuridico si rinvia a G. GORLA, *Il contratto*, I, Milano, 1954; E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, Torino, 1969, p. 126.; M. GIORGIANNI, *Forma degli atti*, cit., p. 989 ss.; G. CIAN, *Forma solenne e interpretazione del negozio*, Padova, 1969, p. 9 ss. Nel caso in cui la legge impone la forma scritta *ad substantiam*, l'elemento formale investe entrambe le dichiarazioni di volontà, le quali per assumere rilevanza giuridica devono essere espresse in forma scritta, non essendo ammissibile una manifestazione per fatti concludenti, giacché questi ultimi possono certo far ritenere che una volontà sia stata in effetti manifestata, ma non nella forma richiesta dalla legge.

funzionale alla ponderazione di rapporti contrattuali aventi ad oggetto determinate tipologie di beni ritenuti di particolare importanza (fondamentalmente beni immobili), oltre che alla promozione, anche nei confronti di terzi, della certezza della regola negoziale e, pertanto, in tale contesto essa assurge a rango di elemento costitutivo dell'atto, necessario per l'esistenza del contratto dal punto di vista della sua completezza strutturale, la cui inosservanza è sanzionata con la nullità, ex art. 1418, comma 2, c.c., eccezionale da chiunque vi abbia interesse.

La forma nel codice di settore, invece, è destinata ad operare nei rapporti asimmetrici, è richiesta come mero strumento volto ad assicurare all'investitore un apparato di informazioni in grado di orientarlo nelle scelte di investimento che effettuerà in esecuzione del contratto quadro, è una forma che trova la propria ragion d'essere (e, al tempo stesso, il proprio limite operativo) nella protezione di una parte, ossia quella ritenuta dal legislatore bisognosa di tutela in ragione della sua posizione di soggetto non dotato di particolari cognizioni tecniche e che si ritrova a doversi interfacciare nella dinamica negoziale con una controparte professionalmente dedita allo svolgimento di attività nell'ambito degli investimenti finanziari e che possiede, pertanto, un elevato grado di competenza tecnica<sup>30</sup>.

Sulla base delle riferite osservazioni può senz'altro concludersi che la nullità espressamente comminata dall'art. 23 TUF e dall'art. 117 TUB non sanziona un vizio *del* contratto, ma sanziona un vizio presente *nel* contratto – ossia un vizio del rapporto da esso scaturente –, identificato nel comportamento dell'intermediario non conforme alle prescrizioni normative in materia di forma. Non provvedendo a redigere per iscritto il contratto, l'intermediario impedisce la realizzazione dell'interesse protetto dalla norma e presidiato da nullità, ossia l'interesse specifico dell'investitore ad essere reso edotto e consapevole dei diritti e obblighi che scaturiscono dai contratti relativi ai servizi di investimento. Ed è questo il motivo per il quale si ritiene che la conclusione alla quale è giunta la Cassazione in materia di contratti monofirma debba essere condivisa: così statuendo, la Cassazione mantiene "i riflettori" ben puntati sull'interesse protetto dalla nullità di protezione sancita dall'art. 23 TUF, non lasciandosi fuorviare dalla mancanza di sottoscrizione da parte della banca, essendo questo un dato concernente, al limite, la diversa questione della verifica dell'esternazione della volontà contrattuale della banca nelle forme

<sup>30</sup> Cfr., in questo senso, Cass., 4 novembre 2019, n. 23314, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

prescritte dalla legge<sup>31</sup>.

Si comprende allora che una volta soddisfatto l'interesse alla cui tutela è stato imposto il vincolo formale, la sottoscrizione dell'intermediario, intesa come tratto autografo del delegato della banca da apporre sul contratto, finisce per perdere l'importanza che pure riveste in generale nell'ambito della disciplina della scrittura privata. Se, infatti, l'obbligo di forma è imposto non tanto al fine di soddisfare un interesse che attiene alla ponderazione della volontà espressa dall'autore dell'atto, quanto, piuttosto, all'interesse specifico dell'altro contraente (in posizione asimmetrica) a ricevere puntuali informazioni

---

<sup>31</sup> Del resto, non può non tenersi in debito conto la circostanza che il cliente, nel caso sottoposto all'esame del Supremo Collegio, non si doleva di non aver prestato un consenso informato alla conclusione del contratto, né aveva addotto che fosse carente un documento contrattuale che rappresentasse puntualmente la sua volontà negoziale e neppure aveva potuto sostenere che il rapporto non si fosse svolto regolarmente e che la banca non avesse dato corso all'esecuzione di esso, ma si era avvalso della legittimazione di cui al terzo comma dell'art. 23 TUF unicamente per dedurre ed eccepire la mancanza della sottoscrizione in calce a quel contratto da parte della banca. «Ponendosi nella prospettiva della funzione assegnata alla previsione di forma dal legislatore, l'eccezione del cliente circa la mancanza di sottoscrizione della banca non poteva che risultare del tutto priva di fondamento, siccome non pertinente all'esigenza che quella prescrizione formale è volta ad assicurare, finendo per trasformare un presidio posto a tutela della informata e consapevole partecipazione dei clienti in un formalistico strumento per conseguire risultati del tutto al di fuori delle previsioni e dello scopo della norma». Cfr., sul punto, C. SCOGNAMIGLIO, *Contratti monofirma nei servizi di investimento e scopo di protezione della forma*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2018, p. 747, il quale sostiene, inoltre, che «affermare la nullità del contratto quadro in presenza di ipotesi di fatto del genere di quelle qui in esame significherebbe accreditare una tesi che va oltre lo scopo di protezione (del consumatore) della norma che ha introdotto il requisito di forma. Pertanto, la tesi condivisa dalle sezioni unite non dovrebbe essere considerata tale da accreditare l'esito ermeneutico paventato di una lettura del requisito di forma che rappresenti un arretramento della tutela del cliente rispetto a quella spettante invece alla parte di un contratto non asimmetrico: la tutela del cliente sarebbe comunque assicurata proprio dalla circostanza che il contratto sia redatto per iscritto e che la copia di esso gli sia stata consegnata, per di più proprio con sottoscrizione del rappresentante dell'impresa».

su aspetti della vicenda contrattuale<sup>32</sup>, allora, per il raggiungimento dello scopo informativo cui la forma scritta è preordinata, la sottoscrizione del soggetto abilitato, la cui funzione è quella di imputare il documento a un determinato autore, può anche mancare, ben potendo desumersi la volontà dell'intermediario di concludere il contratto in altro modo.

## **5.2. Segue. Il ruolo della sottoscrizione del contratto di investimento**

È giunto il momento di soffermare l'attenzione sull'altro aspetto analizzato dalla Cassazione, ossia il ruolo da attribuirsi al requisito della sottoscrizione dell'intermediario al fine del soddisfacimento dei vincoli formali richiesti dall'art. 23 TUF.

Le Sezioni Unite, come si è anticipato, affermano il principio di diritto in base al quale, ai fini del valido perfezionamento del contratto quadro, la sottoscrizione da parte dell'intermediario «non è necessaria, potendo il consenso della banca desumersi anche alla stregua di comportamenti concludenti dalla stessa tenuti».

Il passaggio fondamentale nel ragionamento delle Sezioni Unite è la distinzione tra due specifici elementi che caratterizzano il documento contrattuale: il primo, che consente di dare certezza alla "regolamentazione del rapporto", ossia il testo scritto e il secondo, che, invece, consente di dare certezza

---

<sup>32</sup> Una parte della giurisprudenza di merito, prendendo le mosse dalla funzione informativa svolta dalla forma nei codici di settore e svalutando conseguentemente l'importanza della sottoscrizione dell'intermediario ai fini del valido perfezionamento del contratto di investimento, si è spinta fino a ipotizzare, in capo al cliente, una carenza di interesse ad agire allorché, pur sussistendo la violazione della disciplina contenuta nell'art. 23 TUF, non sia ravvisabile "una violazione dell'interesse protetto". Cfr., in tal senso, Cfr. Trib. Torino 20 gennaio 2011, in *www.ilcaso.it*; Trib. Catania 27 gennaio 2015, cit., p. 19. In dottrina, cfr., A. PERRONE, *Regole di comportamento e tutele degli investitori*. Less is more, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, spec. p. 540 ss. Una variante di questo approccio giurisprudenziale, come si vedrà nel prosieguo della trattazione, finisce per ritenere inammissibile, nel processo, la domanda di nullità/restituzione, ove risulti palese lo "sfruttamento abusivo" di un istituto di protezione del contraente debole. Così, laddove l'investitore deduca la nullità del contratto quadro (e delle operazioni di investimento "a valle") per ottenere la restituzione dei soli investimenti non remunerativi, pone in essere una "opportunistica disarticolazione di un rapporto unitario". In questi termini: Trib. Torino 7 marzo 2011, in *Corr. mer.*, 2011, p. 699, che ha ravvisato nella condotta dell'investitore un ipotesi di abuso del diritto alla domanda, che urta contro i principi del giusto processo e della correttezza, rendendo inammissibili tanto la domanda di nullità, quanto la conseguenziale domanda restitutoria diretta a selezionare solo alcuni degli effetti suoi propri. Senza voler anticipare quanto si detaglierà nel prosieguo, è sufficiente in questa sede ricordare che la Corte di cassazione, nella sentenza n. 8395/2016, ha disatteso questo approccio, osservando che l'investitore può "selezionare" il rilievo della nullità e rivolgerlo ai soli contratti (attuativi del contratto quadro) che ritiene pregiudizievoli. A seguito del contrasto interpretativo creatosi all'interno della prima sezione, la questione della ammissibilità della nullità selettiva è stata rimessa al primo presidente per l'assegnazione alle sezioni Unite.

all'accordo, ossia la sottoscrizione, intesa come elemento che consente la riferibilità dell'atto al suo autore. Ebbene, a parere delle Sezioni Unite, il legislatore di settore, nella prescrizione di forma imposta dall'art. 23 TUF, ha avuto riguardo solo al primo dei suddetti profili, ossia al testo scritto, avendo articolato l'onere formale nei contratti del mercato finanziario in maniera "strutturalmente complessa", ossia "associando" la redazione per iscritto del documento contrattuale alla consegna dello stesso al cliente.

Proprio la presenza di un tale obbligo composito di forma, all'interno della normativa di settore, consente alle Sezioni Unite di asserire che la sottoscrizione del documento contrattuale, da intendersi quale dichiarazione esplicita e diretta dell'intento negoziale da parte dell'intermediario, non sia necessaria, purché il consenso di quest'ultimo sia comunque implicitamente desumibile dall'atto scritto diretto alla controparte (i.e. da una dichiarazione formale) e che sia stato dalla stessa sottoscritto e alla stessa consegnato<sup>33</sup>.

In altri termini, la Cassazione, si sofferma, preliminarmente, sui due peculiari obblighi di condotta, richiesti dal precetto normativo, a cui sono tenuti gli intermediari nella prestazione di servizi di investimento (il primo, identificato nella *redazione per iscritto* del contratto quadro, il secondo, nell'*obbligo di consegna dell'esemplare* al cliente-investitore). Da queste premesse trae la conclusione secondo cui al fine di negare il valido perfezionamento del contratto di investimento, non può essere sufficiente la semplice presa d'atto della mancata sottoscrizione del documento contrattuale da parte dell'intermediario finanziario, essendo, viceversa, necessario proseguire l'indagine, onde spingerla a quell'analisi funzionale che consente di verificare, da un lato, la realizzazione dell'interesse protetto dalla norma, dall'altro la manifestazione, sia pure implicita, del consenso da parte dell'intermediario alla conclusio-

<sup>33</sup> Sulla forma "scritta priva di sottoscrizione", come tipo a sé stante nell'ambito del panorama delle forme degli atti giuridici, si rinvia alle pagine di L.V. MOSCARINI, *Commento dell'articolo 4 del D.P.R. 10 novembre 1997, n. 513*, in *Diritto privato e interessi pubblici, scritti minori di Lucio V. Moscarini*, Milano, 2001, pp. 332-333, secondo cui «la nostra tradizione culturale ci ha assuefatto a considerare la nozione di scrittura come un modello essenzialmente unitario che però, nel quadro della disciplina generale della prova dei fatti giuridici, si articola nelle due sub figure dell'atto pubblico e della scrittura privata». L'autore, continua osservando che «si è abitualmente indotti a credere che, ove la legge preveda genericamente uno scritto, e non richieda espressamente l'atto pubblico ovvero non trovino applicazione le regole concernenti le figure "speciali" di scritture, per scritto debba intendersi la scrittura privata così come delineata e regolata dall'articolo 2702, ossia la scrittura privata sottoscritta». Ma vedi anche ID., *Formalismo negoziale e documento informatico*, in *Studi in onore di Pietro Rescigno, V, Responsabilità civile e tutela dei diritti*, Milano, 1998, p. 1045 ss., in cui l'a. osserva che «I due elementi, della scrittura e della sottoscrizione, non sono certamente gli unici schemi formali al cui impiego la legge subordina la validità dell'esternazione della volontà privata, non mancando ipotesi in cui si prevede, [...] genericamente la forma scritta, senza la previsione di una vera e propria scrittura privata, e quindi senza necessità della sottoscrizione».

ne del contratto<sup>34</sup>, consenso che, all'evidenza, non può mancare, trattandosi pur sempre di fattispecie negoziale a struttura bilaterale<sup>35</sup>.

Questo passaggio operato dalla Corte Cassazione si mostra particolarmente significativo, poiché introduce, in via pretoria, un'ipotesi di equipollente della sottoscrizione dell'intermediario, che viene individuato dal Supremo Collegio in una specifica sequenza comportamentale, cui è tenuto esclusivamente il soggetto abilitato<sup>36</sup>, che ha inizio con la predisposizione unilaterale del documento da parte di quest'ultimo – che presuppone, pertanto, di per sé, la redazione per iscritto –, prosegue con la raccolta della firma dell'investitore e con la contestuale consegna a quest'ultimo del documento contrattuale e termina con la materiale esecuzione del contratto. L'esatto espletamento, nei termini suindicati, di questa sequenza procedimentale renderebbe superflua, a parere delle Sezioni Unite, la sottoscrizione da parte dell'intermediario, rendendo così immune da vizio di nullità il contratto recante la sola firma dell'investitore.

Il Supremo Collegio finisce, in altri termini, per negare che il rispetto del requisito della forma scritta

---

34 Tale ultimo arresto della Cassazione contraddice l'orientamento ricorrente nella stessa giurisprudenza di legittimità, secondo cui nei contratti per i quali è richiesta la forma scritta a pena di nullità, l'atto scritto costituisce lo strumento necessario ed insostituibile per la valida manifestazione della volontà negoziale delle parti; il requisito formale può dirsi soddisfatto solo quando l'atto scritto contenga l'estrinsecazione formale e diretta della volontà di concludere quel determinato contratto e sia posto in essere al fine specifico di manifestare tale volontà. Cfr., *ex multis*, Cass., 28 maggio 1997, n. 4709, in *Foro it. Rep.*, 1997, voce Contratto in genere, n. 381; Cass., 29 ottobre 1994, n. 8937, *ibidem*, 1994, voce cit., n. 305; Cass., 30 agosto 1994, n. 7590, in *Giur. it.*, 1995, I, 1029; Cass., 14 maggio 1993, n. 5486, in *Riv. giur. edil.*, 1994, I, 37; Cass., 21 marzo 1990, n. 2349, in *Foro it. Rep.*, 1990, voce Contratto in genere, n. 248; Cass., 4 maggio 1989, n. 2065, *ibidem*, 1989, voce cit., n. 275.

35 Così G. D'AMICO, *La forma del contratto-quadro non è prescritta ad substantiam actus*, in *Contratti*, 2018, p. 138 ss.

36 Osserva criticamente S. PAGLIANTINI, *Usi (ed abusi) di una concezione teleologica della forma: a proposito dei contratti bancari c.d. monofirma (tra legalità del caso e creatività giurisprudenziale)*, cit., p. 742, che la formulazione contenuta nelle due ordinanze di rimessione nn. 10447/2017 e 12390/2017 rappresenta un caso quasi paradigmatico di "autentica creatività giurisprudenziale".

imposta per finalità informative esiga sempre e comunque anche quello di una forma espressa<sup>37</sup> del consenso, tramite l'apposizione in calce al contratto della sottoscrizione del soggetto predisponente il documento contrattuale, poiché l'osservanza delle specifiche condotte richieste dalla norma da parte dell'intermediario, oltre a dimostrare in maniera inequivocabile che gli adempimenti informativi e di regolazione del contratto siano stati ottemperati, e, dunque, che l'interesse protetto dalla norma sia stato soddisfatto, consentono di desumere implicitamente il consenso all'intera operazione da parte del soggetto abilitato<sup>38</sup>.

L'affermazione, intesa in questi termini, non può che essere condivisa, poiché nella suddetta sequenza procedimentale sono soddisfatte, sia pure in via mediata o indiretta, le tradizionali funzioni che la sottoscrizione è normalmente chiamata a svolgere e che sono in grado comunque di consentire l'im-

---

37 Osserva V. TIMPANO, *La produzione in giudizio come equipollente della sottoscrizione*, in *Contratti*, 12/2000, p. 1098, che la prescrizione della forma scritta impone unicamente che la manifestazione del consenso venga resa per iscritto. Altra cosa è richiedere che il consenso sia espresso in modo esplicito. Secondo l'a. questa conclusione trova positivo riscontro in molte disposizioni del codice che mostrano di considerare la forma scritta e la forma espressa come due requisiti formali distinti, ciascuno dotato di propria autonomia. Si pensi all'art. 2879 c.c., a norma del quale la rinuncia del creditore all'ipoteca deve essere espressa e deve risultare da atto scritto, sotto pena di nullità. Distingue forma scritta e forma espressa anche l'art. 466 c.c., che per la riabilitazione dell'indegno a succedere prescrive la manifestazione scritta della volontà mediante atto pubblico o testamento, richiedendo altresì che la stessa assuma carattere espresso. «Nello stesso senso dispongono altri articoli del codice civile, quali gli artt. 1456, 1937, e l'elenco potrebbe continuare. Ebbene le citate disposizioni non avrebbero senso se il requisito della forma scritta implicasse necessariamente la manifestazione espressa della volontà di concludere il contratto».

38 In proposito non può farsi a meno di notare che anche in ambito più strettamente codicistico, soprattutto in relazione a problematiche di nullità *ad substantiam* attinenti, per lo più, a contratti aventi per oggetto beni immobili, la giurisprudenza della Corte di Cassazione ha introdotto significativi "vulnera" al "totem" della sottoscrizione, non solo affermando che la parte non firmataria possa esprimere il proprio consenso mediante manifestazione tacita di volontà, purché si tratti di manifestazioni scritte ed attuali, come l'intimazione scritta ad eseguire il contratto (cfr. Cass., 10 maggio 1996, n. 4400, ined., in cui si stabilisce che *nei contratti per i quali è prescritta la forma scritta, a pena di nullità, l'accettazione non deve essere necessariamente manifestata in modo esplicito, ma è sufficiente che la volontà di accettare la proposta sia desumibile, per implicito, da una dichiarazione redatta per iscritto, diretta alla controparte da colui cui la proposta è indirizzata*), ma, come si è già detto, ammettendo, con un indirizzo risalente che può dirsi consolidato, che la mancata sottoscrizione del documento è supplita dalla sua produzione in giudizio da parte del cliente non firmatario che intende avvalersi del documento stesso (Cfr. Cass., 8 marzo 2006, n. 4921; Cass. 10 maggio 2006, n. 11409; Cass., 12 giugno 2006, n. 13548; Cass. 17 ottobre 2006, n. 2223; Cass. 29 novembre 2001, n. 15164; Cass., 11 marzo 2000, n. 2826. In epoca meno recente, le medesime conclusioni sono raggiunte da Cass. 19 febbraio 1999, n. 1414; Cass., 7 maggio 1997, n. 3970; Cass., 17 giugno 1994, n. 5868; Cass., 5 luglio 1963, n. 1807, in *Giust. civ.*, 1963, I, 2033; Cass., 6 giugno 1962, n. 1371) e che la stessa evenienza si può prospettare anche in caso di apocriefità della sottoscrizione, con l'avvertenza, tuttavia, che, in siffatte ipotesi, il contratto si concluderebbe *ex nunc*, in quanto quella produzione potrebbe attestare la manifestazione di volontà della parte di far proprio il contratto (cfr. Cass., 10 aprile 2004, n. 2223).

putazione del documento scritto all'intermediario. Ne consegue, pertanto, che laddove la volontà sia espressa in forma scritta e sia risolto il problema di imputazione, il formalismo imposto dall'art. 23 TUF può ritenersi comunque soddisfatto, anche se il consenso dell'intermediario non sia stato espresso attraverso la sottoscrizione del documento dallo stesso predisposto.

La conclusione alla quale è giunta la Cassazione ha l'indubbio il pregio di tutelare adeguatamente l'interesse particolare del cliente, senza pregiudicare l'interesse generale al "dinamismo nella conclusione dei contratti finanziari" e alla "efficienza dei mercati", che sarebbe, viceversa, ostacolato dal "formalismo di struttura". L'obiettivo perseguito dal Supremo Collegio, con la soluzione in esame, in altri termini, è stato quello di garantire, al tempo stesso, l'effettività del rimedio e la proporzionalità dello stesso rispetto all'interesse leso, impedendo, in questo modo, all'investitore la possibilità di fare valere, tramite comportamenti di tipo opportunistico, il difetto formale aldilà delle esigenze di protezione per cui il rimedio è posto<sup>39</sup>.

---

<sup>39</sup> In questi termini U. SALANITRO, *Nullità per mancanza di forma e "contratti mediante corrispondenza"*, in *Nuova giur. Civ. comm.*, 5/2018, p. 737.

**SOMMARIO**[\*]: 1. Partenariato Pubblico-Privato e Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza. – 2. Le criticità nella prassi delle operazioni di *project financing*. – 3. I vantaggi del ricorso al *project financing*. – 4. Certezza del diritto e standardizzazione del contratto di *project financing*. – 5. Le recenti riforme normative e le questioni aperte sul PNRR.

### **1. Partenariato pubblico-privato e piano nazionale di ripresa e resilienza**

Il Partenariato Pubblico-Privato (PPP), previsto nella Parte IV del Codice dei contratti pubblici di cui al d.lgs. n. 50 del 2016<sup>1</sup>, è indicato dal Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR) in termini di catalizzatore di risorse finanziarie private, ulteriori rispetto a quelle stanziare dall'Unione europea, per assicurare il raggiungimento degli obiettivi del Piano.

Infatti ogni progetto finanziato dal PNRR potrebbe, grazie all'apporto degli ulteriori investimenti derivanti dall'iniziativa privata del promotore, avere un effetto moltiplicatore per la ripresa: come si osserva nel Piano, "in via prudenziale, non si tiene conto esplicitamente della possibilità che i fondi del PNRR vengano utilizzati per sostenere oppure attrarre investimenti privati attraverso il mercato, ad esempio tramite forme di partenariato pubblico-privato, contributi a progetti di investimento, prestiti o garanzie. In tal caso l'impatto sarebbe stato ben maggiore per l'operare di un effetto leva"<sup>2</sup>.

Anche se finora risulta poco utilizzato dalle pubbliche amministrazioni, il PPP è destinato a diventare nei prossimi anni uno strumento fondamentale per l'attuazione del PNRR, mediante le procedure ad iniziativa privata, ove la realizzazione degli interventi previsti dal Piano in *partnership* con soggetti privati può rappresentare l'occasione di attrazione non solo di risorse, ma anche di competenze che vadano a migliorare ed efficientare l'azione della pubblica amministrazione interessata.

In particolare, nell'ambito del partenariato pubblico-privato, l'istituto giuridico del *project financing*, di derivazione anglosassone, è finalizzato alla cooperazione tra i poteri pubblici e i privati allo scopo di finanziare, costruire e gestire infrastrutture o fornire servizi di interesse pubblico, facendo in modo

---

\* Il presente contributo è destinato a M. PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*.

1 Per cui v., in generale, M.P. CHITI (a cura di), *Il partenariato pubblico-privato: concessioni, finanza di progetto, società miste, fondazioni*, Napoli, Editoriale Scientifica, 2009.

2 Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza, pp. 248-249.

che la Pubblica amministrazione possa così usufruire del finanziamento e dell'*expertise* dei soggetti privati<sup>3</sup>.

La promozione e il corretto utilizzo del *project financing*, quale particolare operazione di finanziamento di progetti diretti alla realizzazione e gestione di opere infrastrutturali ovvero alla fornitura di servizi nell'interesse pubblico della collettività<sup>4</sup>, costituisce oggi un tema centrale per la crescita economica e la realizzazione delle infrastrutture in Italia.

La consapevolezza della rilevanza dell'utilizzo degli strumenti del partenariato pubblico-privato come scelta obbligata per lo sviluppo dell'economia italiana<sup>5</sup> deriva dalla considerazione del ruolo centrale svolto dai lavori pubblici nella crescita economica<sup>6</sup>, sia per l'effetto positivo indotto dalla presenza di infrastrutture efficienti, sia sotto il profilo dell'incidenza diretta sul PIL e sull'occupazione delle attività connesse con la realizzazione di grandi opere infrastrutturali<sup>7</sup>. È stato osservato<sup>8</sup> come il crescente interesse per lo sviluppo della dotazione infrastrutturale globale trovi le proprie ragioni nella convergenza di cinque importanti fattori: (i) l'arretratezza di talune infrastrutture operanti nelle economie più sviluppate; (ii) il ruolo centrale che gli investimenti in infrastrutture possono giocare per la crescita dei Paesi emergenti; (iii) il ricorso agli investimenti infrastrutturali quale leva per sostenere la

3 Cfr. U. DRAETTA (a cura di), *Il project financing. Caratteristiche e modelli contrattuali*, Milano, Giuffrè, 1997; A. TULLIO, *La finanza di progetto: profili civilistici*, Milano, Giuffrè, 2003.

4 Sulla nozione e la strutturazione delle operazioni di *project financing* v., nella letteratura anglosassone, E.R. YESCOMBE, *Principles of Project Finance*, Amsterdam, Academic Press, 2002; G. VINTER, G. PIERCE, D. LEE, *Project Finance: A Legal Guide*, London, Sweet & Maxwell, 2006; S.L. HOFFMAN, *The Law and Business of International Project Finance*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008; J.D. FINNERTY, *Project Financing: Asset-based Financial Engineering*, New York, John Wiley & Sons, 2013.

5 In tema v., da ultimo, G.L. PIETRANTONIO, *Il Project Financing tra pubblico e privato. Problemi, scenari e prospettive*, Torino, Giappichelli, 2018, in part. pp. 9 ss.

6 Cfr. M. FERRARI, A. GIOVANNINI, M. POMPEI, *The Challenge of Infrastructure Financing*, in *Oxford Review of Economic Policy*, vol. XXXII, fasc. 3, 2016, pp. 446 ss.

7 Cfr., *ex multis*, W. EASTERLY, S. REBELO, *Fiscal Policy and Economic Growth: An Empirical Investigation*, in *Journal of Monetary Economics*, vol. XXXII, 1993, p. 417; B. SANCHEZ-ROBLES, *Infrastructure Investment and Growth: Some Empirical Evidence*, in *Contemporary Economic Policy*, vol. XVI, 1998, p. 98; F. DE CAROLIS, C. GIORGIANTONIO, G. PALUMBO, S. DE STEFANIS, V. SENA, *Public Capital and Total Factor Productivity: New Evidence from the Italian Regions, 1970-98*, in *Regional Studies*, vol. XXXIX, fasc. 5, 2005, pp. 603 ss.; V. DI GIACINTO, G. MICUCCI, P. MONTANARO, *Dynamic Macroeconomic Effects of Public Capital: Evidence from Regional Italian Data*, in *Giornale degli economisti e annali di economia*, vol. LXIX, fasc. 1, 2010, pp. 29 ss.

8 F. BALDI, G. DI GIORGIO, F. NUCCI, *Più Stato o più mercato? Un'analisi empirica della struttura finanziaria delle operazioni di project financing*, in *L'industria*, fasc. 4, 2017, p. 460.

crescita economica dell'Unione Europea (es. Piano Juncker); (iv) l'appetito degli investitori istituzionali per i rendimenti offerti da forme di impiego a lungo termine caratterizzate dalla stabilità dei flussi cedolari; (v) le condizioni di rigore ed austerità imposte alla fiscalità pubblica di gran parte dei Paesi più economicamente sviluppati, che limitano il ruolo dei Governi quali finanziatori di nuovi investimenti infrastrutturali mediante l'aumento della spesa pubblica. Con riferimento a tale ultima motivazione, ciò sarebbe confermato dal fatto che proprio nel mercato europeo<sup>9</sup>, laddove attualmente si applicano i più stringenti vincoli di bilancio al ricorso a risorse pubbliche per il finanziamento di nuove infrastrutture, consta ben il 41 per cento della domanda globale per nuove opere<sup>10</sup>.

Nell'attuale fase di scarsa disponibilità di risorse finanziarie pubbliche, quindi, il *project financing* rappresenta per gli enti pubblici territoriali uno strumento oramai fondamentale per valutare le possibilità di finanziamento volte alla costruzione, ristrutturazione e gestione di un'opera pubblica o alla fornitura di un servizio per la collettività.

Tuttavia, l'opportunità di ricorrere al *project financing* da parte delle amministrazioni locali deriva non solo dall'esigenza di reperire finanziamenti agli investimenti, mediante il superamento dei vincoli finanziari posti dal Patto di stabilità interno e dai limiti normativi all'indebitamento<sup>11</sup>, ma anche dalla necessità di assicurare una migliore qualità progettuale delle infrastrutture realizzate, una più efficiente distribuzione dei rischi tra soggetto pubblico e soggetto privato, un efficiente servizio di *project management* di grandi opere, la compensazione di carenze organizzative interne con riguardo alle competenze tecniche e gestionali richieste per realizzare e gestire infrastrutture di dimensioni rilevanti ovvero di particolare complessità.

Un utilizzo del PPP più consapevole e maturo da parte delle Amministrazioni e degli operatori del mercato può certamente consentire di cogliere rapidamente nell'interesse del Paese le opportunità presenti nel PNRR sui diversi interventi finanziati (ad es., in materia di digitalizzazione, rinnovo del parco dei mezzi di trasporto, realizzazione di infrastrutture di trasporto urbano come tram, filovie e funivie, efficientamento energetico delle scuole, degli uffici pubblici e dell'edilizia convenzionata, infrastrutture della sanità), tenendo comunque conto della durata dei progetti del PNRR limitata al

9 Sul mercato europeo v. E. ROSSI, R. STEPIC, *Infrastructure Project Finance and Project Bonds in Europe*, New York, Palgrave MacMillan, 2015.

10 M. FERRARI, A. GIOVANNINI, M. POMPEI, *The Challenge of Infrastructure Financing*, cit.

11 V. EUROSTAT, *Clarification Note on the Statistical Treatment of PPP Contracts*, Luxembourg, 2016.

2026.

Evidentemente, l'applicazione dello schema di PPP ai progetti del PNRR dovrà configurarsi progressivamente attraverso l'esperienza e il confronto con le prassi del mercato, in un modello affinato *learning by doing*<sup>12</sup>, ove la giurisprudenza ancora troppo spesso è chiamata ad una necessaria opera di supplenza, in presenza di dettati normativi ambigui o incompleti<sup>13</sup>, trovandosi di fronte ad un istituto di matrice anglosassone che sconta le tipiche problematiche di "innesto" negli ordinamenti di *civil law*, non solo in quello italiano<sup>14</sup>.

## **2. Le criticità nella prassi delle operazioni di *project financing***

Come noto, sono ancora numerose le criticità che tuttora si riscontrano nella prassi delle operazioni di *project financing*: la limitatezza di studi preliminari e di fattibilità dell'intervento; la carenza di competenze specifiche da parte delle strutture amministrative e tecniche dell'ente pubblico territoriale per la valutazione dei progetti, poco specializzate nelle valutazioni di natura economico-finanziaria, contrattuale e gestionale; la conseguente limitata autonomia di valutazione dell'operazione che viene presentata e prospettata dal privato; l'allungamento dei tempi procedurali; la distorsione nelle motivazioni di ricorso al *project financing* da parte dell'amministrazione.

La scarsa capacità contrattuale dell'ente pubblico si riscontra soprattutto nella procedura con il promotore, laddove l'assenza o l'inadeguatezza di studi preliminari e di fattibilità contrae la capacità dell'ente di verificare la fondatezza delle proposte del promotore e di controllarne le valutazioni economiche, non potendo quindi avere un quadro attualizzato dei possibili rischi legati all'iniziativa

<sup>12</sup> E. CAMPAGNANO, *Le nuove forme del partenariato pubblico-privato*, Padova, Cedam, 2020, p. 88.

<sup>13</sup> G.F. CARTEI, *I freni negli interventi infrastrutturali. Strumenti di partenariato pubblico-privato e qualità di redazione normativa del Codice dei contratti pubblici*, in *An. giur. econ.*, fasc. 1, 2020, p. 239.

<sup>14</sup> V., ad es., con riferimento all'esperienza francese, G. MULAZZANI, *Il partenariato pubblico-privato nel diritto francese: dal contract de partenariat al marché de partenariat*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, fasc. 3-4, 2018, p. 629 ss.

imprenditoriale prospettata dal privato<sup>15</sup>. Da un recente studio di mercato è emerso che soltanto una operazione su quattro messa a gara arrivava alla fase di avvio della gestione, permanendo ancora molto alta la "mortalità" di queste iniziative a causa di diversi profili problematici: 1) tempi troppo lunghi e incerti per giungere all'affidamento del contratto di PPP, al *financial closing* e all'inizio della fase di realizzazione; 2) forte criticità tecnica nella formulazione delle proposte e dei bandi gara, nella realizzazione dei progetti e nella gestione dei rapporti tra pubblico e privato; 3) difficoltà a trovare un giusto equilibrio tra rischi privati e garanzie pubbliche; 4) rischio politico-amministrativo troppo elevato che comporta frequenti cambiamenti dei progetti; 5) prevalenza nelle imprese di una cultura imprenditoriale tradizionale, maggiormente finalizzata alla costruzione e meno attenta alla gestione<sup>16</sup>.

Ancora di recente si può rilevare come "vi è una forte criticità tecnica nella formulazione delle proposte e dei bandi di gara, nella costruzione dei progetti e nella gestione dei rapporti complessi tra soggetti pubblici e soggetti privati"<sup>17</sup>. Non sembrano, quindi, ancora del tutto superati i principali limiti dello strumento, riconducibili alle incertezze relative all'allocazione del rischio amministrativo-legale, alle inadeguatezze nelle procedure di selezione del contraente privato, alla scarsa attenzione nella

---

15 Rileva G. PASQUINI, *Il Project financing e la discrezionalità*, in *Giornale dir. amm.*, fasc. 10, 2006, p. 1112, come "l'esperienza mostra come le operazioni di coinvolgimento del settore privato in iniziative infrastrutturali necessitino primariamente di una puntuale e approfondita attività di ideazione e programmazione da parte della pubblica amministrazione. La qualità dell'azione amministrativa costituisce, in questa fase, un elemento necessario e imprescindibile per il buon successo di questo tipo di operazioni", osservando come la realizzazione di un intervento infrastrutturale con il concorso di risorse private richieda valutazioni assai complesse e specifiche con riguardo, a titolo di esempio, "al complesso delle valutazioni e degli approfondimenti per verificare la presenza di condizioni di convenienza per il settore pubblico (*value for money*), alla verifica delle possibili alternative progettuali, alla identificazione e allocazione dei rischi connessi al progetto, alla verifica della sostenibilità economico-finanziaria dell'investimento e della accettabilità di questo da parte degli istituti di credito chiamati a rendere disponibili i finanziamenti. Nella fase di programmazione, infine, la pubblica amministrazione dovrebbe adoperarsi per mitigare o eliminare, per quanto possibile, i fattori di rischio amministrativo".

16 Per alcuni di tali rilievi v. già F. MERUSI, *Certezza e rischio nella finanza di progetto delle opere pubbliche*, in *Banca imp. soc.*, vol. XXII, fasc. 3, 2003, 22, pp. 479 ss. Sui profili finanziari v. F. CAPUTO NASSETTI, *Valutazione e predisposizione del piano economico-finanziario: l'asseverazione bancaria e le responsabilità connesse all'asseverazione*, in G. MORBIDELLI (a cura di), *Finanza di progetto*, Torino, Giappichelli, 2004, pp. 45 ss.

17 *Il mercato del partenariato pubblico-privato in Italia. Rapporto 2017*, Roma, Cresme Europa Servizi, 2018.

predisposizione dei contratti<sup>18</sup> nonché all'assenza di adeguati presidi che assicurino la bancabilità dei progetti<sup>19</sup>.

Vi è da considerare come, tuttavia, non sia semplice contemperare, nella configurazione di una disciplina normativa "ottimale" delle operazioni di *project financing*, la flessibilità richiesta dal mercato con il dovuto rispetto dei principi di pubblicità, trasparenza e parità di trattamento tipici dell'agire delle pubbliche amministrazioni interessate<sup>20</sup>, anche perché va assicurato che l'ente pubblico sia in grado di

---

18 Osserva A. TONETTI, *Il decreto "del fare": il rilancio dell'economia*, in *Giornale dir. amm.*, fasc. 12, 2013, p. 1143, come "le ragioni di queste disfunzioni sono diverse e di varia natura. Per quanto qui interessa rilevare, esse spesso riflettono la diffusa incapacità dell'amministrazione a correttamente strutturare operazioni di PPP – ovviamente ben più complesse delle tradizionali modalità di intervento fondate sull'appalto – senza, peraltro, tenere in adeguato conto gli interessi dei privati cui si chiede di intervenire in rapporti di durata; talvolta, possono derivare anche da comportamenti opportunistici degli stessi privati orientati ad entrare nel progetto confidando poi in favorevoli aggiustamenti successivi all'aggiudicazione sotto la pressione della necessità di realizzare comunque l'opera".

19 C. GIORGIANTONIO, V. GIOVANNIELLO, *Infrastrutture e project financing in Italia: il ruolo (possibile) della regolamentazione*, Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, n. 56, novembre 2009.

20 V., di recente, Cons. Stato, Sez. V, 26 luglio 2018, n. 2729, secondo cui "in linea generale il confronto tra più proposte di contratto, offerte contrattuali o progetti è il metodo principale cui la pubblica amministrazione soggiace nell'individuare la controparte privata. Solo così sono assicurati i valori cardine dell'imparzialità e buon andamento (art. 97 Cost.), e quelli espressamente sanciti dal codice dei contratti pubblici per questo settore di attività delle amministrazioni pubbliche: «economicità, efficacia, tempestività e correttezza» ed ancora di «libera concorrenza, non discriminazione, trasparenza, proporzionalità» (art. 30, comma 1, d.lgs. n. 50 del 2016). Il successivo capoverso della disposizione ora richiamata del codice dei contratti pubblici pone inoltre a carico delle stazioni appaltanti il divieto di «limitare in alcun modo artificialmente la concorrenza allo scopo di favorire o svantaggiare indebitamente taluni operatori economici o, nelle procedure di aggiudicazione delle concessioni, compresa la stima del valore, taluni lavori, forniture o servizi» (comma 2 dell'art. 30). I principi e le regole ora richiamati sono da ritenersi compatibili con la fase di selezione del promotore privato di una concessione in finanza di progetto. È vero infatti che in essa si esprime la volontà dell'amministrazione, titolare della cura dell'interesse pubblico, se affidare o meno un contratto di concessione sulla base di un'iniziativa proveniente dal privato, e che le valutazioni che nella stessa vengono svolte costituiscono tipica manifestazione di discrezionalità amministrativa, in cui si verifica la coerenza di tale proposta privata con l'interesse pubblico (come chiarito da questa Sezione già in epoca risalente: cfr. la sentenza 10 settembre 2005, n. 6287), cosicché laddove una proposta si riveli carente anche sulla base di uno specifico profilo con tale interesse, non vi è luogo a procedere ad una valutazione comparativa con altre analoghe iniziative private (cfr. ancora la pronuncia da ultimo richiamata; in termini analoghi questa Sezione si è espressa successivamente, con la sentenza 20 maggio 2008, n. 2355). Ciò che tuttavia non è in discussione è che una verifica quanto meno preliminare va svolta nei confronti di tutte le proposte presentate, nell'interesse non solo dell'operatore economico privato, ma anche della stessa amministrazione (come da ultimo ribadito da Cons. Stato, III, 2 agosto 2017, n. 3872)".

governare al meglio il rischio di "cattura" da parte del settore privato<sup>21</sup>, compiendo autonome valutazioni anche di livello tecnico molto complesso<sup>22</sup>. Le procedure di selezione del contraente dovrebbero, al contempo, prevedere meccanismi idonei a incentivare la presentazione di proposte assicurando la remunerazione dell'iniziativa del privato e assicurare il rispetto del principio di *par condicio* dei contraenti, conseguendo un soddisfacente rapporto benefici/costi anche quando viene erogato un cofinanziamento da parte dell'Unione europea<sup>23</sup>. La tutela della libertà di concorrenza nel settore dovrebbe essere ovviamente perseguita<sup>24</sup>, cercando comunque di assicurare una rendita ragionevole dei capitali investiti e l'ammortamento degli investimenti effettuati: ciò che, evidentemente, non

---

21 Cfr. D. HEALD, G. GEORGIU, *The Substance of Accounting for Public-Private Partnerships*, in *Financial Accountability and Management*, fasc. 2, 2011, pp. 217 ss., nonché T. IRWIN, *Government Guarantees: Allocating and Valuing Risk in Privately Financed Infrastructure Projects*, Washington, DC, World Bank, 2007; M. KLEIN, *Public-Private Partnerships: Promise and Hype*, Policy Research Working Paper 7340, World Bank, Washington, DC, 2015.

22 Cfr., di recente, INTERNATIONAL MONETARY FUND, *How to Control the Fiscal Costs of Public-Private Partnerships*, Washington, DC, October 2018, secondo cui, al fine di assicurare un utilizzo consapevole dello strumento, "strong governance institutions are needed to manage risks and avoid unexpected costs from PPPs. While in the short term, PPPs may appear cheaper than traditional public investment, over time they can turn out to be more expensive and undermine fiscal sustainability, particularly when governments ignore or are unaware of their deferred costs and associated fiscal risks. To use PPPs wisely governments should (1) develop and implement clear rules for their use; (2) identify, quantify, and disclose PPP risks and expected costs; and (3) reform budget and government accounting frameworks to capture all fiscal costs comprehensively". In tema v. già INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Public-Private Partnerships, Government Guarantees, and Fiscal Risk*, Washington, DC, 2006; INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Public Investment and Public-Private Partnerships*, Economic Issues 40, Washington, DC, 2007.

23 La relazione della Corte dei conti europea n. 9/2018 - intitolata "Partenariati pubblico-privato nell'UE: carenze diffuse e benefici limitati" - illustra appunto le risultanze degli *audit* espletati tra il maggio 2016 e il settembre 2017 su n. 12 PPP cofinanziati dall'UE in Francia, Grecia, Irlanda e Spagna nei settori del trasporto su strada e delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione, al fine di valutare se i progetti di PPP finanziati dall'UE sono gestiti in maniera efficace e con un soddisfacente rapporto benefici/costi. Cfr. in tema G. PASQUINI, *PPP e PF: La relazione della Corte dei conti europea n. 9/2018*, slides presentate al Convegno organizzato da IGI in Roma il 25 ottobre 2018.

24 Cfr., in generale, J. GOMEZ IBANZE, *Regulating Infrastructure: Monopoly, Contracts, and Discretion*, Cambridge, MA, Harvard University Press, 2003; J.L. GUASCH, *Granting and Renegotiating Infrastructure Concessions: Doing It Right*, Washington, DC, World Bank, 2004.

costituisce un compito affatto semplice per il regolatore<sup>25</sup>, che pure si esercita oramai periodicamente ad apportare modifiche al Codice dei contratti pubblici nel prisma dell'efficienza del sistema di tali contratti e della semplificazione del quadro normativo vigente.

### **3. I vantaggi del ricorso al *project financing***

I vantaggi del ricorso al *project financing*, nonostante le sopra richiamate criticità, restano indubbi: fra l'altro, la possibilità di coinvolgere capitali privati nella realizzazione di opere pubbliche ha consentito di rivoluzionare l'approccio alla realizzazione e gestione delle infrastrutture, poiché, rendendo centrale la considerazione della redditività degli investimenti effettuati, ha introdotto elementi di efficienza tipici dei sistemi di mercato nell'ambito di valutazioni pur sempre centrate sul rilievo dell'interesse pubblico<sup>26</sup>.

Il ricorso al *project financing* si rivela, poi, una tecnica in grado di superare, nell'ambito della localizzazione delle infrastrutture strategiche, il cosiddetto fenomeno «*not in my back yard*» (NIMBY)<sup>27</sup>, poiché per garantire il buon fine dell'operazione il sistema finanziario richiede specifiche e preventive assunzioni di responsabilità a tutti gli attori del sistema, per ridurre il rischio di variazione degli elementi chiave in corso d'opera e per gestire in via preventiva eventuali criticità, con il diretto coinvolgimento di tutti i portatori di interesse che svolgono un ruolo fondamentale nella creazione del consenso relativamente

25 Cfr. C. GIORGIANTONIO, V. GIOVANNIELLO, *Infrastrutture e project financing in Italia: il ruolo (possibile) della regolamentazione*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, n. 56, novembre 2009, pp. 8-9. Sui diversi interventi di riforma della regolamentazione che si sono susseguiti nel tempo v., *ex multis*, S. SCOTTI CAMUZZI, *Il project financing nel settore pubblico e la legge "Merloni-ter"*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, fasc. 1, 2002, pp. 1 ss.; G.F. FERRARI, F. FRACCHIA (a cura di), *Project financing e opere pubbliche. Problemi e prospettive alla luce delle recenti riforme*, Milano, Giuffrè, 2004; G.F. CARTEI, M. RICCHI (a cura di), *Finanza di progetto. Temi e prospettive, approfondimenti sistematici ed interdisciplinari*, Napoli, Editoriale Scientifica, 2011. Sulle esperienze di altri Paesi v., ad esempio, V. LOSCO, *Il project financing negli Stati Uniti*, in *Dir. pubbl.comp. eur.*, 2005, p. 1839; F. CASSELLA, *Il project financing nel Regno Unito*, *ibidem*, 2005, p. 1801; F. MATTASSOGLIO, *Il project financing in Francia*, *ibidem*, 2005, p. 1850; N. PECCHIOLI, *Il project financing in Svizzera*, *ibidem*, 2005, p. 1870; R. SCARCIGLIA, *Il project financing in Spagna*, *ibidem*, 2005, p. 1879; J. MICHEL, D. SFORZI, *Il project financing in Germania*, *ibidem*, 2005, pp. 1893 ss. Da ultimo v. la monografia di V. MONTANI, *Il project financing. Inquadramento giuridico e logiche manutentive*, Torino, Giappichelli, 2018.

26 Pur in presenza di una crescente mobilitazione di capitali privati, sull'evidenza empirica circa il ruolo proattivo che lo Stato può essere chiamato a svolgere nel co-finanziare gli investimenti infrastrutturali v. F. BALDI, G. DI GIORGIO, F. NUCCI, *Più Stato o più mercato? Un'analisi empirica della struttura finanziaria delle operazioni di project financing*, cit., p. 9.

27 Cfr. G. MANFREDI, *La Corte costituzionale, i rifiuti radioattivi e la sindrome nimby*, in *Riv. giur. amb.*, fasc. 3/4, 2005, pp. 532 ss.; ID., *Il regolamento sul dibattito pubblico: democrazia deliberativa e sindrome nimby*, in *Urb. app.*, fasc. 5, 2018, pp. 604 ss.

alla promozione dell'opera<sup>28</sup>. In questo senso, collocare *ex ante* il processo di creazione del consenso potrebbe giovare ad evitare eventuali opposizioni successive.

Nondimeno, il ricorso al *project financing* consente di valorizzare nel nostro ordinamento il principio costituzionale di sussidiarietà orizzontale<sup>29</sup>, poiché il processo decisionale deriva non dall'iniziativa del decisore politico, ma si snoda in chiave *bottom-up*, essendo spesso i rappresentanti degli interessi locali, le associazioni industriali, le Camere di commercio a spingere l'ente locale nella consapevolezza che la realizzazione di nuove infrastrutture sul territorio ne potenzi lo sviluppo economico e la coesione sociale, inserendo i progetti in una complessiva politica di coerente sviluppo territoriale<sup>30</sup>. Piuttosto, lo Stato centrale è doverosamente chiamato, ai sensi dell'art. 118, comma 4, Cost., ad assistere e promuovere le iniziative che derivano dalle autonomie, mettendo a disposizione una serie di servizi centralizzati di elevata specializzazione giuridica, economica e tecnica necessari per il buon esito dei procedimenti di *project financing*, che spesso presentano elementi di notevole complessità<sup>31</sup>.

#### **4. Certezza del diritto e standardizzazione del contratto di *project financing***

In un diritto dei mercati in cui il passaggio dall'età moderna all'età "postmoderna" segna un'ulteriore fase di crisi per la calcolabilità di comportamenti e decisioni degli operatori<sup>32</sup>, l'esigenza di certezza del diritto relativo alla disciplina delle operazioni di *project financing* in Italia risulta essenziale e propedeutica alla promozione di tale forma di realizzazione delle opere pubbliche, sia che si intenda riferirsi ad una

28 A. GERVASONI, *Project Financing e finanziamento delle infrastrutture*, in *Management delle utilities*, 2009, p. 7.

29 Su tale principio quale base per la cooperazione e interazione tra pubblico e privato e sulle potenzialità applicative nel nostro ordinamento sia consentito rinviare a D. SICLARI, *Modelli di sussidiarietà orizzontale. La centralizzazione delle informazioni sui rischi di pagamento*, Padova, Cedam, 2006; ID., *Contributo allo studio della sussunzione legislativa di regole formate dai privati*, in *Studi in onore di Vincenzo Atripaldi*, Napoli, Jovene, 2010, pp. 275 ss.

30 Anche con il ricorso all'accordo di programma previsto dall'art. 34 del Testo Unico degli enti locali di cui al d.lgs. n. 267 del 2000, con cui si possono far emergere eventuali problematiche giuridiche legate all'infrastruttura e inserire la medesima nella programmazione pubblica.

31 Cfr. G.L. ALBANO, F. ANTELLINI RUSSO, *Politica infrastrutturale e Partenariato pubblico-privato in Italia. La centralizzazione come strumento di efficienza per le scelte pubbliche*, Quaderni Consip, V, 2010.

32 N. IRTI, *Un diritto incalcolabile*, Torino, Giappichelli, 2016, p. XVII.

standardizzazione dei contenuti<sup>33</sup> del contratto di *project financing*, sia che si volga lo sguardo ad una più ambiziosa tipizzazione del medesimo contratto<sup>34</sup>, anche al fine di renderlo un concreto ed efficiente strumento applicativo del PNRR.

Onde assicurare una maggiore certezza della regolazione contrattuale dei diritti e degli obblighi delle parti coinvolte nelle operazioni di *project financing*<sup>35</sup>, evitando il rischio di sottoscrizione di contratti inadeguati, che generano spesso contenziosi che rallentano lo sviluppo delle iniziative e ne aggravano il peso economico, da alcuni anni si è impegnati a realizzare una tendenziale standardizzazione dello strumento contrattuale.

L'Associazione Nazionale Costruttori Edili (ANCE) ha, ad esempio, pubblicato le Linee guida per la predisposizione delle convenzioni di concessione e gestione, risultato del gruppo di lavoro sulla standardizzazione dei contratti nelle operazioni di partenariato pubblico-privato, promosso e coordinato dalla stessa Associazione, con l'obiettivo di offrire una prima schematizzazione degli elementi principali che il contratto dovrebbe contenere per una corretta regolamentazione dei rapporti tra le parti e un'adeguata allocazione dei rischi<sup>36</sup>, al fine di favorire la tutela degli interessi dei contraenti e dei cittadini utenti nonché la concreta finanziabilità del progetto.

<sup>33</sup> Per cui si veda, ad esempio, l'esperienza delle condizioni generali di contratto: C.M. BIANCA, *Condizioni generali di contratto: I) Diritto civile*, in *Enc. giur. Treccani*, VII, Roma, 1988, pp. 2 ss.; G. ALPA, *Contratti di massa a) Profili generali*, in *Enc. dir. Agg.*, I, Milano, 1997, pp. 403 ss.; G. OPPO, *Disumanizzazione del contratto?*, in *Riv. dir. civ.*, fasc. 1, 1998, pp. 525 ss.

<sup>34</sup> Sulla rilevanza del tipo nel nostro ordinamento v., *ex multis*, G.B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria generale del negozio giuridico*, Milano, Giuffrè, 1966; R. SACCO, *Autonomia contrattuale e tipi*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1966, p. 788; G. DE NOVA, *I tipi contrattuali*, Padova, Cedam, 1974; G. ALPA, *La causa e il tipo*, in E. GABRIELLI (a cura di), *I contratti in generale*, in *Trattato* diretto da Rescigno e Gabrielli, Torino, Giappichelli, 2006, p. 559; E. DEL PRATO, *Requisiti del contratto*, in *Comm. Cod. civ.* diretto da Schlesinger e Busnelli, 2013, pp. 36 ss.; G. GITTI, *La «tenuta» del tipo contrattuale e il giudizio di compatibilità*, in *Riv. dir. civ.*, fasc. 1, 2008, pp. 491 ss.; P. RESCIGNO, *Operazioni commerciali in cerca del «tipo» contrattuale*, in *Rass. dir. civ.*, 2011, p. 1331.

<sup>35</sup> Sui profili civilistici dei contratti di *project financing* v. A. VERONELLI, *Project financing*, in *Digesto Disc. comm.*, Agg., Torino, Giappichelli, 2000, p. 594; M.C. PAGLIETTI, *Profili civilistici del project financing*, in *Nuova giur. civ. comm.*, fasc. 2, 2003, p. 310; A. TULLIO, *La finanza di progetto: profili civilistici*, Milano, Giuffrè, 2003; L. COSTANTINO, *Profili civilistici del project financing e gruppi di contratti*, in *Contr. e impr.*, 2003, p. 395; T.V. RUSSO, *Il project financing*, in P. PERLINGERI (diretto da), *Trattato di diritto civile* del Consiglio Nazionale del Notariato, Napoli, Edizioni ESI, 2007; F. MONTANI, *Project financing. Inquadramenti contrattuali e profili applicativi*, Napoli, Jovene, 2010; D. SCARPA, *Analisi della struttura contrattuale del project financing*, in *Vita not.*, 2011, p. 631; G. TOMASI, *Struttura e qualificazione del project financing*, in *Contr.*, 2012, pp. 417 ss.

<sup>36</sup> Cfr. R. CORI, C. GIORGIANTONIO, I. PARADISI, *Allocazione dei rischi e incentivi per il contraente privato: un'analisi delle convenzioni di «project financing» in Italia*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, 2010, p. 82.

La Ragioneria generale dello Stato ha, quindi, avviato una consultazione pubblica sul documento "Guida alle Pubbliche Amministrazioni per la redazione di un Contratto di Concessione di Progettazione, Costruzione e Gestione di Opere Pubbliche in Partenariato Pubblico Privato", avente ad oggetto una bozza di "contratto tipo"<sup>37</sup> che rappresentava l'aggiornamento e la revisione dello schema di contratto già oggetto della precedente consultazione, svolta nel mese di novembre 2015, per tenere conto delle novità introdotte dal nuovo Codice dei contratti pubblici.

L'obiettivo di definire un "contratto standard" in materia di PPP<sup>38</sup>, attraverso la predisposizione di clausole chiare e inequivocabili, deriva evidentemente dall'esigenza di incentivare e sostenere gli investimenti in infrastrutture, tutelando al contempo la finanza pubblica<sup>39</sup>.

Lo Schema di "Contratto di concessione per la progettazione, costruzione e gestione di opere pubbliche a diretto utilizzo della Pubblica Amministrazione, da realizzare in partenariato pubblico privato"<sup>40</sup> è stato strutturato con riferimento a una Operazione di Partenariato Pubblico-Privato (PPP), aggiudicata sulla base di un progetto definitivo, nella quale, a fronte di prestazioni rese dal concessionario, l'Amministrazione concedente paga un canone di disponibilità dell'opera, canoni per i servizi accessori e, ove previsto, un contributo pubblico a titolo di prezzo dei lavori realizzati ai sensi degli artt. 165, comma 2 e 180, comma 6, del Codice dei contratti pubblici<sup>41</sup>. Si è ritenuto preferibile elaborare uno Schema di contratto di concessione per contratti di PPP a tariffazione sulla P.A. in considerazione della

37 Presentata e discussa in occasione del convegno del 18 luglio 2018 dal titolo "Partenariato Pubblico Privato: Nuovi investimenti e controllo della Finanza Pubblica".

38 Sui modelli contrattuali standard nell'appalto internazionale e le condizioni di contratto v. M.J. BONELL, *The Law Governing International Commercial Contracts: Current Deficiencies and Possible Remedies*, in *Dir. comm. int.*, fasc. 3, 2018, p. 589.

39 Sia consentito, sul punto, il rinvio a D. SICLARI, *Opere pubbliche e project financing: tra standardizzazione e tipizzazione contrattuale*, in *Contr. impr.*, fasc. 2, 2020, pp. 591 ss.

40 Approvato con Delibera dell'Autorità Nazionale Anticorruzione n. 1116 del 22 dicembre 2020 e con Determina del Ragioniere Generale dello Stato n. 1 del 5 gennaio 2021, lo schema di contratto standard è stato elaborato dal Gruppo di Lavoro interistituzionale istituito nel 2013 presso il Dipartimento della Ragioneria Generale dello Stato del Ministero dell'Economia e delle Finanze e composto da rappresentanti del medesimo Ministero dell'Economia e delle Finanze, del Dipartimento per la Programmazione e il Coordinamento della Politica Economica della Presidenza del Consiglio dei Ministri, dell'Istituto Nazionale di Statistica, dell'Autorità Nazionale Anticorruzione, dell'Associazione Nazionale Comuni Italiani - IFEL Fondazione, dell'Università Bocconi e della Cassa Depositi e Prestiti.

41 Sull'oggetto dello schema di contratto v. D. ANDRACCHIO, *Art. 4. Oggetto*, in D. SICLARI (a cura di), *Commentario al contratto standard di concessione per la progettazione, costruzione e gestione di opere pubbliche in partenariato pubblico-privato (PPP)*, Torino, Giappichelli, 2021, pp. 28 ss.

necessità di allocare correttamente, a livello giuridico, i rischi propri delle Operazioni di PPP, nel rispetto dei principi della Direttiva 2014/23/UE, delle indicazioni fornite da Eurostat per la contabilizzazione fuori bilancio delle medesime Operazioni nonché delle previsioni del Codice dei contratti pubblici.

Il trasferimento al concessionario dei rischi economici insiti nella gestione affidata in concessione costituisce la causa giustificativa tipizzante del contratto, dovendo la componente «rischio» ricorrere sempre in concreto e dovendo i rischi essere identificati, quantificati e chiaramente assegnati alla parte che è maggiormente in grado di assumerli, onde l'esigenza di «codificare» correttamente l'allocazione di tali rischi nel contratto.

In questo senso, lo Schema di contratto si configura quale necessario strumento di "governo del rischio" idoneo a disegnare in modo efficiente la struttura negoziale del rapporto concessorio: come si osserva nella Relazione illustrativa dello schema, "il governo del rischio nel Contratto rileva, infatti, anzitutto sotto il profilo giuridico, posto che la corretta allocazione dei rischi definisce la Concessione rispetto all'appalto; in secondo luogo, sotto il profilo economico, attraverso il conseguimento di un positivo *value for money* (convenienza del PPP per l'Amministrazione); infine, sotto il profilo contabile e statistico, in quanto l'esatta attribuzione dei rischi in capo al Concessionario permette di classificare l'Opera *off-balance sheet* e di contabilizzare l'Operazione come non generativa di nuovo debito, con effetti positivi per la finanza pubblica. Con riferimento specifico a quest'ultimo aspetto va considerato che il trattamento statistico dell'operazione è basato su un'analisi complessiva del contratto di PPP sia con riferimento alla fase della stipula che con riferimento agli eventi modificativi delle clausole del contratto, come dettagliatamente previsto nella Guida Eurostat/EPEC sul trattamento statistico delle operazioni di PPP".

Condizioni contrattuali certe potranno evitare il rischio che, a conclusione dell'Operazione di partenariato, si possa produrre una riclassificazione finanziaria di tale Operazione, includendola nel perimetro del bilancio della pubblica amministrazione e incidendo così sui limiti di indebitamento<sup>42</sup>. L'auspicio è che una tale standardizzazione possa assicurare una razionale, efficiente e trasparente conclusione dei contratti<sup>43</sup>, costituendo sul piano economico la risposta al problema di limitare i costi

42 Cfr. P. RACCA, Art. 32. *Riequilibrio economico finanziario*, in D. SICLARI (a cura di), *Commentario al contratto standard di concessione per la progettazione, costruzione e gestione di opere pubbliche in partenariato pubblico-privato (PPP)*, cit., pp. 231 ss.

43 G. ALPA, *La libertà di scelta del "tipo" contrattuale nella prassi di common law. Note in margine a un dibattito*, in *Contr. impr.*, fasc. 2, 2018, p. 603.

transattivi, inducendo certezza e celerità nei traffici giuridici e permettendo di predisporre in anticipo il regolamento negoziale e di calcolare gli esiti economici del contrarre, nonché di ridurre il rischio che insorgano controversie sull'esecuzione degli obblighi contrattuali, in particolare qualora le clausole contrattuali siano di natura tecnica e di elevata complessità<sup>44</sup>.

### **5. Le recenti riforme normative e le questioni aperte sul Pnrr**

Al fine di rendere più efficiente lo strumento del *project financing*, il recente decreto-legge 18 aprile 2019, n. 32,<sup>45</sup> reca un'importante innovazione poiché l'art. 1, comma 1, lettera ff), inserisce nel Codice dei contratti pubblici, all'art. 183, dopo il comma 17, il nuovo comma 17-bis, che facoltizza gli investitori istituzionali indicati nell'elenco riportato all'art. 32, comma 3, del decreto-legge 31 maggio 2010, n. 78<sup>46</sup>, a presentare le proposte di cui al comma 15, primo periodo, associati o consorziati, qualora privi dei requisiti tecnici, con soggetti in possesso dei requisiti per partecipare a procedure di affidamento di contratti pubblici per servizi di progettazione.

Il richiamato art. 32, comma 3, del decreto-legge n. 78 del 2010, in materia di riorganizzazione della disciplina fiscale dei fondi immobiliari chiusi, ha previsto che le disposizioni degli articoli 6, 8 e 9 del decreto-legge 25 settembre 2001, n. 351<sup>47</sup>, trovano applicazione, in ogni caso, per i fondi partecipati esclusivamente da uno o più dei seguenti partecipanti: a) Stato o ente pubblico; b) organismi d'investimento collettivo del risparmio; c) forme di previdenza complementare nonché enti di previdenza obbligatoria; d) imprese di assicurazione, limitatamente agli investimenti destinati alla copertura delle riserve tecniche; e) intermediari bancari e finanziari assoggettati a forme di vigilanza prudenziale; f) soggetti e patrimoni indicati nelle precedenti lettere costituiti all'estero in paesi o territori che consentano uno scambio d'informazioni finalizzato ad individuare i beneficiari effettivi del reddito o del risultato della gestione e sempreché siano indicati nel decreto del Ministro dell'economia e delle finanze di cui all'art. 168-bis, comma 1, del Testo unico delle imposte sui redditi di cui al d.P.R.

44 Ad esempio, sul ruolo dei modelli contrattuali standard nell'appalto internazionale e le condizioni di contratto elaborate dalla *Fédération Internationale of Consulting Engineers* (FIDIC) v. G. IUDICA, *Globalizzazione e diritto*, in *Contr. impr.*, fasc. 4, 2008, p. 867; L. BALESTRA, *Le regole applicabili alla formazione del contratto internazionale di appalto: standard internazionali e discipline nazionali*, in *Corr. giur.*, fasc. 5, 2016, p. 634.

45 Recante "Disposizioni urgenti per il rilancio del settore dei contratti pubblici, per l'accelerazione degli interventi infrastrutturali, di rigenerazione urbana e di ricostruzione a seguito di eventi sismici", pubblicato nella Gazzetta Ufficiale 18 aprile 2019, n. 92.

46 Convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 2010, n. 122.

47 Convertito, con modificazioni, dalla legge 23 novembre 2001, n. 410.

22 dicembre 1986, n. 917; g) enti privati residenti in Italia che perseguano esclusivamente le finalità indicate nell'art. 1, comma 1, lettera *c-bis*) del decreto legislativo 17 maggio 1999, n. 153 nonché società residenti in Italia che perseguano esclusivamente finalità mutualistiche; h) veicoli costituiti in forma societaria o contrattuale partecipati in misura superiore al 50 per cento dai soggetti indicati nelle precedenti lettere. Tale recente previsione legislativa consente, quindi, di integrare opportunamente *ab origine* anche parti di natura "finanziaria" nell'ambito del tradizionale schema contrattuale.

Degna di nota anche la modifica apportata alla procedura ad iniziativa privata di cui all'art. 185, comma 15, del Codice dall'art. 8, comma 5, lett. *d*), nn. 1) e 2), del decreto-legge 16 luglio 2020, n. 76<sup>48</sup>, in forza della quale gli operatori economici possono presentare alle amministrazioni aggiudicatrici proposte relative alla realizzazione in concessione di lavori pubblici o di lavori di pubblica utilità anche se già presenti negli strumenti di programmazione approvati dall'amministrazione aggiudicatrice.

Nonostante tali modifiche nella regolazione dell'istituto, l'utilizzo del *project financing* quale strumento di attuazione del PNRR rischia di scontare ancora taluni margini di incertezza applicativa che riguardano, ad esempio, il fatto che l'ente pubblico deve solitamente prevedere un indebitamento di durata superiore a 5 anni, mentre nei canoni di disponibilità la quota PNRR dovrebbe essere spesa tutta entro 5 anni (*i.e.* entro il 2026, come prescritto dal Piano) ovvero la questione dell'elevato valore delle garanzie e polizze assicurative da prestare, in proporzione all'elevato ammontare dei progetti compresi nel PNRR<sup>49</sup>: di guisa che l'effettiva realizzazione dei progetti mediante lo strumento del PPP dipenderà dalle norme secondarie che regoleranno le modalità di attuazione degli interventi.

48 Convertito, con modificazioni, dalla legge 11 settembre 2020, n. 120.

49 Cfr. R. LO CONTE, Art. 33. *Cauzioni*, in D. SICLARI (a cura di), *Commentario al contratto standard di concessione per la progettazione, costruzione e gestione di opere pubbliche in partenariato pubblico-privato (PPP)*, cit., pp. 243 ss.

**SOMMARIO**[\*]: 1. A chi spetta governare la transizione? – 2. Pubblico, privato e collettivo. – 3. (Nuove) Comunità energetiche locali *versus* cooperative elettriche. – 4. Transizione ecologica e innovazione sociale: l'art. 43 Cost. tra «inattuazione» e recuperata centralità.

### **1. A chi spetta governare la transizione?**

La letteratura sociologica<sup>1</sup> ha ormai da tempo evidenziato le necessità di riconscepire le problematiche ambientali in un'ottica sistemica: non a caso, si fa riferimento al concetto di "ecosistema", che da oggetto e modalità di organizzazione dell'ambiente diventa anzitutto suo parametro di analisi.

Nella prospettiva del giurista, questo vuol dire innanzitutto esaminare le molteplici modalità di intervento nell'economia e sull'ambiente, riconducendole ad un punto di equilibrio; ma vuol dire, ancor prima, immaginare il diritto stesso come un organismo vivente.

Tale considerazione assume particolare rilevanza nel contesto della c.d. "transizione ecologica", laddove l'attuale struttura di potere accentrato sembra opporsi alla realizzazione di quelle trasformazioni in chiave ambientale che richiedono invece un «decentramento del potere a favore di piccole comunità in armonia con le leggi dell'ecologia»<sup>2</sup>. Detto altrimenti, le tradizionali forme di intervento pubblico non paiono di per sé sufficienti a trarre a sé i fini sottesi alla transizione ecologica che, per sua intrinseca natura, impone la valorizzazione della dimensione locale.

Necessario contrattare ad una possibile degenerazione dirigistica della programmazione<sup>3</sup> appare allora la valorizzazione dell'autonomia delle Comunità locali, ivi ricomprendendovi i movimenti spontanei della società civile.

---

\* Il presente contributo è destinato a M. PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*.

1 N. LUHMANN, *Soziale Systeme: Grundriss einer allgemeinen Theorie*, Frankfurt am Main, Suhrkamp, 1984, (trad. it.) *Sistemi sociali. Fondamenti di una teoria generale*, Bologna, il Mulino, 1990.

2 Come evidenziato da F. CAPRA, U. MATTEI, *Ecologia del diritto. Scienza, politica, beni comuni*, Sansepolcro, Aboca, 2017, p. 233.

3 A. MOLITERNI, *La sfida ambientale e il ruolo dei pubblici poteri in campo economico*, in *Riv. quad. dir. amb.*, fasc. 2, 2020, spec. pp. 64 ss.

La transizione ecologica impone infatti una «creazione collettiva di valore pubblico»<sup>4</sup>, ove «per “pubblico” non si intende che il governo sia l'unico attore a creare valore, ma piuttosto che il valore venga creato collettivamente da diversi attori e per la Comunità nel suo insieme, nell'interesse pubblico»<sup>5</sup>.

Si afferma pertanto la necessità di rinvenire nuovi modelli flessibili, atti a ravvicinare le forme tipiche dell'intervento statale alle più recenti manifestazioni di innovazione sociale.

È in questa prospettiva che si giustifica il presente lavoro, che ha per oggetto l'analisi dei rapporti tra Società e Comunità a partire dalle c.d. “Comunità energetiche locali” recentemente introdotte nel nostro ordinamento<sup>6</sup> su recepimento di due direttive europee<sup>7</sup>. L'obiettivo principale di queste Comunità è infatti quello di fornire benefici ambientali, economici o sociali alle aree locali in cui esse operano, piuttosto che profitti finanziari. Si tratta di Comunità che, tra le proprie finalità, oltre all'ovvio scopo di produrre e condividere energia hanno quelle di contrastare i fenomeni di povertà energetica<sup>8</sup>, potendo promuovere anche interventi integrati di domotica e di efficienza energetica, nonché offrire servizi di ricarica dei veicoli elettrici o servizi ancillari e di flessibilità ai propri membri<sup>9</sup>. È allora evidente che i fini perseguiti sono in parte coincidenti con quelli che tradizionalmente connotano l'attività posta in essere dall'amministrazione locale.

Nell'investigare il ruolo nell'economia esercitato da queste Comunità, il vero interrogativo che pertanto si pone è se il rapporto che le lega alle tradizionali forme di intervento pubblico possa effettivamente originare un'innovativa «creazione collettiva di valore pubblico», costituente una sorta di

4 M. MAZZUCATO, *Missione economia. Una guida per cambiare il capitalismo*, Roma-Bari, Laterza, 2021, con particolare riferimento a pp. 102 ss. della versione digitale.

5 *Ibidem*. In particolare, secondo l'A., «sono riorientando la nostra economia – mettendo i concetti di bene comune e di valore pubblico al centro della produzione, della distribuzione e del consumo – potremo plasmare e co-creare l'economia al fine di produrre una società più inclusiva e sostenibile».

6 Si fa riferimento al d.lgs. n. 199/2021, recante “Attuazione della direttiva (UE) 2018/2001 del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'11 dicembre 2018, sulla promozione dell'uso dell'energia da fonti rinnovabili”, e al d.lgs. n. 210/2021, che attua la direttiva UE 2019/944, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 5 giugno 2019, relativa a norme comuni per il mercato interno dell'energia elettrica e che modifica la direttiva 2012/27/UE, nonché recante disposizioni per l'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento UE 943/2019 sul mercato interno dell'energia elettrica e del regolamento UE 941/2019 sulla preparazione ai rischi nel settore dell'energia elettrica e che abroga la direttiva 2005/89/CE.

7 V. le direttive richiamate nella nota precedente.

8 V. Considerando n. 67 della Direttiva (UE) 2018/2001.

9 V. art. 31, comma 1, lett. f), del d.lgs. n. 199/2021.

«accoppiamento strutturale»<sup>10</sup>, o se invece esso rischi di celare una dicotomica ed insanabile contrapposizione tra Comunità – intesa come organismo vivente, connotato da relazioni tra individui fondate su vincoli di spontanea reciprocità e un baricentro identitario, dovuto ad esempio ai rapporti di vicinato – e Società, percepita quale aggregato e prodotto meccanico che si basa su rapporti di scambio contrattuale spinti unicamente da dinamiche di convenienza<sup>11</sup>.

Se è infatti chiaro il fine, politico, che il legislatore intende perseguire incentivando queste nuove forme di Comunità, assai meno evidente è invece il mezzo, giuridico, idoneo a realizzarlo. Le Comunità locali, seppur emblema della decentralizzazione, appaiono quasi imposte dal diritto europeo e poi recepite in una normativa nazionale che perlopiù si limita a replicare le indicazioni già contenute nelle direttive.

Ci sembra allora che le Comunità energetiche locali costituiscano un esempio recente e concreto di «diritto eventuale»<sup>12</sup>: vale a dire un diritto che «disegna il mondo che vorrebbe»<sup>13</sup>, ma che sostanzialmente si fonde con la politica, e che potrebbe anche non esserci<sup>14</sup>: mira a incentivare la trasformazione, ma poi non indica i mezzi per conseguirla concretamente.

L'obiettivo del presente contributo è quindi quello di tracciare una possibile via all'incentivazione delle Comunità energetiche locali partendo dall'analisi di alcune forme di interrelazione tra Società e Comunità previste dal nostro ordinamento, al fine di far convergere i due sistemi nell'ottica della transizione ecologica.

## **2. Pubblico, privato e collettivo**

Il rapporto sussistente tra Società e Comunità evidenzia sempre più la tendenza al superamento della «netta e inappagante alternativa ricostruttiva tra pubblico e privato»<sup>15</sup> attraverso la ricerca di forme di innovazione sociale, fondate sul principio di sussidiarietà orizzontale.

<sup>10</sup> Il riferimento è nuovamente a N. LUHMANN, *Soziale Systeme: Grundriss einer allgemeinen Theorie*, op.cit.

<sup>11</sup> Si fa qui richiamo a F. TÖNNIES, *Gemeinschaft und Gesellschaft*, 1878, (trad.it.) *Comunità e società*, Roma-Bari, Laterza, 2011.

<sup>12</sup> M. PASSALACQUA, *Green Deal e transizione digitale verso un diritto eventuale*, in ID. (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, op.cit.

<sup>13</sup> *Ibidem*.

<sup>14</sup> *Ibidem*.

<sup>15</sup> W. GIULIETTI, *Norme in materia di domini collettivi ed assetti organizzativi*, in *Il diritto dell'economia*, fasc. 3, 2018, p. 1044.

Tra i vari esempi di interrelazione tra Comunità e Società riconosciute nel nostro ordinamento possono richiamarsi le c.d. «cooperative di comunità», recentemente introdotte in molte legislazioni regionali<sup>16</sup> al fine di realizzare nuove sinergie tra cittadini, imprese, associazioni e istituzioni. Create «per rendere un servizio pieno all'intera comunità»<sup>17</sup> esse sono infatti una chiara manifestazione di tale tendenza, che si concretizza malgrado la perdurante assenza di una cornice legislativa nazionale volta a definirne l'inquadramento giuridico<sup>18</sup>. A tal proposito si evidenzia che in alcuni casi alle c.d. «cooperative di comunità» viene riservata una regolamentazione specifica, mentre in altri ci si limita a far rinvio alla più generica disciplina della cooperazione in generale o tutt'al più della cooperazione sociale<sup>19</sup>.

In particolare, pur perseguendo fini di sviluppo socio-economico e territoriale in parte sovrapponibili a quelli perseguiti dall'ente amministrativo, in queste cooperative appare evidente la forte componente relazionale e identitaria poc'anzi richiamata. Basti ricordare a tal proposito la legge regionale pugliese<sup>20</sup>, che riconosce come cooperative di comunità le imprese che svolgono la propria attività «valorizzando le competenze della popolazione residente, delle tradizioni culturali e delle risorse territoriali, perseguendo lo scopo di soddisfare i bisogni della comunità locale, migliorandone la qualità, sociale ed economica, della vita attraverso lo sviluppo di attività economiche eco-sostenibili finalizzate alla produzione di beni e servizi, al recupero di beni ambientali e monumentali, alla creazione di offerta di lavoro e alla generazione, in loco, di capitale "sociale"»<sup>21</sup>.

Con riferimento ai rapporti che vengono a crearsi tra cooperative di comunità ed enti locali che insistono in un determinato territorio, vale la pena evidenziare come alcune delle normative regionali preve-

---

16 Ci risulta che, ad oggi, siano 12 le Regioni che hanno regolamentato le c.d. "cooperative di comunità". Si tratta delle seguenti regioni: Puglia (2014), Emilia-Romagna (2014), Lombardia (2015), Liguria (2015), Abruzzo (2015), Basilicata (2015), Sardegna (2018), Sicilia (2018), Toscana (2019), Umbria (2019), Campania (2020) e, da ultimo, Lazio (2021).

17 Cfr. Corte dei conti, Sezione regionale di controllo per la Lombardia, deliberazione 174/2020/VSG.

18 Si osservi infatti che nel corso dell'attuale legislatura è stata presentata alla Camera la proposta di legge n. 288 del 23 marzo 2018, che sostanzialmente riproduce la proposta di legge n. 4558 già avanzata nel corso della XVII legislatura, recante norme in tema di disciplina delle cooperative di comunità. Inoltre, il 13 dicembre 2019 è stato presentato al Senato il disegno di legge n. 1650, volto a introdurre "Disposizioni in materia di imprese sociali di comunità".

19 Per un approfondimento sul punto, si rinvia a G. CAPO, *Le cooperative di comunità*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc. 4, 2021, pp. 616 ss.

20 L.R. Puglia 20 maggio 2014, n. 23, "Disciplina delle Cooperative di comunità".

21 V. art. 2.

dano espressamente la possibile partecipazione degli enti locali alle cooperative di comunità in qualità di soci<sup>22</sup>, mentre altre si limitano a creare occasioni di raccordo tra l'azione delle due entità<sup>23</sup> e altre ancora impediscono esplicitamente all'ente locale di prendere parte alla compagine sociale<sup>24</sup>. Inoltre, alcune di queste leggi regionali riconoscono *expressis verbis* ad associazioni e fondazioni senza scopo di lucro<sup>25</sup>, nonché ad organizzazioni del Terzo Settore radicate nel territorio<sup>26</sup>, la possibilità di essere socie nelle imprese cooperative di comunità.

Proprio la sostanziale omologazione di queste forme di cooperazione agli Enti di Terzo Settore (ETS)<sup>27</sup>,

---

22 Si tratta in particolare della L.R. Basilicata 20 marzo 2015, n. 12, "Promozione e sviluppo della cooperazione" (art. 12, comma 4); della L.R. Liguria 7 aprile 2015, n. 14, "Azioni regionali a sostegno delle cooperative di comunità" (art. 3); della L.R. Puglia 20 maggio 2014, n. 23, "Disciplina delle Cooperative di comunità" (art. 3); della L.R. Sardegna 2 agosto 2018, n. 35, "Azioni generali a sostegno delle cooperative di comunità" (art. 4); della L.R. Lazio 3 marzo 2021, n. 1, "Disposizioni in materia di cooperative di comunità" (art. 3). Si osservi inoltre che alcune di queste leggi prevedono anche che una determinata percentuale di soci appartenga alla popolazione residente nella comunità di riferimento. Particolarmente emblematico in tal senso è l'art. 4 della legge regionale pugliese, laddove si statuisce, al comma 3, che «La cooperativa di comunità deve avere un numero di soci (...) che rispetto al totale della popolazione residente nella comunità di riferimento risultante dall'ultimo censimento ufficiale deve rappresentare: a. il 10 per cento della popolazione per le circoscrizioni e i comuni con popolazione fino a 2 mila 500 abitanti; b. il 7 per cento della popolazione per le circoscrizioni e i comuni con popolazione fino a 5 mila abitanti; c. il 3 per cento della popolazione per le circoscrizioni e i comuni con popolazione oltre i 5 mila abitanti». Ai sensi terzo comma, «Nel caso in cui il numero dei soci scenda al di sotto dei parametri di cui al comma 2 esso deve essere integrato entro un anno, pena la cancellazione dall'albo di cui all'articolo 5».

23 Si fa riferimento in particolare alla L.R. Campania 2 marzo 2020, n. 1, "Disposizioni in materia di cooperative di comunità", come modificata dalla L.R. 24 giugno 2020, n. 12, "Modifiche alla Legge Regionale 2 marzo 2020, n. 1 (Disposizioni in materia di cooperative di comunità)"; L.R. Emilia 17 luglio 2014, n. 214, "Norme per la promozione e lo sviluppo della cooperazione sociale. Abrogazione della Legge Regionale 4 febbraio 1994, n. 7, 'Norme per la promozione e lo sviluppo della cooperazione sociale, attuazione della Legge 8 novembre 1991, n. 381"; L.R. Lombardia 6 novembre 2015, n. 36, "Nuove norme per la cooperazione in Lombardia. Abrogazione della legge regionale 18 novembre 2003, n. 27"; L.R. Toscana 14 novembre 2019, n. 67, "Cooperazione di comunità. Modifiche alla L.R. 73/2005"; L.R. Umbria 11 aprile 2019, n. 2, "Disciplina delle cooperative di comunità"; L.R. Sicilia 27 dicembre 2018, n. 25, "Norme per la promozione, il sostegno e lo sviluppo delle cooperative di comunità nel territorio siciliano".

24 Il riferimento è alla L.R. Abruzzo 8 ottobre 2015, n. 25, "Disciplina delle Cooperative di Comunità", che all'art. 3, comma 4, così statuisce: «Non possono assumere la qualifica di soci gli enti locali in cui opera la Cooperativa di Comunità».

25 In particolare, si tratta delle leggi regionali di Puglia, Basilicata e Abruzzo.

26 Tale previsione è espressamente contenuta nelle leggi regionali della Sardegna, della Toscana e della Liguria.

27 Come noto, il c.d. Terzo Settore è stato oggetto della riforma realizzata nel 2017 con l'approvazione del "Codice del Terzo settore" (d.lgs. n. 117/2017, come integrato e modificato dal d.lgs. n. 105/2018). Per un approfondimento in dottrina, v. in particolare E. ROSSI, *Valore e ruolo del terzo settore nel welfare in evoluzione*, in M. PELLEGRINI (a cura di), *Corso di diritto pubblico dell'economia*, Padova, Cedam, 2016, pp. 273-292; F. TAGLIETTI, *Terzo settore tra Stato e mercato nelle economie post-industriali: alcuni elementi di valutazione*, in *Il Politico*, vol. LXI, fasc. 3, 1996, pp. 463-484.

avvenuta nel silenzio della normativa nazionale, ha portato recentemente la Corte Costituzionale<sup>28</sup> a pronunciarsi sulla natura dei rapporti tra ETS e amministrazioni pubbliche, individuata nell'attuazione del principio costituzionale di sussidiarietà orizzontale di cui all'ultimo comma dell'art. 118 Cost. Questo principio, sebbene ovviamente non si esaurisca nel Terzo Settore, vede la propria espressa attuazione nell'art. 55 del d.lgs. n. 117/2017, che instaura tra i soggetti pubblici e gli ETS un canale di amministrazione condivisa, alternativo a quello del profitto e del mercato: come riconosciuto dalla Corte, la «co-programmazione», la «co-progettazione» e il «partenariato» si configurano come fasi di un procedimento complesso che risulta espressione di un rapporto di tipo collaborativo tra il pubblico ed il privato sociale, non fondato semplicemente su di un rapporto sinallagmatico. Infatti, il modello così configurato, anziché basarsi sulla corresponsione di prezzi e corrispettivi dal soggetto pubblico a quella privato, si impernia sulla convergenza di obiettivi e sull'aggregazione di risorse pubbliche e private per la programmazione e la progettazione – in comune – di servizi e interventi diretti a elevare i livelli di cittadinanza attiva: questi sono volti alla coesione e protezione sociale secondo una sfera relazionale che si colloca al di là del mero scambio utilitaristico, posto che gli ETS costituiscono sul territorio una rete capillare di vicinanza e solidarietà.

Nel caso di specie, dunque, il rapporto che si viene a creare tra Comunità e Società (guidata dalla pubblica amministrazione) è di indubbia complementarità: pubblico e privato sociale si fondono insieme per promuovere la crescita e lo sviluppo socio-economico del territorio su cui insistono, attraverso l'offerta di beni e servizi di interesse generale<sup>29</sup>.

A tal proposito, un'ulteriore, recente intervento normativo che pare rilevante ai nostri fini è dato dalla

---

28 Corte Cost., sent. 20 maggio 2020, n. 131, avente per oggetto la legge regionale abruzzese. Per un commento in dottrina, si veda E. ROSSI, *Il fondamento del Terzo settore è nella Costituzione. Prime osservazioni sulla sentenza n. 131 del 2020 della Corte costituzionale*, in *Forum di Quaderni Costituzionali*, fasc. 3, 2020. V. anche F.V. DELLA CROCE, *Cooperative di comunità: la legislazione regionale vigente e la prospettiva di una normativa generale*, in *Osservatorio Costituzionale*, fasc. 4, 2021, pp. 98-128.

29 Per una più dettagliata analisi della funzione di interesse generale perseguita dalle c.d. cooperative di comunità, si rinvia in particolare a J. SFORZI, C. BORZAGA, *Imprese di comunità e riconoscimento giuridico: è davvero necessaria una nuova legge?*, in *Impresa sociale*, fasc. 3, 2019, pp. 17-30; P.A. MORI, J. SFORZI (a cura di), *Imprese di comunità. Innovazione istituzionale, partecipazione e sviluppo locale*, Bologna, il Mulino, 2018. Sul tema, cfr. anche F. BANDINI, R. MEDEI, C. TRAVAGLINI, *Territorio e Persone come risorse: le Cooperative di Comunità*, in *Impresa sociale*, 2015; L. MASTRONARDI, L. ROMAGNOLI (a cura di), *Metodologie, percorsi operativi e strumenti per lo sviluppo delle cooperative di comunità nelle aree interne italiane*, Firenze, Firenze University Press, 2020; C. BURINI, J. SFORZI, *Imprese di comunità e beni comuni. Un fenomeno in evoluzione*, Euricse Research Report n. 018/20.

l. n. 168/2017<sup>30</sup>, in materia di domini collettivi<sup>31</sup>. In essa infatti il legislatore ha previsto in via ordinaria un regime di amministrazione attraverso associazioni di diritto privato con autonomia statutaria, cui si collega, in via residuale e sussidiaria, l'affidamento ai Comuni con amministrazione separata: in particolare, essi hanno l'obbligo di destinare tutti i proventi della gestione al miglioramento dei beni collettivi amministrati<sup>32</sup>. Pertanto, a differenza del caso precedente, qui si ravvisa un rapporto di "sussidiarietà integrativa" tra l'ente locale e il modello associativo.

Significativo appare anche il richiamo agli articoli 2, 9, 42, secondo comma, e 43 della Costituzione operato dalla legge<sup>33</sup>: mentre l'ancoraggio all'art. 9 esprime la funzionalizzazione degli enti collettivi alla tutela dell'ambiente, della biodiversità e degli ecosistemi, anche nell'interesse delle future generazioni, il rimando all'art. 2 vale a fondarne la natura di enti solidaristici per definizione<sup>34</sup>. D'altro canto, se è vero che attraverso il rinvio all'art. 42, comma 2, della Costituzione il legislatore riconosce la natura privatistica del "demanio civico", il richiamo all'art. 43 pare invece funzionale ad affermare «un più coraggioso e stabile riconoscimento dei pubblici poteri (con una pluralità di strumenti) al ruolo e alle potenzialità del "privato comunitario" nella gestione dei servizi pubblici»<sup>35</sup>.

Da ultimo, ma non certo per rilevanza, devono essere richiamate le recenti leggi regionali volte a pro-

30 Per un approfondimento in dottrina, si v. in particolare G. PAGLIARI, "Prime note" sulla l. 20 novembre 2017, n. 168 ("norme in materia di domini collettivi"), in *Il diritto dell'economia*, fasc. 1, 2019, pp. 11-41; G. SPOTO, *Alcune considerazioni sugli enti di gestione dei domini collettivi*, in *Rivista Giuridica dell'Edilizia*, fasc. 3, 2021, pp. 97 ss.

31 La letteratura in materia è assai copiosa. Si rinvia in particolare a V. CERULLI IRELLI, *Proprietà pubblica e diritti collettivi*, Padova, Cedam, 1983; P. GROSSI, *Un altro modo di possedere. L'emersione di forme alternative di proprietà alla coscienza giuridica postunitaria*, in *Quaderni fiorentini per la storia del pensiero giuridico moderno*, Milano, Giuffrè, 1977, nel 2017 pubblicato in ristampa anastatica da Giuffrè.

32 Si veda, a tal proposito, l'art. 2, comma 4, del d.lgs. n. 168/2017, secondo cui «I beni di proprietà collettiva e i beni gravati da diritti di uso civico sono amministrati dagli enti esponenziali delle collettività titolari. In mancanza di tali enti i predetti beni sono gestiti dai comuni con amministrazione separata [...]».

33 V. art. 1, comma 1, l. n. 168/2017.

34 Sul punto, v. G. PAGLIARI, "Prime note" sulla l. 20 novembre 2017, n. 168 ("norme in materia di domini collettivi"), cit.

35 Così si esprimono A. MOLITERNI, S. PELLIZZARI, *La Costituzione «dimenticata» la riserva di attività economiche alle comunità di lavoratori o di utenti*, in *Rivista Trimestrale di Diritto Pubblico*, fasc.1, 2021, pp. 243 ss.

muovere le Comunità energetiche<sup>36</sup>, emanate precedentemente all'approvazione dei decreti legislativi già richiamati *supra*<sup>37</sup>.

Tali interventi normativi appaiono assai significativi, in quanto manifestano il tentativo di un recupero, da parte delle Regioni, della propria funzione normativa in materia di energia, che – sebbene riconosciuta dalla Carta Costituzionale – appare di fatto depotenziata dai limiti imposti dalla competenza nazionale ed europea<sup>38</sup>.

Per quanto qui rileva, queste leggi regionali presentano importanti elementi di comunanza, che consistono anzitutto nella natura giuridica attribuita alle suddette Comunità: si tratta infatti di «enti senza finalità di lucro, cui *possono partecipare soggetti pubblici e privati*<sup>39</sup>, costituiti al fine di promuovere il processo di decarbonizzazione del sistema economico e territoriale, e di agevolare la produzione, lo scambio e il consumo di energie generate principalmente da fonti rinnovabili, nonché forme di miglio-

36 Si fa riferimento in particolare alla L.R. Piemonte 3 agosto 2018, n. 12, "Promozione dell'istituzione delle Comunità Energetiche"; L.R. Puglia 9 agosto 2019, n. 45, "Promozione dell'istituzione delle comunità energetiche" (a tal proposito, si veda anche la deliberazione della Giunta regionale del 7 agosto 2020, n. 1346, contenente le Linee Guida attuative); L.R. Calabria 10 novembre 2020, n. 25, "Promozione dell'istituzione delle comunità energetiche da fonti rinnovabili"; L.R. Campania 29 dicembre 2020, n. 38, "Disposizioni per la formazione del bilancio di previsione finanziario per il triennio 2021-2023 della Regione Campania – Legge di stabilità regionale per il 2021", che all'art. 20 disciplina gli "Indirizzi regionali per la costituzione delle Comunità energetiche in Campania"; L.R. Lazio 27 febbraio 2020, n. 1, recante "Misure per lo sviluppo economico, attrattività degli investimenti e semplificazione", che all'art. 10 prevede la costituzione di comunità energetiche senza fini di lucro per superare l'uso del petrolio e dei suoi derivati e «favorire la produzione, lo scambio e l'autoconsumo di energia prodotta principalmente da fonti rinnovabili, sperimentare e promuovere nuove forme di efficienza energetica e riduzione dei consumi energetici nonché promuovere l'educazione e la consapevolezza energetica dei cittadini»; L.R. Liguria 6 luglio 2020, n. 13, dedicata alla "Promozione dell'istituzione delle comunità energetiche"; L.R. Marche, 11 giugno 2021, n. 10, recante "Interventi regionali di promozione e sostegno dell'istituzione dei gruppi di autoconsumo collettivo da fonti rinnovabili e delle comunità energetiche rinnovabili". Si consideri inoltre che, al tempo in cui si scrive, la Sardegna, l'Emilia Romagna, la Lombardia e il Veneto hanno presentato delle proposte legislative in materia.

37 V. in particolare nota 6.

38 Per un approfondimento in dottrina si rinvia a F. DONATI, *Il riparto delle competenze tra Stato e regioni in materia di energia*, in E. BRUTI LIBERATI, F. DONATI (a cura di), *Il nuovo diritto dell'energia tra regolazione e concorrenza*, Torino, Giappichelli, 2007; B. CARAVITA, "Taking Constitution seriously". *Federalismo e energia nel nuovo Titolo V della Costituzione*, in [www.federalismi.it](http://www.federalismi.it); A. COLAVECCHIO, *Il nuovo (?) riparto di competenze Stato-Regioni nella materia "energia"*, in D. FLORENZANO, S. MANICA (a cura di), *Il governo dell'energia tra Stato e regioni*, Trento, Università degli Studi di Trento, 2009; S. CASSESE, *L'energia elettrica nella legge costituzionale n. 3/2001*, in [www.federalismi.it](http://www.federalismi.it); J. DI GESÙ, *Il riparto di competenze tra Stato e Regioni in materia di energia dal primo regionalismo alla clausola di asimmetria*, in *Italian Papers of Federalism*, fasc. 2, 2020, pp. 1-18.

39 Il corsivo è di chi scrive.

ramento dell'efficienza energetica e di riduzione dei consumi energetici»<sup>40</sup>.

In effetti, sotto un profilo funzionale le Comunità energetiche operano a favore di cittadini insediati in un territorio ben definito, tendenzialmente (se non esclusivamente) coincidente con quello comunale. Inoltre, la base sociale e alcuni dei fini conseguiti – si pensi alla valorizzazione della partecipazione dei cittadini e, più in generale, della dimensione locale nella produzione e del consumo di energia rinnovabile, o al contrasto della povertà energetica – anche in questo caso si sovrappongono alle finalità istituzionali degli enti pubblici locali che esercitano la sovranità su quel territorio, per cui appare necessario un coordinamento con il governo amministrativo locale, soprattutto nei Comuni di minori dimensioni. Del resto, proprio nelle piccole realtà il connubio tra enti locali e Comunità energetiche sembra idoneo a produrre i più significativi risultati in termini di sviluppo socio-economico e ambientale.

Tali Comunità rappresentano dunque un innovativo modello di collaborazione tra pubblico-privato, che è volto alla ricerca di soluzioni eco-compatibili e alla costruzione di sistemi sostenibili di produzione energetica a livello locale attraverso «l'impiego equilibrato dei beni comuni e collettivi del territorio di riferimento»<sup>41</sup>. Esse paiono pertanto costituire un nuovo luogo di amministrazione condivisa, in cui i cittadini collaborano con la pubblica amministrazione locale nel perseguimento dello sviluppo socio-economico ed ambientale del territorio. In effetti, partecipando all'interno della Comunità, il «cliente attivo»<sup>42</sup> non solo prende parte al mercato energetico, ma esercita la propria sovranità di cittadino, «co-producendo»<sup>43</sup>, insieme all'ente municipale, nuovi servizi pubblici, a beneficio dell'intera collettività.

40 L.R. Puglia 9 agosto 2019, n. 45, art. 1, comma 1.

41 *Ivi*, art. 2, comma 1.

42 Il cliente attivo viene definito dall'art. 3, comma 2 del d.lgs. 210/2021 (di attuazione della Direttiva UE 2019/944, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 5 giugno 2019, relativa a norme comuni per il mercato interno dell'energia elettrica) come un «un cliente finale ovvero un gruppo di clienti finali ubicati in un edificio o condominio che agiscono collettivamente, che, all'interno dei propri locali, svolgono almeno una delle seguenti funzioni: produzione di energia elettrica per il proprio consumo, accumulo o vendita di energia elettrica autoprodotta, partecipazione a meccanismi di efficienza energetica o di flessibilità, eventualmente per mezzo di un soggetto aggregatore».

43 Il richiamo d'obbligo è a E. OSTRUM, *Crossing the great divide: Coproduction, synergy, and development*, in *World Development*, fasc. 6, 1996, pp. 1073-1087. Tra gli scritti più recenti in materia, cfr. in particolare S. PROFETI, V. TARDITI, *Le pratiche collaborative per la co-produzione di beni e servizi: quale ruolo per gli Enti locali?*, in *Istituzioni del Federalismo*, fasc. 4, 2019, pp. 861-890.

### **3. (Nuove) comunità energetiche locali versus cooperative elettriche**

Alcuni recenti interventi europei e nazionali in materia di energia<sup>44</sup> hanno introdotto nel nostro ordinamento due diverse tipologie di Comunità energetica. In particolare, mentre la direttiva (UE) 2018/2001, volta alla promozione delle energie rinnovabili, ha previsto la costituzione delle c.d. Comunità di Energia Rinnovabile (CER)<sup>45</sup>, la direttiva (UE) 2019/944 (atta a fissare norme comuni per il mercato interno) fa invece riferimento alle c.d. Comunità Energetiche dei Cittadini (CEC)<sup>46</sup>.

Rinviando ad altra sede l'analisi delle differenze che sussistono tra i due tipi di Comunità<sup>47</sup> nonché tra queste e l'istituto dell'autoconsumo collettivo<sup>48</sup>, ci preme qui focalizzare l'attenzione unicamente sui profili di principale innovazione che differenziano le neo-introdotte Comunità rispetto alle cooperative elettriche già disciplinate dal nostro ordinamento.

Ciò posto, i tre aspetti che qui si intende mettere in rilievo concernono rispettivamente: il tipo di interesse perseguito; la possibilità, prevista dal d.lgs. n. 210/2021<sup>49</sup> e non imposta dalla direttiva (UE) 2019/944, di conferire alla c.d. CEC anche la gestione, in sub-concessione, della rete elettrica; infine, la natura giuridica che può essere attribuita alle nuove Comunità, pure con riferimento al ruolo rivestito

44 V. *supra* nota 6.

45 Disciplinate all'art. 22, dir. (UE) 2018/2001. La CER viene definita come «un soggetto giuridico: a) che, conformemente al diritto nazionale applicabile, si basa sulla partecipazione aperta e volontaria, è autonomo ed è effettivamente controllato da azionisti o membri che sono situati nelle vicinanze degli impianti di produzione di energia da fonti rinnovabili che appartengono e sono sviluppati dal soggetto giuridico in questione; b) i cui azionisti o membri sono persone fisiche, PMI o autorità locali, comprese le amministrazioni comunali; c) il cui obiettivo principale è fornire benefici ambientali, economici o sociali a livello di comunità ai suoi azionisti o membri o alle aree locali in cui opera, piuttosto che profitti finanziari».

46 Disciplinate all'art. 16, dir. (UE) 2019/944. La CEC viene definita come un «soggetto giuridico che: a) è fondato sulla partecipazione volontaria e aperta ed è effettivamente controllato da membri o soci che sono persone fisiche, autorità locali, comprese le amministrazioni comunali, o piccole imprese; b) ha lo scopo principale di offrire ai suoi membri o soci o al territorio in cui opera benefici ambientali, economici o sociali a livello di comunità, anziché generare profitti finanziari; e c) può partecipare alla generazione, anche da fonti rinnovabili, alla distribuzione, alla fornitura, al consumo, all'aggregazione, allo stoccaggio dell'energia, ai servizi di efficienza energetica, o a servizi di ricarica per veicoli elettrici o fornire altri servizi energetici ai suoi membri o soci».

47 Sia concesso il rinvio a T. FAVARO, *REGOLARE la «transizione energetica»: Stato, Mercato, Innovazione*, Padova, Cedam, 2020, cap. IV.

48 Vale a dire «autoconsumatori di energia rinnovabile che agiscono collettivamente», che vengono definiti dalla dir. (UE) 2018/2001 come «un gruppo di almeno due autoconsumatori di energia rinnovabile che agiscono collettivamente (...) e si trovano nello stesso edificio o condominio».

49 V. *supra* nota 6.

dall'ente locale.

Per condurre la suddetta comparazione, giova anzitutto ricordare che, ad oggi, il c.d. "TICOOP"<sup>50</sup> disciplina le cooperative energetiche differenziando quelle storiche<sup>51</sup> – che possono avere una propria rete distributiva – dalle c.d. "nuove cooperative", vale a dire quelle costituite dopo l'entrata in vigore del d.lgs. n. 79/1999<sup>52</sup>, cui è invece preclusa la possibilità di disporre della rete di distribuzione, essendo la stessa soggetta ad un regime di riserva. In entrambi i casi, la natura giuridica prevista in via legislativa è quella della cooperativa<sup>53</sup>.

Si noti in particolare che le cooperative storiche sono state costituite anteriormente alla nazionalizzazione dell'energia elettrica e sono dunque ben precedenti rispetto alla tipologia di Comunità di cui qui si discute. Fine primario della loro istituzione era quello di offrire il servizio elettrico nei casi in cui, a causa di vicende specifiche quali ad esempio la peculiare collocazione geografica, tale servizio non veniva offerto né dall'ente pubblico né da imprese lucrative. Queste cooperative, tradizionalmente concentrate nell'arco alpino, operavano tendenzialmente in regime di monopolio, prevedendo la concessione di benefici ai propri soci. Proprio con riferimento a quest'ultimo aspetto, attenta dottrina<sup>54</sup> ha recentemente evidenziato come siffatti modelli comunitari perseguissero in realtà un interesse meramente collettivo e non propriamente pubblico o generale, come viene invece sovente definito: si tratterebbe infatti di un interesse meramente esponenziale dei bisogni dei soci del consorzio/cooperativa, non rappresentando necessariamente i bisogni della collettività dei cittadini che insistono su un

50 Vale a dire il Testo integrato delle disposizioni per l'erogazione dei servizi di trasmissione e distribuzione dell'energia elettrica. Si fa riferimento in particolare all'allegato A alla delibera AEEGSI n. 46/2012/R/EEL del 16 febbraio 2012, integrato e modificato dalle delibere 578/2013/R/eel e 96/2018/R/eel. Per un approfondimento in dottrina di tale atto normativo, v. E. CUSA, *La cooperazione energetica tra tutela dei consumatori ed economia sociale di mercato*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc. 4, 2015, pp. 663-684.

51 Ovvero le società cooperative di produzione e distribuzione dell'energia elettrica di cui all'art. 4, comma 8, della l. n. 1643/1962, già esistenti alla data di entrata in vigore del decreto legislativo n. 79/1999, e i consorzi o le società consortili costituiti per la produzione di energia elettrica da fonti energetiche rinnovabili e per gli usi di fornitura autorizzati nei siti industriali anteriormente al primo aprile 1999.

52 Volto all'"Attuazione della direttiva 96/92/CE recante norme comuni per il mercato interno dell'energia elettrica".

53 Si tenga infatti presente che la disciplina delle cooperative storiche è applicata anche ai consorzi storici, vale a dire alle imprese di produzione di energia elettrica, in forma di consorzio o di società consortile, autorizzati tra il 1991 (ai sensi dell'art. 22 l. 9 gennaio 1991, n. 9) e il 1° aprile 1999], i quali, al pari delle cooperative storiche, possono oggi disporre di una propria rete di distribuzione. Sul punto, v. E. CUSA, *La cooperazione energetica tra tutela dei consumatori ed economia sociale di mercato*, cit., p. 679.

54 F. CAPORALE, *I servizi idrici. Dimensione economica e rilevanza sociale*, Milano, Giuffrè, 2017, p. 387.

determinato territorio.

Se ciò è vero, possiamo già evidenziare una prima differenziazione rispetto alle Comunità locali di nuova istituzione: come anticipato, la nuova tipologia di Comunità mira infatti a «fornire benefici ambientali, economici o sociali a livello di comunità ai suoi azionisti o membri o alle aree locali in cui opera<sup>55</sup>, piuttosto che profitti finanziari». Detto altrimenti, non si tratta qui di cooperative create per supplire alla mancanza del servizio di distribuzione dell'elettricità nelle aree remote e rurali; le nuove Comunità rappresentano invece un nuovo punto di incontro tra società civile ed ente amministrativo locale, in un'ottica non solo complementare – anziché sostitutiva – rispetto agli operatori tradizionali, ma anche al fine di fornire servizi innovativi. In effetti, come anticipato *supra*, § 1, oltre alle attività tradizionali di generazione, eventuale distribuzione e fornitura dell'energia, si prevede espressamente la possibilità che tali Comunità offrano ulteriori servizi ancillari, quali ad esempio i servizi di ricarica per veicoli elettrici. Inoltre, tra i loro obiettivi vi è quello di aumentare l'efficienza energetica delle famiglie e di contribuire a combattere la povertà energetica mediante la riduzione dei consumi e delle tariffe di fornitura<sup>56</sup>. È allora evidente che le nuove Comunità mirano anzitutto a realizzare un fine di interesse generale, in contrapposizione a quell'interesse meramente collettivo spesso conseguito dalle più tradizionali cooperative energetiche: ciò si evince anche dalla possibile presenza del soggetto pubblico tra i membri della Comunità.

Quanto al secondo profilo, si è già evidenziato che il TICOOOP preclude la possibilità alle c.d. nuove cooperative di disporre della rete di distribuzione, essendo la stessa soggetta ad un regime di riserva. Ci

---

55 Corsivo aggiunto. Come già rilevato in T. FAVARO, *REGOLARE la «transizione energetica»: Stato, Mercato, Innovazione*, op.cit., p. 135, «Ci sembra infatti che l'utilizzo della congiunzione disgiuntiva, che scinde i benefici degli azionisti o membri della comunità dalle aree locali in cui la stessa opera, stia ad enfatizzare la possibilità di perseguire, attraverso lo strumento della Comunità energetica, finalità pure in contrasto rispetto all'interesse dei soci, ma superiori perché poste a beneficio dell'intera area locale di riferimento, che può travalicare anche i confini amministrativi».

56 Per un approfondimento in materia di povertà energetica e efficienza energetica si rinvia in particolare a L. AMMANNATI, *Una nuova governance per la transizione energetica dell'Unione europea. Soluzioni ambigue in un contesto conflittuale*, in L. AMMANNATI (a cura di), *La Transizione Energetica*, Torino, Giappichelli, 2018; ID., *Governing the Energy market between universal access to Energy and sustainable development*, in *Federalismi*, fasc. 14, 2016.

sembra allora che l'art. 7, comma 14, del d.lgs. 199/2021 introduca una significativa innovazione<sup>57</sup> nel prevedere la possibile «gestione della rete di distribuzione da parte della comunità, previa autorizzazione del Ministero della transizione ecologica» mediante la stipula di una «convenzione di sub-concessione tra l'impresa di distribuzione concessionaria della rete impiegata dalla comunità e la comunità stessa». Si prevede inoltre che «le reti di distribuzione gestite dalle comunità energetiche dei cittadini sono considerate reti pubbliche di distribuzione con obbligo di connessione dei terzi, indipendentemente dalla proprietà della rete». Vengono così imposti degli obblighi di servizio pubblico in capo alla Comunità che, «in qualità di sub-concessionario della rete elettrica utilizzata, è tenuta all'osservanza degli stessi obblighi e delle stesse condizioni previsti dalla legge per il soggetto concessionario».

Ci sembra che tale innovazione sia dotata di particolare rilevanza anche in una prospettiva *de iure condendo*, considerato che, tra pochi anni, prenderà avvio una stagione di nuove gare per le concessioni ex art. 9, comma 2, del d.lgs. n. 79/99<sup>58</sup>. Ci si chiede allora se, in quell'occasione di riallocazione delle concessioni, non sia forse il caso di prevedere un esplicito *favor* normativo alla gestione delle reti di distribuzione da parte delle Comunità energetiche locali, considerate le finalità di interesse generale perseguite dalle stesse senza fini di lucro.

Proprio quest'ultima caratteristica – ovvero, l'assenza della finalità di lucro, che connota per definizione le nuove Comunità – ci permette di richiamare il terzo profilo della nostra indagine, vale a dire quello attinente alla natura giuridica che possono assumere le nuove Comunità.

---

57 Che, come anticipato, non era imposta dalla direttiva (UE) 944/2021, la quale all'art. 16, comma 4, si limitava a prevedere che «Gli Stati membri possono decidere di concedere alle comunità energetiche dei cittadini il diritto di gestire la rete di distribuzione nella loro zona di gestione e di istituire le pertinenti procedure (...). Qualora tale diritto venga concesso, gli Stati membri provvedono affinché le comunità energetiche dei cittadini: a) abbiano il diritto di concludere un accordo per il funzionamento della rete della comunità con il pertinente gestore del sistema di distribuzione o gestore del sistema di trasmissione a cui è collegata la loro rete; b) siano soggette ad adeguati oneri di rete nei punti di collegamento tra la loro rete e la rete di distribuzione al di fuori della stessa comunità energetica dei cittadini e che tali oneri di rete tengano conto contabilizzino separatamente dell'energia elettrica immessa nella rete di distribuzione e di quella consumata dalla rete di distribuzione al di fuori della comunità energetica dei cittadini (...); c) non discriminino o arrechino danno ai clienti che restano connessi al sistema di distribuzione».

58 Ai sensi del quale «(...) sono stabiliti le modalità, le condizioni e i criteri, ivi inclusa la remunerazione degli investimenti realizzati dal precedente concessionario, per le nuove concessioni da rilasciare alla scadenza del 31 dicembre 2030, previa delimitazione dell'ambito, comunque non inferiore al territorio comunale e non superiore a un quarto di tutti i clienti finali. Detto servizio è affidato sulla base di gare da indire, nel rispetto della normativa nazionale e comunitaria in materia di appalti pubblici, non oltre il quinquennio precedente la medesima scadenza».

Si è già anticipato che la forma associativa attualmente concessa dal c.d. TICCOOP è esclusivamente quella della cooperativa. Al contrario, l'art. 14, comma 6, lett. d) del d.lgs. 210/2021 prevede espressamente che la «comunità energetica dei cittadini è un soggetto di diritto privato che può assumere qualsiasi forma giuridica, fermo restando che il suo atto costitutivo deve individuare quale scopo principale il perseguimento, a favore dei membri o dei soci o del territorio in cui opera, di benefici ambientali, economici o sociali a livello di comunità, non potendo costituire i profitti finanziari lo scopo principale della comunità». Al contempo, l'art. 31, comma 1, lett. b) del d.lgs. 199/2021 prevede che la comunità di energia rinnovabile «è un soggetto di diritto autonomo e l'esercizio dei poteri di controllo fa capo esclusivamente a persone fisiche, PMI, enti territoriali e autorità locali, ivi incluse le amministrazioni comunali, gli enti di ricerca e formazione, gli enti religiosi, quelli del terzo settore e di protezione ambientale nonché le amministrazioni locali (...)».

Come chiarito dall'ARERA in una recente delibera<sup>59</sup>, le nuove Comunità possono allora assumere anche la forma giuridica dell'Ente del Terzo Settore: essa pare anzi la natura giuridica preferibile, alla luce delle considerazioni espresse *supra*, § 2. Ci sembra tuttavia opportuno evidenziare che, sebbene nella norma da ultimo richiamata sia espressamente prevista la possibilità che il controllo sia assunto dalle autorità locali, comprese le amministrazioni comunali, qualora la Comunità avesse la natura giuridica di impresa sociale si dovrebbe applicare l'art. 4, comma 3, del d.lgs. n. 112/2017, ai sensi del quale «le amministrazioni pubbliche (...) non possono esercitare attività di direzione e coordinamento o detenere, in qualsiasi forma, anche analoga, congiunta o indiretta, il controllo di un'impresa sociale ai sensi dell'art. 2359 c.c.».

#### **4. Transizione ecologica e innovazione sociale: l'art. 43 cost. tra «inattuazione» e recuperata centralità**

La precedente trattazione ha permesso di evidenziare come la tradizionale contrapposizione non solo tra "pubblico" e "privato" (v. *supra*, § 2) ma anche tra "Comunità" e "Società" (v. *supra*, § 1) debba oggi tener conto del nuovo spazio riconosciuto alla collettività, nonché della possibilità di dar vita a forme

<sup>59</sup> Si fa riferimento alla delibera n. 318/2020/R/eel, ove si prevede che «la forma giuridica prescelta potrebbe essere quella degli enti del terzo settore, così come definiti dall'articolo 4 del decreto legislativo 3 luglio 2017, n. 117, con iscrizione al registro unico nazionale del terzo settore di cui all'articolo 22 del medesimo decreto legislativo, ovvero quella delle cooperative a mutualità prevalente o cooperative non a mutualità prevalente, cooperative benefit, consorzi, partenariati, organizzazioni senza scopo di lucro, purché tali entità rispettino i requisiti di cui al decreto-legge 162/19 e alla direttiva 2018/2001».

innovative di partenariato pubblico-privato-società civile.

In questo contesto, ci sembra che lo stesso art. 43 Cost., recentemente tacciato di trovarsi al crocevia tra «inattuazione» e «inattualità»<sup>60</sup>, possa finalmente ricevere una nuova, effettiva valorizzazione, e ciò per almeno tre ordini di ragioni.

In primo luogo, ci pare possibile immaginare una terza opzione rispetto alla tradizionale gestione pubblica o privata di un servizio pubblico, e in particolare di quello elettrico. Abbiamo infatti evidenziato che la forma giuridica delle nuove Comunità destinata ad assumere natura privilegiata è quella dell'Ente del Terzo Settore, che si contrappone al tradizionale modello della cooperativa elettrica. Al contempo, pur trattandosi di un soggetto di diritto privato, è espressamente contemplata la possibilità che di esso faccia parte l'autorità locale, compresa l'amministrazione comunale – sebbene, come abbiamo evidenziato, a causa del necessario coordinamento da operarsi con la disciplina generale riteniamo sia da escludere che l'ente locale possa assumerne il controllo.

Questo ci porta a concludere che la nuova Comunità non solo rientri a pieno titolo nel concetto di «comunità di lavoratori o di utenti» espressamente richiamato dall'art. 43 Cost., ma anzi ne incarni la più profonda essenza.

Atal proposito, vale la pena ricordare come sulla nozione di «comunità di lavoratori o di utenti» in dottrina notoriamente si contrappongano due diverse tesi, entrambe autorevolmente sostenute: a chi ritiene fuori dubbio che esse «sono, e non possono non essere, se non le cooperative»<sup>61</sup>, si contrappone chi nega fermamente che nel concetto di Comunità di cui all'art. 43 possa rientrare la società cooperativa<sup>62</sup>, proprio perché, per il loro carattere di società private, esse appaiono inabilite al perseguimento di quei «fini di utilità generale» che le comunità di lavoratori o di utenti sono chiamate a svolgere ai sensi

60 A. MOLITERNI, S. PELLIZZARI, *La Costituzione «dimenticata» la riserva di attività economiche alle comunità di lavoratori o di utenti*, cit.

61 G. MINERVINI, *La cooperazione e lo Stato*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1969, I, p. 621.

62 V. in particolare M.S. GIANNINI, *Diritto Pubblico dell'Economia*, Bologna, il Mulino, 1977, p. 135, ove l'A. osserva che «Quanto ai soggetti riservatari la norma contempla le tre figure di collettivizzazioni: statizzazioni, nazionalizzazioni e socializzazioni; queste ultime abbastanza esattamente indicate come comunità di lavoratori o di utenti. Avvertiamo che nel nostro ordinamento non esiste alcuna socializzazione in senso proprio, le cooperative di produzione essendo cosa diversa».

dell'art. 43 Cost<sup>63</sup>. Pertanto, «le comunità devono essere enti, sia pur privati, di interesse pubblico, in quanto l'attuazione delle finalità dell'art. 3 sembra dover implicare, nella disciplina di tale ente privato di interesse pubblico, elementi caratteristici che lo avvicinano assai, in pratica, a un vero e proprio ente pubblico»<sup>64</sup>.

In effetti, a favore di quest'ultima tesi può richiamarsi anche l'eccezione, formulata già in sede di Assemblea Costituente<sup>65</sup>, secondo cui «qui si tratta di comunità, di associazioni, cioè, in sostanza, di qualche cosa che non è ancora un ente pubblico ed ha caratteri che lo possono anche per lo meno rendere simile agli enti pubblici», tant'è che si era anche proposto di «formulare un altro articolo relativo alle altre due possibilità prospettate con l'articolo primo: proprietà cooperativa e proprietà della collettività; e stabilire i motivi per cui si passa a queste altre forme, motivi di utilità collettiva, motivi di giustizia sociale»<sup>66</sup>.

Ecco allora che, se è vero che la legittimazione del riconoscimento costituzionale delle cooperative quali comunità di lavoratori o utenti ex art. 43 Cost. trovava giustificazione nella legge di nazionalizzazione dell'energia elettrica che aveva esonerato dalla sua applicazione gli «enti cooperativi a carattere mutualistico»<sup>67</sup>, ci sembra che proprio l'attuale riconoscimento normativo delle nuove Comunità energetiche permetta, e anzi imponga, di attribuire un innovativo significato al richiamo alle "comunità di lavoratori o utenti", nel senso di preferire queste nuove forme di relazione pubblico-privato-società civile.

Da qui si dipana allora la seconda considerazione. Proprio per la strumentalità delle nuove Comunità ai fini di interesse generale, ci pare che l'art. 43 possa essere oggi finalmente attuato anche con riferimento al favor verso la proprietà collettiva che lo contraddistingue rispetto all'art. 42 Cost<sup>68</sup>. Ricollegandoci

63 Cfr. F. GALGANO, *Rapporti economici*, in G. BRANCA (a cura di), *Commentario della Costituzione*, tomo II, Art. 41-44, Bologna, Zanichelli, 1982, p. 199.

64 S. CATTANEO, *Comunità di lavoratori e di utenti*, in *Enc. dir.*, VIII, ad vocem, Milano, Giuffrè, 1961, p. 349.

65 Si vedano in particolare i lavori della seduta del 13 maggio 1947, disponibili al link: <https://www.nascitacostituzione.it/02p1/03t3/043/index.htm?art043-023.htm&2>. L'eccezione cui qui si fa riferimento è stata formulata dall'On. Ghidini, Presidente della terza Sottocommissione.

66 Seduta antimeridiana del 27 settembre 1946, osservazione dell'On. Fanfani.

67 V. F. GALGANO, *Rapporti economici*, cit., p. 200.

68 Anche perché, come osserva F. GALGANO, *Rapporti economici*, cit., p. 195, «(...) esprime anzitutto la valutazione che (...) la gestione privata (...) dei servizi pubblici essenziali ostacola (no) la gestione dei servizi pubblici essenziali».

alle considerazioni formulate nel § precedente, ci sembra allora che vada valorizzata la possibilità di attribuire forme di gestione diretta del servizio di utilità generale di distribuzione dell'energia elettrica alle Comunità energetiche, prevedendo per l'appunto una riserva in tal senso.

Infine, e più in generale, ci sembra che questa innovazione sociale nella gestione dei servizi pubblici possa anche offrire una "terza via" rispetto alle tradizionali nozioni – soggettiva ed oggettiva – di servizio pubblico, che potremmo chiamare "soggettivo-collettiva".

È infatti noto che, pur essendo attualmente prevalente la c.d. «nozione oggettiva» di servizio pubblico, viene attualmente sostenuta in dottrina anche la nozione «soggettiva»<sup>69</sup>, volta a valorizzare il ruolo pro-attivo del soggetto pubblico nell'assunzione di un'attività come servizio essenziale. Il caso qui analizzato rende evidente come pubblico, privato e società civile possano effettivamente collaborare, riorientando l'economia attraverso i concetti di bene comune e di valore «al fine di produrre una società più inclusiva e sostenibile»<sup>70</sup>: pare così possibile rendere un servizio non solo per il pubblico, ma anche *attraverso* il pubblico, sotto la sapiente guida dell'ente locale.

In conclusione, se la necessità di innovare il diritto per sostenere le istanze sottese alla transizione ecologica ha recentemente portato a modificare gli artt. 9 e 41 della Costituzione, le recenti innovazioni in materia di Comunità energetica locale dovrebbero permettere di valorizzare l'effettiva attualizzazione dell'art. 43 Cost., per troppo tempo rimasto lettera morta.

69 V. *ex multis* E. SCOTTI, *Il pubblico servizio*, Padova, Cedam, 2003; v. inoltre R. VILLATA, S. VALAGUZZA, *I pubblici servizi*, Torino, Giappichelli, 2021, pp. 5 ss., per una ricca ricostruzione bibliografica della nozione oggettiva e soggettiva di servizio pubblico.

70 V. *supra*, nota 5.

**SOMMARIO**[\*]: 1. La questione. – 2. L'imprenditore senza consulenti. – 2.1. L'imprenditore e l'esperto: l'indipendenza e la segretezza. – 2.2. L'esperto e i creditori: la professionalità e l'ausiliario del giudice. – 2.3. L'esperto e le responsabilità. – 3. L'imprenditore assistito: vantaggi del procedimento al di là dell'esperto.

## 1. La questione

Dato il titolo dell'incontro, "L'esperto negoziatore: un'opportunità per le imprese in crisi", il tema a me assegnato, nei termini in cui è definito, "L'esperto negoziatore: una concreta opportunità per le imprese in crisi?", non può non suonare come provocazione al relatore.

L'accolgo e – dati i limiti della sede e nell'idea che una buona disciplina della gestione delle crisi esige anzitutto interventi profondi in quella bancaria<sup>1</sup> – rispondo a mia volta con triviali provocazioni ed estremismi, trapassando per brutali semplificazioni: opportunità per cosa, dunque?

Ma, prim'ancora, cosa dovrebbe essere un'opportunità? L'esperto negoziatore ovvero il procedimento di composizione negoziata della crisi, del quale l'esperto è parte?

E opportunità per cosa?, dicevo; per risolvere la crisi senza procedure<sup>2</sup>?

"Stenta ancora a sfondare la composizione negoziata della crisi. A cinque mesi da debutto i dati sono

---

\* Riprendo qui, con adattamenti, integrazioni ed aggiornamenti, la relazione tenuta nel webinar su L'esperto negoziatore: un'opportunità per le imprese in crisi, organizzato il 17 febbraio 2022 da ACB S.p.A.

1 Mio *L'adeguatezza degli "amministratori" della banca*, Torino, 2019, 1 ss.

2 E' rilievo autorevolmente diffuso che il procedimento di composizione negoziale della crisi non costituisce una procedura concorsuale: S. AMBROSINI, *La nuova composizione negoziata della crisi: caratteri e presupposti*, in *Ristrutturazioni Aziendali*, 23 agosto 2021, 12; I. PAGNI e M. FABIANI, *La transizione dal Codice della crisi alla composizione negoziata (e viceversa)*, in *Diritto della crisi*, 2 novembre 2021, 9; S. BONFATTI, intervento alla Tavola Rotonda su *Decreto 118: composizione negoziata della crisi e concordato semplificato*, 12 novembre 2021, nel Master su *Crisi Insolvenza Sovraindebitamento* organizzato dall'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano, a.a. 2020/21; L. STANGHELLINI, *Le fonti della disciplina delle crisi e le linee*, 18 febbraio 2022, lezione nel Master *cit.*, a.a. 2021/22; L. PANZANI, *La crisi e gli strumenti di soluzione: concetti di base*, 19 febbraio 2022, lezione nel Master *cit.* Il che, se sgrava una successiva procedura di prededuzioni, lascia correre il tempo anche a favore del consolidamento di atti pregiudizievoli: A. DIDONE, *Appunti su misure protettive e cautelari nel d.l. 118/2021*, in *Ristrutturazioni Aziendali*, 17 novembre 2021, 12; N. SOLDATI, *Composizione negoziata della crisi e concordato semplificato*, 4 marzo 2022, lezione nel Master *cit.*

ancora modesti [...]. Al 15 aprile le istanze di composizione negoziata sono in tutto 167 [...]. Le aspettative in partenza erano assai superiori e si rifletteva su uno stock di circa 10mila procedure attese ogni anno”<sup>3</sup>.

## 2. L'imprenditore senza consulenti

Facciamo il caso dell'imprenditore sotto-strutturato – pochi davvero in Italia – e senza *advisor* del settore: a questo tipo è di per sé diretto l'istituto della composizione negoziata della crisi introdotto dal Decreto 118<sup>4</sup>: se l'imprenditore è assistito da *advisor* specializzati, in effetti, non dovrebbe aver bisogno di un procedimento incardinato su di un esperto negoziatore: gli esperti, credibili anche per i creditori, li ha già in casa.

### 2.1. L'imprenditore e l'esperto: l'indipendenza e la segretezza

Primo punto. Ma il piccolo imprenditore senza consulenti si fida di un terzo?

Certo, è tenuto al segreto, è dotato di professionalità e d'indipendenza (art. 4 Decreto 118).

L'indipendenza.

“Terzo” verso tutti, viene detto: ma è l'incarnazione del conflitto d'interessi. Pagato dall'imprenditore, deve verificare se l'impresa è risanabile, deve condurre le trattative, deve opporsi ad atti dell'imprenditore nocivi per i creditori, deve attestare, nel caso, la fattibilità del risanamento<sup>5</sup>. Da che parte sta? Dell'imprenditore? Dei creditori? Non c'è un unico modo di risanamento, mai, o quasi: i punti di equilibrio tra gli interessi coinvolti sono vari; non c'è un'unica giustizia.

<sup>3</sup> G. NEGRI, *Per la composizione negoziata una partenza al rallentatore*, in *Il Sole 24 ore*, 20 aprile 2022, 29.

<sup>4</sup> Cfr. la Relazione al disegno di legge per la conversione in legge del decreto-legge 24 agosto 2021 n. 118 recante misure urgenti in materia di crisi d'impresa e di risanamento aziendale: “Molte delle imprese che non saranno in grado di garantire la propria continuità aziendale una volta venute meno tali misure non hanno, ad oggi, idonei mezzi o strumenti per analizzare e comprendere la situazione in cui si trovano né per evitare che la crisi degeneri in dissesto irreversibile. Tale constatazione è particolarmente evidente per le micro, piccole e medie imprese, che rappresentano il substrato del sistema produttivo nazionale e che possono essere efficacemente sostenute se le si accompagna in un processo di presa di coscienza della situazione aziendale esistente e delle soluzioni praticabili per prevenire la crisi o per raggiungere il risanamento aziendale in caso di crisi, o di insolvenza, già esistente”. Il Decreto 118 è stato convertito in legge con legge 21 ottobre 2021, n. 147.

<sup>5</sup> Quella “sottoscrizione”, prevista dall'art. 11, co. 1, lett. c, Decreto 118, considerati gli effetti, non può che valere almeno attestazione della fattibilità, se non di più.

Non può far bene l'interesse dell'imprenditore: è terzo. Come può l'imprenditore fidarsi di lui? Un piccolo imprenditore affida l'impresa di una vita ad uno sconosciuto?

Il segreto, poi.

Secondo il legislatore le stesse trattative, l'intero "percorso può restare del tutto riservato finché non sia chiesta la concessione di misure protettive"<sup>6</sup>: sulla carta, è vero, a parte il fatto che uno dei principali vantaggi del procedimento è l'immediata richiesta delle misure protettive<sup>7</sup>; comunque, ho sempre pensato che gli NDA nelle trattative, salvo rari casi, non servono pressoché a niente.

Quanto al segreto dell'esperto sui dati dell'impresa. Dovrebbe esserci una tale intimità nella *mens legis* tra imprenditore ed esperto! Quasi un prete è l'esperto: l'imprenditore deve informarlo se intende compiere – prima di farlo, ché "i maggiori peccati si commettono nella mente" – pagamenti non coerenti con il risanamento (art. 9, co. 2); ma poi l'esperto deve fare la spia (commi 3-5)<sup>8</sup>, alla faccia del segreto: con o senza assoluzione, direi che poco conta a quel punto. Difficile che un imprenditore si possa fidare dell'esperto, quando, si sa, fa fatica a fidarsi anche dei consulenti che ha scelti lui. Ma ogni tanto qualche imprenditore si fiderà.

## 2.2. L'esperto e i creditori: la professionalità e l'ausiliario del giudice

Secondo punto, allora. I creditori si fidano dell'esperto? Al di là del declamato dovere di banche e ces-

<sup>6</sup> Relazione *cit.* in nota 2; annovera la riservatezza tra i tratti caratterizzanti l'istituto S. AMBROSINI, *La nuova composizione negoziata della crisi: caratteri e presupposti*, *cit.*, 3.

<sup>7</sup> "Il 62% del totale ha richiesto le misure protettive": G. NEGRI, *Per la composizione negoziata una partenza al rallentatore*, *cit.*, 29. Di diciassette istanze di nomina dell'esperto presentate da imprenditori con sede in Lombardia sino ai primi di marzo, solo una non era inizialmente corredata dell'istanza di misure protettive: il dato è fornito da G. PRESTI, *Composizione negoziata della crisi: i soggetti, la piattaforma, l'avvio del procedimento*, 4 marzo 2022, lezione nel Master su *Crisi Insolvenza Sovraindebitamento cit.*, a.a. 2021/22.

<sup>8</sup> "Intonare il *De profundis*": L. PANZANI, *La crisi e gli strumenti di soluzione: concetti di base*, *cit.*

sionari di *utp* e *npl* di partecipare alle trattative (art. 4 Decreto 118)<sup>9</sup>, quante facce può avere l'esperto?

Non può far bene, non al massimo, l'interesse dei creditori: perché non è il consulente dei creditori. Di quali poi? Centomila, uno, nessuno. Di quale classe? E quante classi possono esserci?

Somiglia forse ad un mediatore familiare. Ma se deve mediare, perché non un giudice? Perché non un ausiliario di un giudice?<sup>10</sup> Certo, mille e una ragioni contro. Ma dove sono tutti questi esperti?<sup>11</sup>

D'altro canto, anche il giudice, quando (più che "se") viene coinvolto nel procedimento ovvero nel concordato semplificato – e sono interventi cruciali –, dell'esperto può non fidarsi ovvero proprio non deve fidarsi: può oppure deve nominare un proprio ausiliario, prevedono gli articoli 9, comma 4, 10, comma 3, e 18, comma 3, del Decreto 118. Ma l'esperto non era tale e pure terzo? Perché il giudice deve nominare ancora un altro esperto?

### 2.3. L'esperto e le responsabilità

Terzo punto. L'esperto può fidarsi di sé? Nessuno si fida di lui, invero. La composizione negoziata è davvero un'opportunità per l'esperto negoziatore?

9 E cosa mai potrebbe loro capitare per il puro fatto di non essersi seduti al tavolo? La Relazione *cit.* spiega: "La violazione di tali obblighi da parte dei creditori può venire in rilievo nell'ambito delle eventuali azioni risarcitorie che, nel caso in cui il dissesto dell'impresa derivi da comportamenti omissivi ingiustificati o non corretti delle parti coinvolte nelle trattative, possono essere esercitate, ad esempio, dal curatore fallimentare. [S]e l'impresa non riesce a perseguire il risanamento e viene dichiarata fallita per la mancata collaborazione delle parti chiamate al tavolo delle trattative o, peggio ancora, per comportamenti ostruzionistici, le conseguenti responsabilità potranno essere oggetto di accertamento giudiziale.". Osserva F. LAMANNA, *Composizione negoziata e nuove misure per la crisi d'impresa*, Milano, 2021, p. 66: "Se l'appello alla collaborazione delle parti coinvolte nelle trattative appare alquanto ingenuo e solo l'ennesimo annuncio-manifesto, il richiamo alla 'collaborazione attiva' che l'art. 4, comma 6, fa alle banche e agli altri intermediari finanziari, ai loro mandatari e ai cessionari dei loro crediti, sembra condurci addirittura in un mondo più onirico che reale, una sorta di isola tropicale di *Fantasilandia*". In effetti, non v'è, di regola, obbligo di far credito nell'ordinamento italiano (anche per riferimenti, G. MUCCIARONE, *Finanziamenti: istruttoria del credito e monitoraggio del cliente*, in V. Roppo (dir. da), *Trattato dei contratti*, V, Milano, 2014, 785 ss.): sicché mancherebbe, salve ipotesi particolari, il nesso di causalità (art. 1223 c.c.) tra inadempimento all'obbligo di partecipare al tavolo ed il danno (tutto da provare) mancherebbe.

10 "Delude [...], nel nuovo procedimento di nomina dell'esperto, il declassamento del giudice" A. JORIO, *Alcune riflessioni sulle misure urgenti: un forte vento di maestrale soffia sulla riforma*, in *Diritto della crisi*, 1 ottobre 2021, 5.

11 Mi correggo: "Al 15 aprile, sono infatti in tutto 1.787 gli esperti iscritti agli elenchi regionali, con quasi un quarto dei quali concentrato in Lombardia [...]. Una presenza al momento largamente inutilizzata, visto che sono solo 107 i professionisti ad aver avuto un incarico": G. NEGRI, *Per la composizione negoziata una partenza al rallentatore*, *cit.*, 29.

Lui, che non è né carne né pesce, o carne e pesce insieme, si trova schiacciato tra l'incudine e il martello: non può fare veramente, fino in fondo, l'interesse di alcuno e rischia che l'uno o gli altri gli imputino che qualcosa è andato storto: quando archivia o, magari peggio, quando non archivia<sup>12</sup>.

Davvero il gioco – la giustizia, la soddisfazione personale, il compenso, già, il compenso, un po' sottovalutato, *n'est-ce pas?* – davvero il gioco vale la candela?

### 3. L'imprenditore assistito: vantaggi del procedimento al di là dell'esperto

Veniamo al caso dell'imprenditore assistito da consulenti capaci: loro non hanno bisogno dell'esperto negoziatore.

Ma possono estrarre vantaggi, vari, dalla procedura. Non perché le banche e i cessionari di *npl* vengono a sedersi al tavolo in risposta all'invito dell'esperto negoziatore, si è detto (§ 2.2).

L'imprenditore potrebbe ottenere le misure protettive (artt. 6-7 Decreto 118)<sup>13</sup>: peraltro, iniziano a girare nella prassi letture che ne deprimono la portata<sup>14</sup>. Applicazioni che sono *contra litteram*<sup>15</sup> e *contra mentem legis*<sup>16</sup>, per quel che valgono; soprattutto, sono contro i principi, *contra rationem* e contro il buon

<sup>12</sup> In merito F. LAMANNA, *Composizione negoziata* cit., pag. 107 ss.

<sup>13</sup> Sul punto v. anche nota 6.

<sup>14</sup> Riferisce L. CIPOLLA, *Composizione negoziata: misure protettive e iniziative dei creditori*, in *Diritto bancario*.it, 2022, che una sentenza del Tribunale di Milano ed una del Tribunale di Roma hanno ritenuto che le misure protettive non possano essere generalizzate, ma debbano riguardare le specifiche azioni di individuati creditori, perché "ciò appare corrispondere alla *voluntas legis*". Provvedimenti "errati" per L. PANZANI, *La crisi e gli strumenti di soluzione: concetti di base*, cit.; "discutibili" per G. PRESTI, *Composizione negoziata della crisi: i soggetti, la piattaforma, l'avvio del procedimento*, cit. Per il blocco generalizzato, già L. PANZANI, *Il D.l. "Pagni" e la lezione (positiva) del Covid*, in *Diritto della crisi*, 25 agosto 2021, 27; A. DIDONE, *Appunti su misure protettive e cautelari nel d.l. 118/2021*, cit., 8. Poco perspicua la letteratura che si era formata sulle misure protettive previste dal Codice della Crisi (art. 20) per la composizione assistita, dove peraltro queste sono definite come "misure ... per evitare che determinate azioni..." (art. 2, co. 1, lett. p): per aperture a letture late sino al blocco generalizzato delle esecuzioni, S. SANZO, *La disciplina procedimentale. Le norme generali, le procedure di allerta e di composizione della crisi, il procedimento unitario di regolazione della crisi o dell'insolvenza*, in *Il nuovo Codice della crisi e dell'insolvenza*, a cura di S. Sanzo e D. Burrone, 2019, 95; N. NISIVOCIA, *La composizione assistita della crisi*, in *Il Fallimentarista*, 2020, 8; per una indicazione restrittiva D. VATTERMOLI, *Il procedimento di composizione assistita della crisi e l'OCRI*, in *Il Fallimento*, 2020, 898.

<sup>15</sup> In particolare, art. 7, co. 4, Decreto 118: "Su richiesta dell'imprenditore [...] le misure possono essere limitate a determinate iniziative intraprese dai creditori [...] o a determinati creditori o categorie di creditori".

<sup>16</sup> Relazione cit. nota 2: "Con il ricorso l'imprenditore può chiedere la conferma delle misure protettive e la loro modifica, potendo dette misure essere circoscritte a determinate azioni oppure a specifici creditori"; enfasi aggiunta.

senso, devo dire, pur se non voglio essere io a difendere l'istituto. Se le misure protettive non sono generalizzate, si riduce la *par condicio creditorum*<sup>17</sup>; le misure servono a preservare il patrimonio per un risanamento: qualunque escussione può essere deleteria, magari per il tempo, anche quella per un credito assistito da causa di prelazione<sup>18</sup>.

Con le misure protettive si guadagna tempo: la composizione negoziata può essere avviata pur dopo la presentazione di una domanda di concordato non omologato (art. 23, co. 2, Decreto 118).

Si guadagna tempo e senza la sorveglianza di un commissario giudiziale ovvero il rischio, teorico almeno, di reati fallimentari, come sarebbe usando direttamente un concordato.

E sull'opportunità di comprare tempo potrebbero concordare anche alcuni creditori.

Inoltre, come ormai rilevato diffusamente, passando per la composizione negoziata, e solo passando di qui, l'imprenditore può avere il concordato liquidatorio semplificato (articolo 18 Decreto 118): soluzione della crisi alternativa al fallimento, elaborata dall'imprenditore ed accolta dal giudice, in alcuna misura basata sull'accordo con i creditori<sup>19</sup>: una soluzione, tuttavia, che, accessibile solo dalla composizione negoziata, può solo liquidare l'azienda ovvero conservare l'impresa senza l'imprenditore<sup>20</sup>; né è chiaro se la regola della mera uguaglianza del soddisfo concordatario e di quello fallimentare, presupposto dell'omologa, valga, in tal caso, anche per le transazioni fiscali e previdenziali<sup>21</sup>.

17 Che è un principio, pur se di dimensione per più versi relativa: G. MUCCIARONE, *L'opposizione alla fusione di società*, Milano, 2014, 70 ss.

18 Certo, non può bloccarsi il credito fondiario, non valendo per esso neppure il divieto dell'articolo 51 l.f. D'altro canto, dopo l'istanza di misure protettive, nessun creditore può iscriverne ipoteche giudiziali né chiedere il fallimento: questi sono blocchi generalizzati: non si vede perché non dovrebbe essere generalizzato il divieto di avviare azioni esecutive individuali. Proprio perché generalizzato, qualunque creditore può intervenire nel procedimento per la conferma delle misure protettive.

19 Una soluzione giudiziale alternativa al fallimento d'iniziativa del debitore non fondata sull'accordo con i creditori: figura che ha matrice nel piano del consumatore (art. 12-bis l. n. 3/2012). Evidente che il nome "concordato semplificato", invece, è fuorviante rispetto all'essenza della disciplina: "mentitorio" avrebbe forse detto una Illustre Dottrina.

20 Come rimarca L. PANZANI, *Il D.l. "Pagni" e la lezione (positiva) del Covid*, cit., 38 s., di disciplina ulteriormente semplificatoria beneficerebbe il concordato in continuità indiretta. Ma quale la valida giustificazione della limitazione della disciplina semplificatoria al concordato liquidatorio? Perché l'imprenditore può imporre ai creditori, sotto il vaglio del giudice, una propria soluzione liquidatoria e non anche una propria soluzione conservativa della propria impresa?

21 Per le quali, di regola, è richiesta la maggiore convenienza dello strumento alternativo al fallimento: art. 182-ter, co. 1, e 180, co. 4, l.f.

Nel caso dell'imprenditore che usi l'istituto per guadagnare solo tempo od anche il concordato semplificato, l'esperto potrebbe essere un problema. Al di là del costo, potrebbe intralciare il lavoro. Potrebbe pure chiedere illegittimamente l'archiviazione, interferire nella gestione. Comunque, meno di un commissario, mi pare, una volta che si sia superato lo scoglio dell'archiviazione.

Ma se invece l'esperto non intralcia e l'imprenditore è ben strutturato, allora, la composizione negoziata potrebbe essere una opportunità anche per l'esperto negoziatore: dovrebbe lui fidarsi e seguire l'imprenditore.

"The only way to get rid of a temptation...".

“Per il pane e per la pace”

V. Lenin

**SOMMARIO**[\*]: 1. Introduzione: mala tempora currunt. – 2. Considerazioni preliminari: “lo spettro del profitto si aggira per l’Europa”? – 3. I termini del dibattito giuridico-economico: dal particolare (le società) al generale (le regole). – 4. La posizione degli amministratori: doveri fiduciari e business judgment rule. – 5. Il caso di studio: i settori vigilati. – 6. Le possibili soluzioni tra pubblico e privato.

### 1. Introduzione: mala tempora currunt

È opinione diffusa – e condivisa – quella che legge nella transizione sostenibile del sistema economico l’obiettivo primario della regolamentazione europea dei mercati finanziario, bancario e assicurativo<sup>1</sup>.

La proiezione verso un futuro attento a dinamiche ambientali, sociali e di *governance*, assurge infatti a tratto caratterizzante di strutture che, dopo avere dimostrato un discreto grado di “resilienza” in periodo epidemico<sup>2</sup>, sono oggi chiamate a rispondere anche a fini “altri” e, a ben vedere, distinti dagli interessi storicamente connotanti i settori vigilati e gli attori sugli stessi operanti.

Se, per un verso, lo sforzo in tal senso profuso – e cioè le forze messe in campo in virtù di questa nuova *policy* – è poderoso, abbracciando e coinvolgendo, a monte, tutti i livelli delle autorità regolamentari europee e nazionali, per l’altro verso le criticità che connotano il nuovo *trend* sostenibile continuano a moltiplicarsi.

---

\* Lo scritto amplia ed approfondisce alcune delle tesi presentate nel mio *Se non per un profitto, perché mai?*, in *IBL Focus* n. 352 del 9 febbraio 2022.

1 Per un inquadramento puntuale sull’attuale contesto di riferimento cfr. F. Capriglione, *Il sistema finanziario verso una transizione sostenibile*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2021, 1, 1, p. 241 ss.; nonché *Id.*, *Finanza e politica nell’UE dopo la pandemia. Verso un auspicabile incontro*, in *Contratto e Impresa Europa*, 2021, 1, p. 171 ss.

2 Offre un’analisi della questione F. Capriglione, *La finanza UE al tempo del coronavirus*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2020, 1, 1, p. 1 ss.; e *Id.*, *L’industria finanziaria dopo la pandemia. Il caso Italia*, *ibid.*, 2021, 1, 1, p. 1 ss.

Oltre alle più classiche<sup>3</sup> ed oggettive, quali ad esempio la difficoltà di addivenire a indici di valutazione condivisi<sup>4</sup> e a meccanismi capaci di assicurare l'adeguato grado di trasparenza degli investimenti<sup>5</sup> anche e soprattutto tra diverse categorie di “terzi”<sup>6</sup> (per non parlare, tra l'altro, del punto di incontro, ancora da trovare, tra digitalizzazione e sostenibilità), si consolidano oggi sui mercati le problematiche legate allo sconvolgimento geo-politico in corso e, così, alla rivoluzione socio-economica che il tentativo di restaurazione sovietico in Ucraina, con le conseguenti contromisure occidentali, sta causando innanzitutto in Europa<sup>7</sup>.

Il profilo, particolarmente attuale, richiede la massima attenzione, poiché capace di mettere in evidenza, da un lato e ad esempio, l'estrema debolezza di finalità ambientali, sociali e di *governance* (c.d. fattori ESG che, si ricordi, sono cosa diversa dalla più ampia “sostenibilità”) progressivamente imposte, ma forse non ancora del tutto sentite ed anzi viste, dai più, come un “bene superfluo”.

E perché, dall'altro lato, particolarmente idoneo a sottolineare il “costo” (economico, sociale e giuridico) transattivo della transizione in un quadro di riferimento forse non del tutto ripristinato dalle crisi (finanziaria del 2008 e pandemica del 2020) appena trascorse.

## 2. Considerazioni preliminari: “lo spettro del profitto si aggira per l'Europa”?

Al di là di questioni geopolitiche che, in quanto troppo “fresche” – oltreché troppo complesse per chi scrive –, si pongono fuori dal perimetro di ricerca, un'analisi attualizzata dei temi avanzati in premessa pare opportuna. E ciò con l'intento di comprendere come la “galassia” ESG si stia evolvendo in un fra-

3 Si interroga criticamente sul tema S.A. Cerrato, *Appunti per una “via italiana” all'ESG: l'impresa “costituzionalmente solidale” (anche alla luce dei “nuovi” artt. 9 e 41, comma 3, Cost.)*, in corso di pubblicazione su *An. Giur. Economia*, 2022, p. 1 ss.

4 In merito, ad esempio ed *ex multis*, M. Billio et al., *Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and performance*, in *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 2021, 28, 5, p. 1426 ss.

5 Sul punto sia consentito il richiamo a M.L. Passador e F. Riganti, *Less is More in the Age of Information Overload: The Paradigm Shift from a Shareholder- To a Stakeholder-Oriented Market*, in *New York Univ. Journal of Law and Bus.*, 2019, p. 567 ss.

6 Si veda, in merito, M. Painter, *Pursuing Stakeholder Capitalism Is an Impossible Task When Stakeholders Have Different Beliefs*, in *Promarket*, 10 settembre 2020, reperibile al seguente link del centro Promarket: <https://www.promarket.org/2020/09/10/pursuing-stakeholder-capitalism-is-an-impossible-task-when-stakeholders-have-different-beliefs/>.

7 Sul punto, e di recente, si veda P. Hollinger, *Ukraine war prompts investor rethink of ESG and the defence sector*, in *Financial Times*, 9 marzo 2022; e A. O. Emmerich, *War in Ukraine: Is ESG at a Crossroads?*, in *Harvard Business Law Forum*, 24 marzo 2022.

*mework* – quello regolamentare europeo<sup>8</sup> – che parrebbe preferire al più classico fine di lucro e cioè al “bene” profitto, interessi terzi e con il profitto talvolta almeno in apparenza configgenti.

Tale ultimo tratto della regolamentazione trova ragione, a ben vedere, in una sorta di cambio di registro circa il fine ultimo del fare impresa e, di conseguenza, della posizione delle società, ancor più se vigilate, sullo scenario socio-economico complessivo.

Con un approccio per certi versi antitetico alle spinte caratterizzanti la finanziarizzazione globalizzata dei primi anni duemila, da più parti e a più riprese è infatti oggi sostanzialmente posto in dubbio il profitto quale primario e unico obiettivo imprenditoriale; questo, di contro, andrebbe necessariamente accompagnato – se non finanche superato, per alcune posizioni estremiste – da altri obiettivi, capaci di controbilanciare il mero interesse al dividendo dei soci e così di riequilibrare un rapporto altrimenti considerato eccessivamente sbilanciato a favore dei privati e a danno di interessi di sistema.

Come noto ai più, a fronte di ampi e approfonditi dibattiti internazionali<sup>9,10</sup>, ad un approccio c.d. *shareholders' friendly*, molto in voga nei decenni passati, è seguita, e si è consolidata, tra studiosi e operatori, una certa lettura “innovativa” dell’impresa – oggi trasfusa, progressivamente e *a fortiori*, nella regolamentazione settoriale – quale strumento doverosamente ispirato e organizzato anche al perse-

8 Per un inquadramento puntuale cfr., *ex multis*, D. Avramov et al., *Sustainable investing with ESG rating uncertainty*, in *Journal of Financial Economics*, 2021; D. Busch, G. Ferrarini e S. Grünewald, *Sustainable Finance in Europe*, Londra, 2021; E. Clementino e R. Perkins, *How Do Companies Respond to Environmental, Social and Governance (ESG) ratings? Evidence from Italy*, in *Journal of Business Ethics*, p. 379 ss.; V. Diaz, *Reconsidering systematic factors during the Covid-19 pandemic – The rising importance of ESG*, in *Finance Research Letters*, 2021; C. Economidou et al., *Does Sustainable Investing matter to the Market?*, reperibile al seguente link: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3965134](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3965134); A. Edmans, *Grow the Pie: How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit*, Cambridge, 2020; A. Enger, L. Enriques, G. Ringe, U. Varottil e T. Wetzer, *Business Law and the Transition to a Net Zero Economy*, Monaco, 2022; D. Freiberg, J. Rogers e G. Serafeim, *How ESG Issues Become Financially Material to Corporations and Their Investors*, in *Harvard Business School Working Paper*, 20-056; G. Friede, T. Busch e A. Bassen, *ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*, in *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 2015, p. 210 ss.; S.L. Gillan et al., *Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance*, in *Journal of Corporate Finance*, 66 (2021); C. Mayer, *Prosperity*, Oxford, 2018. Di recente si veda anche J.L. Hansen, *Unsustainable Sustainability*, reperibile in *Oxford Business Law Blog* dell'8 marzo 2022.

9 Per tutti cfr. L.A. Bebchuk e R. Tallarita, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, in *Cornell Law Review*, 2020, p. 164 ss. Nonché, più datato, O. Hart e L. Zingales, *Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value*, in *ECGI - Finance Working Paper* 521/2017, p. 1 ss.

10 Quanto al contesto italiano si vedano, di recente, M. Stella Richter jr, *Long termism*, in *Riv. Soc.*, 2021, p. 16 ss. e U. Tombari, *Corporate purpose e diritto societario: dalla “supremazia degli interessi dei soci” alla libertà di scelta dello “scopo sociale”?*, in *Riv. Soc.*, 2021, p. 3 ss.

guimento e alla tutela di finalità vicine alle posizioni degli *stakeholders* ritenuti, talvolta apoditticamente, i veri guardiani del “*bene collettivo*” e, dunque, il necessario contrappeso all’“*egoismo*” caratterizzante la posizione del socio (tuttavia, cosa spesso scordata, già gravato dal rischio di impresa).

In questo senso, e non senza alcune perplessità di cui *infra*, si è dapprima sviluppata quella corrente “*responsabilizzante*” ma non troppo fortunata che, classificata nell’espressione *corporate social responsibility* (CSR)<sup>11</sup>, ha inteso identificare (supposti e im)precisi doveri comportamentali – di natura fin quasi etica – in capo agli attori del mercato nello svolgimento della propria attività economica, a pena di obblighi risarcitori a favore di chi, da quest’ultima, dovesse venire danneggiato. Approccio, questo, a ben vedere sviluppatosi a prescindere dalla effettiva presenza negli ordinamenti di regole già poste a tutela dei terzi ed enfatizzando, su base globale, il carattere strumentale dell’impresa privata per il raggiungimento di interessi “*altri*”, quali appunto, a mero titolo esemplificativo, la tutela dell’ambiente, delle comunità locali, ecc.

Nondimeno, si è rinvigorita una visione che, oggi particolarmente di moda anche sulla scorta di precise indicazioni europee e di letture forse più politiche che strettamente giuridico-economiche, intende focalizzare le ragioni imprenditoriali attorno al citato acronimo ESG e – più in particolare – ad un’impostazione intesa a fare gravitare gli assi cartesiani di queste ultime intorno ad alcuni principi guida, sinteticamente riassumibili nei seguenti punti principali: (i) un più ampio grado di *disclosure* di informazioni non finanziarie; nonché (ii) una precisa *accountability* e un dovere di *due diligence* in capo a determinate società<sup>12</sup>.

### 3. I termini del dibattito giuridico-economico: dal particolare (le società) al generale (le regole)

Senza volersi addentrare, in questa sede, in una analisi di dettaglio delle molteplici norme europee che, con una certa “*ansia da prestazione*” quotidianamente affrontano il tema in esame, è bene riassumere sinteticamente i termini di un dibattito che – (i) nel corretto posizionamento dei soci rispetto agli altri portatori di interessi verso il fenomeno imprenditoriale e (ii) nella predisposizione di adeguate ed effi-

11 In argomento v. di interesse C. Angelici, *Divagazioni sulla “responsabilità sociale” d’impresa*, in *Riv. Soc.*, 2018, p. 6 ss.

12 Oltre alla normativa citata al §5 *infra*, si vedano, da ultimo, le proposte di Direttiva 2021/0104 (COD) del 21 aprile 2021 (*Sustainability Reporting Directive* o CSRD) e 2022/0051 (COD) del 23 febbraio 2022 (*Corporate Sustainability Due Diligence* o CSDD). Sul punto si cfr. di recente R. Natoli, *La responsabilità civile d’impresa nella proposta di Direttiva U.E. on Corporate Sustainability Due Diligence*, in *Dialoghi di Diritto dell’Economia*, Marzo 2022, p. 1.

cienti regole dei mercati – trova la propria più chiara traduzione.

Tali termini, oggetto d'attenzione da parte dell'accademia e della pratica, parrebbero in principio riassumibili in chiave sintetica, con tutti i caveat del caso e forse in via eccessivamente manichea (ma auspicabilmente chiara), nella seguente contrapposizione: profitto dell'impresa (e, indirettamente, dei suoi azionisti) vs interessi dei terzi.

Gli stessi, nondimeno, hanno un'origine storica e concettuale complessa. Un'origine che, nel recente passato, ha trovato un'importante ricorrenza nel cinquantesimo anniversario dell'articolo di Milton Friedman comparso nel 1970 sul New York Times, intitolato *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, i cui “festeggiamenti” – compendiati nella pubblicazione di una serie di contributi intesi a rendere omaggio al pensiero dell'economista<sup>13</sup> – sono caduti in un periodo in cui la stessa *Business Roundtable* statunitense (e così i CEO delle più importanti società U.S.A.) ha tentato di ampliare al di là del mero profitto, e con una certa sorpresa, i confini del c.d. *corporate purpose*.

Orbene, al di là di una rassegna più particolareggiata del tema, e di una più approfondita disamina degli aspetti di dettaglio della questione<sup>14</sup>, è opportuno soffermarsi su alcuni concetti base della materia, che tornano utili per prendere posizione nella vicenda in esame, in particolare a favore della tesi già caldeggiata, indirizzata in ogni caso a supportare *in primis* le ragioni degli azionisti, da ritenersi gerarchicamente sovraordinate a quelle di altri soggetti posti a contatto con l'impresa (ancor più se vigilata).

Quanto precede ricordando che, peraltro, le prime ragioni non per forza devono essere lette in chiave di contrapposizione alle seconde, posto che (i) soprattutto attraverso una più efficiente interlocuzione con i soggetti terzi si possono assicurare marginalità positive – e così profitti – rilevanti in capo a chi, nell'impresa, ha rischiato (parte) del proprio patrimonio; e che, ponendo attenzione alle società settoriali, (ii) è principio già acquisito quello dell'esercizio “saggio” dell'impresa sottoposta a vigilanza, la cui gestione sana e prudente, nonché sorvegliata da un regolatore prudenziale, dovrebbe essere elemento che confermerebbe, a monte, sia la “tenuta” del sistema sia l'interesse dei soci.

<sup>13</sup> I contributi sono raccolti nell'ebook Aa.Vv., *Friedman 50 Years Later*, reperibile al seguente link del centro Promarket: <https://www.promarket.org/wp-content/uploads/2020/11/Milton-Friedman-50-years-later-ebook.pdf>.

<sup>14</sup> Utile e sempre attuale, sul punto, il richiamo a F. Debenedetti, *Fare profitti. Etica dell'impresa*, Venezia, 2021.

In merito, fermo il richiamo al più recente approfondimento dottrinale<sup>15</sup>, va infatti preliminarmente ricordato che, quantomeno nel contesto italiano, per espressa previsione normativa il contratto di società, e cioè la forma collettiva dell'esercizio dell'impresa, si presenta innanzitutto quale strumento offerto dall'ordinamento a due o più persone per l'esercizio in comune di un'attività economica al fine di dividerne gli utili. Utili che dunque, *ab origine*, sono qualificati come unica (o almeno principale) finalità dell'impresa stessa, che questa sia operante o meno su di un mercato regolamentato.

Tale inquadramento normativo, anche se in parte “smussato” da altri interventi di varia natura di seguito indicati, si adatta con particolare semplicità alla grande società a base azionaria, ancor meglio se quotata, laddove l'interesse al valore (*i.e.* tornaconto) economico dell'azione parrebbe a ben donde divenire il “*comune denominatore*” che inizialmente spinge gli investimenti degli operatori. Comune denominatore che, per di più e con riferimento ad alcune categorie specifiche di investitori, quali sono quelli istituzionali, ben può poi indirizzarsi verso strategie di lungo termine piuttosto che alla ricerca di un profitto immediato.

Gli azionisti sono dunque, per definizione normativa, orientati al perseguimento di un fine economico che è una forma di remunerazione dell'investimento effettuato e del rischio (anche se patrimonialmente limitato) corso nello svolgimento dell'impresa. E ciò non dovrebbe trovare ostacoli – semmai correttivi utili al fine di evitare utilizzi impropri dell'iniziativa privata – nella recente modifica degli articoli 9 e 41 della Costituzione<sup>16</sup>.

#### 4. La posizione degli amministratori: doveri fiduciari e business judgment rule

Il profilo in esame ha precise conseguenze anche in tema di organizzazione e gestione imprenditoriale<sup>17</sup> posto che, secondo un processo di “*osmosi*”, la virtù degli operatori influenza e caratterizza il mercato, e viceversa.

<sup>15</sup> In merito al quale si ricordano le considerazioni offerte in occasione del XXXIV Convegno di studio su *La nuova società quotata. Tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance*, qui reperibile: [https://www.youtube.com/watch?v=xi8cOD\\_A1LE](https://www.youtube.com/watch?v=xi8cOD_A1LE).

<sup>16</sup> In relazione a tale modifica, apportata dalla legge costituzionale 11 febbraio 2022, n. 1, cfr. il *Dossier* del 7 febbraio 2022, qui reperibile: [http://documenti.camera.it/leg18/dossier/pdf/AC0504c.pdf?\\_1649679794587](http://documenti.camera.it/leg18/dossier/pdf/AC0504c.pdf?_1649679794587). Nonché S.A. Cerrato, *op. cit.*

<sup>17</sup> Per un ottimo e recente inquadramento del tema cfr. R. Rolli, *L'impatto dei fattori ESG sull'impresa. Modelli di governance e nuove responsabilità*, Bologna, 2021. Ed anche G. Riolfo, *La “visione” europea di impresa “sostenibile”: mito o realtà?*, in *Contratto e Impresa Europa*, 2021, 3, p. 533 ss., ove ulteriori e puntuali riferimenti dottrinali.

Tra i tanti argomenti possibili, va infatti ricordato che sotto un punto di vista di governo societario, secondo le regole di riferimento, i gestori, nominati da quei soci (proprietari della società) nei cui confronti intrattengono un rapporto di *agency*, scontano verso questi ultimi precisi obblighi comportamentali, preordinati a garantire il perseguimento dell'interesse sociale, *i.e.* il citato *corporate purpose*, al netto di possibili e probabili comportamenti opportunistici, *in primis* connotati da un conflitto di interessi reso plausibile dalla nota asimmetria informativa in essere tra i soggetti in questione<sup>18</sup>.

Tali obblighi comportamentali, giova sottolineare, ricorrono tuttavia solo con riguardo ai soci, e non già verso soggetti terzi, nei cui confronti gli amministratori in questione agiscono – così come la società, per il loro tramite – necessariamente nel rispetto delle norme di legge, senza ulteriori doveri di natura “fiduciaria” (almeno ad oggi e salvo taluni casi limitati, come forse è quello degli “obbligazionisti sostenibili”?).

Questa circostanza, che nella regolamentazione dei mercati ha innegabile importanza, assume particolare centralità nell'esame che si svolge, posto che conduce a disegnare, con chiarezza, i rapporti di forza intercorrenti tra gli attori in gioco, le relative dipendenze e, dunque e in virtù di queste, la necessità che gli amministratori perseguano tramite la propria azione gestoria non interessi personali (per l'appunto in conflitto) né, all'estremo opposto, estranei alla società (quali sono quelli degli *stakeholders*), bensì solo, ed esclusivamente, quelli di un ente che, certamente se anche sostenibile, non potrà che giovare di ulteriore “*guadagno*”, poi indirizzato ai propri soci.

Le considerazioni offerte, si ripete, non mirano certo a esimere gli amministratori – sempre difesi, si ricordi, dal principio della *business judgment rule* anche in relazione al tema della sostenibilità (che, sempre si ricordi, è concetto più ampio dell'ESG) – da una gestione rispettosa dei terzi, comunque li si intenda classificare, ma si limita a ricordare che l'interesse sociale (comunque lo si voglia posizionare tra contrattualismo e istituzionalismo) è l'interesse che gli amministratori devono perseguire e realizzare. E ciò, ovviamente, anche “*a scapito*” – fermo restando il rispetto delle leggi, come detto – di

<sup>18</sup> Sul punto, per tutti, il preciso e lucido inquadramento di G. Alpa, *Responsabilità degli amministratori di società e principio di «sostenibilità»*, in *Contratto e Impresa*, 2021, 3, p. 721 ss. Nonché la rassegna di M.V. Zammitti, *L'impresa socialmente irresponsabile: un primo itinerario di giurisprudenza, anche in prospettiva comparata*, in *Soc.*, 2021, 8-9, p. 1018 ss. Di stampo internazionale si vedano invece A. Orowitz e R. Kumar, *How Investors are Assessing Directors on ESG Matters*, in *Harvard Business Law Forum*, 11 aprile 2022 e S. Bainbridge, *Don't Compound the Caremark Mistake by Extending it to ESG Oversight*, in *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 21-10*.

interessi sociali (cioè indirizzati al c.d. “bene comune”) che tuttavia “sociali” (nel senso di afferenti alla società quale ente imprenditoriale) non sono.

Di questo la regolamentazione economica deve tenere conto, peraltro senza appesantire il *framework* normativo di ulteriori previsioni che, nel complesso, delineano un quadro eccessivamente costoso per i relativi operatori.

### 5. Il caso di studio: i settori vigilati

Anche a fronte di una impostazione marcatamente a favore dello *shareholders' value*, è innegabile la rilevanza pratica dei fattori ESG, il cui rispetto – assicurato dall'approccio sostenibile qui in commento – pare porsi sia come finalità dell'azione di governo societario (nella misura in cui ciò sia proporzionato e ragionevole agli obiettivi imprenditoriali), sia e a monte come modalità di estrinsecazione della stessa – e ciò, con innegabili complicazioni già solo per quanto attiene ai criteri di diligenza e informazione che regolano l'azione degli amministratori –, secondo un'impostazione che intende leggere nel rispetto degli indici in oggetto un elemento non antitetico, bensì incentivante, la realizzazione di (ulteriori) profitti.

Il tema che si vuole mettere in luce necessariamente per punti è il seguente, e attiene forse a un ambito più fattuale che teorico, oltretutto senza alcun dubbio conscio dell'importanza che l'opinione pubblica ricopre per la buona riuscita dell'attività d'impresa: (i) la considerazione e il rispetto di fattori di natura ambientale, sociale e di *governance*, come variamente declinati, assumono con tutta evidenza specifica importanza quale termine di riferimento per la gestione della società, traducendone il carattere sostenibile e, conseguentemente, affermandone la *compliance* di “sistema”; (ii) tale sostenibilità, a sua volta adeguatamente resa nota al mercato per il tramite di strumenti di comunicazione e *disclosure*, messi a disposizione dell'ordinamento – tra cui il Regolamento (UE) 2020/852 “Tassonomia” e il Regolamento (UE) 2019/2088 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (SFDR) –, assume un determinato valore economico, in quanto attrattiva di investimenti che, proprio nella qualità sostenibile appena menzionata, intravedono la direttrice dei propri flussi; (iii) i flussi in questione, come noto, sono orientati dall'umore di investitori che, già solo per motivi reputazionali (ma anche generazionali) affrontano con “spirito nuovo” il tema in esame; (iv) la sostenibilità dell'impresa diviene così innanzitutto “fattore calamita” per gli investimenti; (v) in questo quadro, rispettoso della finalità del lucro, le esternalità positive verso i terzi esistono e assumono pertanto carattere a ben vedere centrale di una gestione, in ogni caso incentrata sulla massimizzazione del profitto dei soci. Profitto che, si ricordi, ha per definizione ricadute positive di sistema: si pensi solo ai consumi, ai successivi (re-)investimenti

e a quella tassazione attraverso la quale gli “introiti” privati “contribuiscono”, in misura rilevante, alla realizzazione di interessi della comunità.

Quello che precede parrebbe essere, allo stato attuale e a modesto avviso di chi scrive, un corretto sebbene parziale inquadramento dei fattori ESG e del tema della sostenibilità, secondo un'impostazione che non svaluti impropriamente la posizione di chi corre il rischio di impresa e che, dunque, deve trovare adeguata forma di remunerazione del proprio investimento, anche nei settori vigilati.

Investimento che, giova ricordare, già ad oggi e con notevole spirito imprenditoriale affronta infatti ulteriori costi, per l'appunto indirizzati a individuare – al fine di minimizzarne la ricorrenza ed aumentare i profitti – i margini di rischio legati ad operazioni relative ad ognuno dei singoli fattori ambientale, sociale e di *governance*, secondo un approccio fisiologicamente *market oriented* e, si direbbe, *pro shareholders' value*.

Quanto in ultimo anticipato vale anche a fronte dei più recenti interventi di autodisciplina che, con riferimento alle società quotate, se da un lato richiedono al consiglio di amministrazione di guidare la società perseguendone il “successo sostenibile”, dall'altro lato definiscono quest'ultimo come “obiettivo che guida l'azione dell'organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società”<sup>19</sup>.

L'obiettivo in questione è, senza dubbio, di difficile applicazione pratica e, al netto di illuminanti previsioni statuarie a venire, risulterebbe forse connotato da una almeno duplice criticità: quella di “sminuire” le ragioni dell'azionista di breve termine, sull'assunto che solo la creazione di valore nel lungo termine sia per forza di cose l'unica a beneficio di tutti i soci; e quello di imporre, di fatto, un bilanciamento tra gli interessi dei soci e quelli di alcuni *stakeholders* (così sottovalutando il carattere eterogeneo di questa categoria, composta da soggetti portatori di posizioni magari contrapposte), secondo un'impostazione di difficile soluzione operativa nel caso in cui questi interessi risultino con tutta evidenza confliggenti (ma su questo profilo è senza dubbio utile l'inciso inteso a evidenziare la centralità, tra i tanti, degli *stakeholders* rilevanti per la società, con evidente delimitazione del raggio d'azione).

Un discorso a parte meritano, poi, le regole che delineano il mercato bancario, in merito alle quali va

<sup>19</sup> Un'analisi del tema è offerta da M. Ventoruzzo, *Il nuovo codice di corporate governance 2020: le principali novità*, in *Soc.*, 2020, 4, p. 439 ss.

rilevata una duplice linea d'azione. L'una, di natura “macro” (leggasi l'interesse della BCE e della Banca d'Italia al tema in esame<sup>20</sup>); l'altro, di natura “micro” e consistente nella regolamentazione esterna (ad es. in tema di concessione di credito<sup>21</sup>) e interna (leggasi *corporate governance*) delle s.p.a. bancarie<sup>22</sup>.

In merito all'ultimo profilo, infatti, la Banca d'Italia ha aggiornato la Circolare 285 in tema di *Disposizioni di Vigilanza* in materia di governo societario; nella nuova versione del documento viene richiesto all'organo con funzione di supervisione strategica di definire strategie aziendali capaci di tenere in considerazione, *inter alia*, gli obiettivi di finanza sostenibile e, in particolare, l'integrazione dei fattori ambientali, sociali e di *governance* (ESG) nei processi relativi alle decisioni aziendali.

Profilo, anche questo, di non facile trattazione e in ogni caso da porre in relazione al già citato principio cardine del settore bancario (così come di quello assicurativo), relativo alla “sana e prudente gestione” di un ente privato ma dotato di innegabili ricadute di sistema<sup>23</sup>.

Le banche, si ritiene, avranno un effetto “leva” per la tematica della sostenibilità e della salvaguardia dei fattori ESG: non è infatti astruso pensare che solo i progetti rispettosi di tali profili divengano, in futuro, meritevoli di finanziamenti, con conseguente effetto “incentivante” per gli operatori a dotarsi di strutture idonee e ritenute meritevoli dagli enti creditizi, nuovi “gatekeepers” del sistema. Il tutto, si ripete, fermo un guadagno in capo a questi ultimi, altrimenti gravati di compiti e responsabilità non proporzionate al rischio loro allocato.

## 6. Le possibili soluzioni tra pubblico e privato

Ancora oggi, e ancor più a fronte del nuovo *trend* sostenibile, va dunque rimarcata l'importanza centrale del profitto sui mercati, anche quelli vigilati, da intendersi quale fine ultimo di un'attività di impresa progressivamente sempre più *compliant* con i principi ESG.

20 Si pensi solo alla “Final guide on climate-related and environmental risks for banks” della Banca Centrale Europea e alla “Carta degli investimenti sostenibili” della nostra autorità centrale, datata luglio 2021.

21 In argomento va annoverato il lavoro EBA “Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms” del giugno 2021, e qui reperibile: <https://www.eba.europa.eu/eba-publishes-its-report-management-and-supervision-esg-risks-credit-institutions-and-investment>.

22 Sul punto si vedano già le riflessioni di F. Capriglione e A. Sacco Ginevri, *Metamorfosi della governance bancaria*, Torino, 2019.

23 In argomento v. F. Sartori, *Disciplina dell'impresa e statuto contrattuale: il criterio della «sana e prudente gestione»*, in *Banca, Borsa e Tit. Cred.*, 2017, I, p. 131 ss.

Questa, in particolare, dovrà infatti necessariamente essere gestita, anche al fine di una maggiore utilità economica, nel rispetto di determinati presidi esterni – quali i fattori ambientali, sociali e di *governance*, che attengono quindi alla modalità, oltreché al fine, dell'attività in questione – apparentemente posti solo a difesa degli interessi degli *stakeholders* ma, a ben vedere, scritti anche a tutela anche degli azionisti e dei loro obiettivi economici, altrimenti “*puniti*” da un mercato sempre più esigente in tema di sostenibilità.

Tale tutela, tuttavia, deve ad oggi (e in futuro) essere predisposta non già attraverso formule “*nebulose*” e principi di difficile attuazione, bensì grazie al ricorso a un adeguato *framework* normativo e regolamentare, capace di precisare indici di riferimento dotati di quell'elevato grado di certezza e oggettività che serve ad assicurare un altrettanto elevato grado di fiducia – e, dunque, di investimento e stabilità – sui mercati.

Come precisato in chiave accademica di recente<sup>24</sup>, il compito della regolamentazione è tutt'altro che semplice posto che le formule utilizzate da parte delle istituzioni presentano spesso “*una vaghezza tale da renderle giuridicamente pericolose o poco utili*”, essendo peraltro “*discutibile*” – e, a modesto avviso di scrive, *tout court* non corretto – “*voler attribuire alle imprese un ruolo di supplenza di regole chiare, puntuali e prescrittive che distinguano ciò che è lecito da ciò che non lo è, imponendo (...) generali (e potenzialmente sterminati) obblighi di “comportarsi bene”, con concreto “rischio (...) di avvicinarsi a una discutibile “legislazione dell'etica”.*

Un'adeguata e seria ripartizione di competenze, capace di travalicare i confini del *politically correct* e delle “*misure di facciata*” è, dunque, più che mai utile se rapportata al nesso intercorrente tra *corporate purpose* ed ESG, oltreché necessaria a comprendere le reali finalità che orientano l'operato di due separate categorie di attori del mercato: quelli privati, intesi a perseguire *in primis* i propri interessi (leggasi profitto), e quelli pubblici, che invece dovrebbero essere necessariamente ed esclusivamente orientati, nella materia dei mercati, a realizzare adeguate misure di verifica *ex ante* (ad es. in sede di ingresso) ed *ex post* (ad es. con meccanismi di allontanamento), volte a evitare comportamenti patologici (tipo il “*greenwashing*”) delle società a danno di chi, con esse, entra a vario titolo in contatto. Una posizione, quest'ultima, cioè legittimamente e fieramente prudenziale e non già “*contaminata*” da possibili *revirement* strutturali o interventismi di vario genere, invece sempre più frequenti all'orizzonte (ancor più a

24 In argomento cfr. M. Ventrizzo, *Troppa responsabilità per l'impresa*, su *Lavoce.info* del 2 aprile 2021, reperibile al seguente link: <https://www.lavoce.info/archives/73308/troppa-responsabilita-per-limpresa/>.

fronte della recente ondata bellica).

In conclusione: la predisposizione di efficienti architetture di vigilanza, nonché di ottimali meccanismi risarcitori e compensativi, contemplati tanto dal diritto civile (e in questo penso ad es. sia alle misure di diritto societario, sia a quelle di diritto del lavoro) quanto dal diritto penale, così come la strutturazione di adeguati assetti di *governance* e politiche di remunerazione quale presidio nei confronti di misure eccessivamente di breve termine potrebbero dunque aiutare a risolvere, a monte, la problematica relativa ad un tema – quello della sostenibilità dell'agire imprenditoriale – forse per ora indebitamente riversato, in via (di fatto) esclusiva e un po' confusionale, sugli operatori da parte di *policy makers* pubblici.

Il percorso che porterà a chiarire la questione qui sinteticamente affrontata è ancora lungo, ma porre ordine tra gli elementi in discussione è il primo passo per una più attenta analisi degli stessi. Quanto precede, nella consapevolezza che le esigenze e le aspirazioni dell'oggi, anche se estremamente nobili e condivisibili, ben potrebbero cambiare nel domani. E che, all'atto pratico, quando posti dinanzi a situazioni insuperabili, non di virtù, ma di sopravvivenza, di pace e di pane, gli uomini tornano a parlare. Un po' come d'altronde scrisse – oggi sembra quasi paradossale – il primo dei sovietici, più di cent'anni orsono<sup>25</sup>.

---

25 Così V. Lenin, *Per il pane e per la pace*, in *Jugend-Internationale*, 1918, n. 11 e qui reperibile: <https://www.marxists.org/italiano/lenin/1917/12/panepace.htm>.

**SOMMARIO**[\*]: 1. Introduzione, 2. Il rischio di mis-selling nel rapporto tra risparmiatore retail ed intermediario, 3. Il sistema MiFID, 3.1. Regole volte ad arginare i fenomeni di mis-selling connessi all'asimmetria informativa ed alla relazione tra cliente ed intermediario, 3.2. Regole di appropriatezza e di adeguatezza, 3.3. Regole disciplinanti la progettazione e la distribuzione dei prodotti finanziari, 4. Segue: attività svolte dall'Esma per dare concreta applicazione alle previsioni della disciplina MiFID finalizzate al contenimento del rischio di mis-selling, 4.1. Valutazione di appropriatezza, 4.2. Valutazione di adeguatezza, 4.3. Product Governance, 5. I limiti della disciplina eurounitaria nel contenimento del rischio di mis-selling, 6. Conclusioni

## 1. Introduzione

Uno dei principali motivi per i quali i risparmiatori sono restii nell'investire le proprie disponibilità in prodotti finanziari è rappresentato dal rischio di mis-selling, ovvero dal rischio di commettere errori di valutazione in ordine alla scelta delle soluzioni che meglio rispondano alle proprie esigenze<sup>1</sup>. Come sarà chiarito più compiutamente nel corso della trattazione, tale rischio è tipicamente collegato alla presenza di asimmetrie informative, di costi di transazione e della differente possibilità di accesso ai mercati finanziari, fattori che pongono le imprese di investimento in una posizione di vantaggio rispetto ai propri clienti.

Diretta conseguenza è che i risparmiatori preferiscono detenere le proprie disponibilità in forma liquida nel conto corrente. In tal caso, il risparmiatore oltre alla perdita di potere d'acquisto delle somme depositate determinata dall'inflazione - fenomeno sempre più rilevante alla luce dei più recenti sviluppi degli scenari geo-politici -, subisce anche una perdita non immediatamente percepibile, rappresentata dal costo-opportunità di impiegare tali somme in investimenti remunerativi. Al fine di limitare tali costi, i risparmiatori più attivi prediligono piuttosto investire "nel mattone".

In proposito, da recenti statistiche diffuse da Consob risulta che in Italia l'ammontare dei risparmi de-

---

\* Le idee e le opinioni espresse in questo articolo sono da attribuire unicamente all'autore e non coinvolgono l'istituzione di appartenenza (Consob).

1 Franke G., Mosk T. e Schnebel E., Fair Retail Banking: How to Prevent Mis-selling by Banks, White Paper No. 39 SAFE: Sustainable Architecture for Finance in Europe Konstanzer Online-Publikations-System (KOPS), Goethe University, 2016, reperibile all'indirizzo <http://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:bsz:352-0-424172>, pag. 4.

tenuti in forma liquida o, comunque caratterizzati da elevati livelli di liquidabilità, è relevantissima<sup>2</sup>; inoltre, l'investimento immobiliare continua a rappresentare una delle tipologie di investimento preferite dagli italiani<sup>3</sup>.

Il rischio di mis-selling, però, determina dei costi non solo per il risparmiatore, ma anche per il sistema finanziario ed economico nel suo complesso. Tale rischio è difatti una delle principali cause delle difficoltà di canalizzazione delle risorse finanziarie detenute dai singoli verso impieghi nell'economia reale. Il sistema finanziario risente negativamente degli effetti negativi del mis-selling proprio perché le ingenti disponibilità finanziarie in possesso dei risparmiatori retail potrebbero essere investite nell'economia reale - attraverso l'acquisto di prodotti finanziari - in progetti di crescita economica e occupazionale delle aziende emittenti e, dunque, dell'economia nel suo complesso.

Il tema è di tale rilievo che tanto a livello europeo quanto nazionale sono state attivate diverse iniziative finalizzate ad incrementare la partecipazione dei risparmiatori retail ai mercati finanziari. A livello europeo, la Capital Markets Union (di seguito anche "CMU") è stata concepita proprio per conseguire tale finalità<sup>4</sup>; la Commissione ha peraltro avviato una vera e propria retail investment strategy<sup>5</sup>. A livello nazionale, poi, il recente Libro Verde "La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita" promosso dal MEF ha l'obiettivo di individuare potenziali interventi tesi a migliorare il quadro normativo e regolamentare applicabile agli emittenti per rendere l'accesso e la permanenza delle imprese sui mercati dei capitali, senza al contempo ridurre i presidi a tutela degli investitori e dell'integrità dei mercati<sup>6</sup>.

Al fine di affrontare compiutamente la tematica, nel prosieguo si offrirà dapprima un'analisi economica del fenomeno. Successivamente sarà analizzato il tema sotto il profilo normativo, con specifico rife-

<sup>2</sup> CONSOB, Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane, 2021, pag. 10.

<sup>3</sup> *Ivi*, pag. 89.

<sup>4</sup> Uno degli obiettivi della CMU è proprio incentivare gli investitori retail alla maggiore partecipazione ai mercati dei capitali, attraverso una serie di misure volte ad incrementarne il livello di fiducia. Si veda al riguardo il libro verde della Commissione Europea sulla Capital Market Union, 2015, pag. 21.

<sup>5</sup> Per maggiori dettagli, si veda [https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2022-suitability-appropriateness-assessments\\_en](https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2022-suitability-appropriateness-assessments_en).

<sup>6</sup> Per ulteriori dettagli, si veda [https://www.dt.mef.gov.it/it/dipartimento/consultazioni\\_pubbliche/consultazione\\_libro\\_verde.html](https://www.dt.mef.gov.it/it/dipartimento/consultazioni_pubbliche/consultazione_libro_verde.html).

rimento alla disciplina MiFID<sup>7</sup>, per chiarire quali soluzioni sono state adottate dal legislatore europeo per arginarne l'impatto del rischio di mis-selling. Infine, si tenterà di individuare le lacune del sistema attuale e le possibili prospettive.

## **2. Il rischio di mis-selling nel rapporto tra risparmiatore retail ed intermediario**

Il rischio di mis-selling si verifica tipicamente nel rapporto tra risparmiatore retail ed intermediari, dato che questi ultimi rappresentano il principale canale attraverso cui i primi acquistano i prodotti finanziari che compongono il loro portafoglio<sup>8</sup>. In questo specifico caso, il mis-selling si manifesta quando i prodotti finanziari commercializzati dall'intermediario non corrispondono al profilo di rischio, alle esigenze o alle aspettative del cliente<sup>9</sup>.

La teoria economica aiuta a comprendere le ragioni alla base di tale fenomeno. In particolare, i motivi per cui si verifica il mis-selling sono stati puntualmente analizzati dalla *agency theory*: un agente che non è esposto alle conseguenze della propria negligenza (ad esempio perché percepisce come basso il rischio di perdere i propri clienti) può essere tentato di abusare della propria posizione ed essere disposto a vendere prodotti finanziari a clienti ai quali non avrebbe dovuto proporli<sup>10</sup>.

Risulta utile identificare prioritariamente le circostanze che determinano fenomeni di mis-selling, per poi individuare più puntualmente le modalità che consentono di prevenirlo.

Alcuni studi mostrano che la natura e il tipo di mis-selling dipendono da una pluralità di fattori, tra cui: le caratteristiche individuali dell'investitore, il tipo ed il livello di rischio di prodotto offerto, le modalità attraverso cui il prodotto viene venduto, così come il livello di responsabilità degli intermediari finanziari nei confronti dei loro clienti<sup>11</sup>.

---

7 Come sarà meglio chiarito nel corso della trattazione, la disciplina MiFID è centrale in tale progetto, dato che la tutela del risparmiatore, perseguita anche attraverso una serie di misure volte al contenimento del rischio di mis-selling, è fondamentale per favorire l'incontro tra le contrapposte esigenze delle unità in deficit (ovvero le imprese) e delle unità in surplus (i risparmiatori) di risorse finanziarie. Per ulteriori dettagli si veda il libro verde della Commissione Europea sulla Capital Market Union, 2015, pag. 21.

8 Per maggiori dettagli si veda Consob, op. cit., pag. 38 e ss..

9 Martysz C. B. e Rakowski J. P., *Misselling consumer awareness study – Circumstances surrounding the occurrence of misselling*, <https://doi.org/10.2478/ijme-2021-0007>, *International Journal of Management and Economics*, vol. 57, issue 2, 121-137, 2021, pag. 123.

10 *Ivi*, pag. 126.

11 *Ivi*, pag. 123.

Secondo altri contributi, il mis-selling è anche dovuto alla presenza di conflitti di interesse tra intermediario e cliente, conflitti che si sostanziano più propriamente in una inadeguata rappresentazione delle informazioni, nella previsione di eccessivi elementi di complessità dei prodotti finanziari proposti e nella prestazione di una consulenza non personalizzata<sup>12</sup>.

I conflitti di interesse tra intermediari e clienti dovuti all'errata rappresentazione delle informazioni, sono connessi anche alla circostanza secondo cui i primi tendono ad utilizzare a proprio vantaggio l'analfabetismo finanziario dei secondi. Alcuni autori evidenziano che una delle principali cause dei fenomeni di mis-selling è rappresentata dalle asimmetrie informative associate all'analfabetizzazione finanziaria dei risparmiatori retail. Sebbene la corretta stima del livello di alfabetizzazione finanziaria sia di per sé complicata, appare alquanto ovvio che l'alfabetizzazione finanziaria di molti clienti al dettaglio è inferiore, a volte anche di molto, rispetto a quella dei prestatori di servizi di investimento e dei loro dipendenti: è proprio questo divario che determina l'asimmetria informativa alla base dei fenomeni di mis-selling<sup>13</sup>.

L'asimmetria informativa è peraltro dovuta al fatto che gli intermediari hanno più potere di negoziazione, in quanto possono, in un certo senso, "imporre" la forma e la formulazione del contratto che dovrà essere firmato dal cliente. Tuttavia, l'asimmetria di informazioni tra il venditore e l'acquirente sussiste anche per quanto riguarda la conoscenza dei meccanismi contenuti nel contratto e, spesso, la comprensione dello strumento finanziario stesso e dei suoi rischi. Di certo, la possibilità di disporre di informazioni asimmetriche e aggiuntive può essere utilizzata dall'intermediario per trarne un vantaggio<sup>14</sup>.

Con specifico riferimento alla commercializzazione di uno strumento finanziario, alcuni autori sostengono che l'errata presentazione di informazioni è attuata attraverso l'occultamento o, in casi estremi, la falsificazione di aspetti che, ove fossero noti al cliente, avrebbero potuto interrompere o alterare significativamente il processo di scelta di un determinato prodotto finanziario. L'errata presentazione di informazioni implica una consulenza distorta o, nei casi limite, addirittura fraudolenta<sup>15</sup>.

Altri autori in proposito hanno osservato che gli intermediari tendono a commercializzare prodotti fi-

<sup>12</sup> Franke G., Mosk T. e Schnebel E., op. cit., p. 4.

<sup>13</sup> Franke G., Mosk T. e Schnebel E., op. cit., pag. 4.

<sup>14</sup> Martysz C. B. e Rakowski J. P., op. cit., pag. 124.

<sup>15</sup> Franke G., Mosk T. e Schnebel E., op. cit., p. 5.

nanziari caratterizzati da alte commissioni ove non siano tenuti a palesare le commissioni di questi prodotti<sup>16</sup>. Al riguardo, altri ancora mostrano che le banche potrebbero approfittare del loro ruolo consulenziale anche per vendere ai clienti con bassi livelli di alfabetizzazione i titoli a bassa performance presenti nel proprio portafoglio di proprietà<sup>17</sup>.

Il conflitto di interesse tra intermediari e clienti, poi, si manifesta in maniera particolarmente accentuata nel caso di commercializzazione di prodotti finanziari che presentano eccessivi elementi di complessità. In questo specifico caso, il mis-selling deriva dalla commercializzazione da parte degli intermediari finanziari di prodotti già progettati con elementi di complessità tali da essere difficilmente compresi da parte dell'investitore medio o che includono fattori di rischio che non forniscono particolari benefici al cliente<sup>18</sup>. In proposito, degli autori sostengono che alcuni intermediari finanziari, avendo contezza che i clienti devono sostenere costi di apprendimento per comprendere le caratteristiche del prodotto, scelgono strategicamente la complessità per estrarre rendite dai clienti che presentano un insufficiente livello di sofisticazione delle proprie conoscenze finanziarie<sup>19</sup>.

In ogni caso, se l'intermediario non compie tutti gli sforzi necessari a conoscere in maniera approfondita la situazione finanziaria e personale di un cliente e, in particolare, l'inclinazione al rischio, la consulenza sui prodotti sarà inevitabilmente inadatta alle esigenze di quest'ultimo<sup>20</sup>.

La consulenza personalizzata, pertanto, rappresenta un'ulteriore causa di mis-selling: intermediari e clienti sono in conflitto di interesse perché tale tipologia di consulenza è costosa per chi deve prestarla e, ove posta in essere in maniera corretta, potrebbe impattare negativamente sui margini commissionali e sulla redditività. Degli studi mostrano che alcuni intermediari tendono a essere reticenti nel fornire informazioni sui prodotti di concorrenti - magari più adatti alle esigenze del cliente -, al fine di

16 Tale considerazione sarebbe alla base dell'introduzione nella disciplina MiFID II dell'obbligo di rappresentazione dei costi. Si veda Anagol, S., Cole, S., S. Sarkar (2013): *Understanding the Advice of Commissions-Motivated Agents: Evidence from the Indian Life Insurance Market*, Harvard Business School, Working Paper 12-055, pag. 31.

17 Fecht, F., A. Hackethal, Y. Karabulut (2013): *Is proprietary trading detrimental to retail investors?* Discussion paper, Deutsche Bundesbank No 42/2013, pag. 21.

18 Franke G., Mosk T. e Schnebel E., op. cit., p. 6.

19 Carlin, B. e G. Manso, *Obfuscation, Learning, and the Evolution of Investor Sophistication*, *Review of Financial Studies* 24, 754-785, 2011, pag. 25 e 26.

20 Franke G., Mosk T. e Schnebel E., op. cit., p. 6.

favorire la commercializzazione dei propri prodotti<sup>21</sup>.

Il rischio di mis-selling può infatti essere originato anche da azioni di marketing e di vendita aggressive che fuorviano il cliente<sup>22</sup>. Taluni autori mostrano anche che i fenomeni di mis-selling tendono ad acuirsi in presenza di incentivi per la commercializzazione di uno specifico prodotto (ad esempio tramite bonus di vendita o pressioni commerciali): l'addetto al rapporto con il cliente sarà, in questo caso, tentato di raccomandare tale prodotto, anche ove non adatto al cliente<sup>23</sup>.

Il mis-selling può anche comportare effetti che vanno al di là del rapporto tra intermediario e cliente, andando ad influenzare le relazioni tra gli stessi intermediari. Il mis-selling per certi autori rappresenta un classico esempio di "gridlock", consistente nel fatto che, sebbene un intermediario abbia piena contezza su come interagire con i propri clienti, può comunque porre in essere condotte rischiose ed eticamente discutibili per favorire i propri profitti a breve termine<sup>24</sup>. Quando tale atteggiamento è posto in essere anche da altri intermediari, in assenza di un'adeguata regolamentazione, l'intero sistema finanziario subirà perdite a causa delle diverse azioni rischiose poste in essere dai singoli intermediari<sup>25</sup>.

Per i motivi enucleati in precedenza, è evidente che, per una pluralità di ragioni, il mis-selling di prodotti finanziari non è socialmente desiderabile. Di certo, un rapporto a lungo termine tra intermediario e cliente basato sulla fiducia sarebbe oltre che una risposta etica, anche nell'interesse generale del buon funzionamento del mercato<sup>26</sup>. Per evitare distorsioni nell'allocazione delle risorse finanziarie risulta in ogni modo necessario tutelare i risparmiatori, specie se retail, attraverso specifiche regolamentazioni.

Il paragrafo seguente affronterà più dettagliatamente la disciplina MiFID che, in ambito europeo, come accennato in precedenza, ha, tra l'altro, l'obiettivo di limitare i fenomeni di mis-selling.

---

21 Bolton, P., X. Freixas, J. Shapiro, Conflicts of interest, information provision and competition in the financial services industry, *Journal of Financial Economics* 85, 297-331, 2007, pag. 317.

22 Ciò tipicamente si verifica nel caso di pressioni sulla tempistiche della vendita diretta, ad esempio sollecitando la firma della documentazione, o online, come nel caso di conto alla rovescia dell'orologio fino alla fine della promozione. Martysz C. B. e Rakowski J. P., op. cit., pag. 125.

23 Inderst, R. and M. Ottaviani, 2009: (Mis)selling through Agents, *American Economic Review* 99(3), 883-908, pag. 902.

24 *Ibidem*

25 *Ibidem*

26 *Ibidem*

### **3. Il sistema MiFID**

E' stato osservato da taluni che è la presenza di frizioni tra imprese di investimento e clienti a giustificare la previsione di una regolamentazione speciale, quale quella del sistema MiFID, che ha come finalità precipua la protezione dei risparmiatori retail<sup>27</sup>.

Il cosiddetto "pacchetto MiFID" ha una storia ormai quasi ventennale - la prima versione risale al 2004, poi aggiornata nel 2014 - e nasce con la finalità di migliorare la protezione dei clienti nei servizi di investimento e di incrementare la stabilità, favorire l'efficienza del sistema finanziario nel suo complesso e, soprattutto, per fornire una regolamentazione armonizzata per i servizi d'investimento negli Stati membri, volta a superare tutte le problematiche connesse all'elevata eterogeneità applicativa riscontrata nei diversi Paesi<sup>28</sup>.

Già nella prima versione della MiFID erano previsti una serie di istituti disciplinanti l'informativa alla clientela e regole di comportamento a cui dovevano attenersi le imprese di investimento, tra cui, con riferimento al contenimento del rischio di mis-selling, spiccavano già la regola di adeguatezza e di appropriatezza.

Tuttavia, la profonda crisi economica e finanziaria verificatasi nel periodo post Lehman, negli anni successivi al 2007, ha fatto emergere i limiti della prima versione della MiFID e ha reso necessaria una revisione della disciplina.

Nel 2011, la Commissione europea ha quindi avviato un percorso volto a introdurre nuove regole per rafforzare ulteriormente la tutela del cliente, percorso che si è concluso nel 2014 con l'emanazione del pacchetto MiFID II, entrato in vigore nel 2018<sup>29</sup>.

La MiFID II, più propriamente, mira ad affrontare le carenze riscontrate nella prima versione della MiFID, tenendo conto delle lezioni apprese durante la crisi finanziaria, sempre nell'ottica di garantire la mas-

---

27 Franke G., Mosk T. e Schnebel E., op. cit., pag. 4.

28 Ivi, pag. 7.

29 Il pacchetto è composto da una pluralità di fonti, tra cui spiccano la Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 (di seguito anche "Direttiva MiFID II") ed il Regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014. Al riguardo, una disamina approfondita è offerta da Franke G., Mosk T. e Schnebel E., op. cit., pag. 7.

sima tutela del risparmiatore<sup>30</sup>.

In continuità con il previgente regime (MiFID I) gli obblighi degli intermediari sono gradati in ragione della categoria di appartenenza del cliente (ovvero retail, clienti professionali e controparti qualificate<sup>31</sup>). A tale specifico riguardo, una delle novità introdotte dalla MiFID II è rappresentata dai criteri più stringenti di riparto della clientela<sup>32</sup>.

Più in dettaglio, poi, il capitolo 2 della MiFID II si concentra sulle condizioni operative per le imprese di investimento e comprende una serie di articoli relativi alla governance della relazione tra le imprese di investimento e i loro clienti, con la finalità di assicurare una consulenza quanto più possibile adeguata alle esigenze dei clienti<sup>33</sup>.

La seconda versione della MiFID introduce quindi una pluralità di strumenti volti a tutelare i clienti, quali: regole di divulgazione alle banche; requisiti comportamentali alle imprese di investimento e ai loro dipendenti - disciplinando anche aspetti inerenti la retribuzione; requisiti relativi alla progettazione ed alla distribuzione dei prodotti finanziari.

Di seguito si discuteranno brevemente i diversi strumenti di tutela dell'investitore previsti dal regime MiFID II.

---

30 Il considerando 4 della Direttiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 (anche "MiFID II") prevede sul punto che "l'evoluzione dei mercati finanziari ha evidenziato la necessità di rafforzare il quadro per la regolamentazione dei mercati degli strumenti finanziari ... al fine di aumentare la trasparenza, tutelare meglio gli investitori, rafforzare la fiducia". Per una disamina maggiormente dettagliata del tema si veda D. BUSCH, "Stricter conduct of business rules for investment firm" e ss., reperibile all'indirizzo <http://www.papers.ssrn.com>, 2017, pag. 1.

31 Clienti professionali e Controparti qualificate si caratterizzano per gli elevati requisiti di esperienza richiesti per poter essere classificati in tali categorie. Si veda Busch D., op. cit., pag. 7 e ss..

32 Al fine di limitare i margini di discrezionalità interpretativa dell'intermediario, la classificazione prevede dei parametri oggettivi e non avviene più mediante semplice autocertificazione del cliente. A tal proposito, R. Motroni, in "La classificazione della clientela nella normativa dei mercati degli strumenti finanziari", GIURETA, Rivista di Diritto dell'Economia, dei Trasporti e dell'Ambiente, Vol. XIII, 2015, pag. 438, sostiene che "l'obbligo di classificazione della clientela ha creato [ ... ] un sistema di «ascensori» che consente al cliente di scegliere - mediante una semplice manifestazione di volontà (informata) - la propria categoria di riferimento iniziale e di modificarla anche in costanza di rapporto passando da una più tutelata a un'altra meno tutelata e viceversa. In tale ipotesi diviene rilevante anche la volontà dell'intermediario, il quale è tenuto a prendere tutte le misure ragionevoli possibili per accertarsi che il cliente (retail), che chiede di essere considerato «professionale», abbia tutti i requisiti richiesti dalla MiFID 2 e a prestare il proprio assenso per iscritto a tale variazione".

33 Franke G., Mosk T. e Schnebel E., op. cit., pag. 7.

### **3.1 Regole volte ad arginare i fenomeni di mis-selling connessi all'asimmetria informativa ed alla relazione tra cliente ed intermediario**

Come notato in precedenza, i conflitti di interesse tra intermediari e clienti dovuti all'errata rappresentazione delle informazioni, derivano dal fatto che i primi tendono ad utilizzare a proprio vantaggio l'analfabetismo finanziario dei secondi. La MiFID II mira pertanto a ridurre l'errata rappresentazione delle informazioni da parte delle imprese di investimento, attraverso la previsione di una serie di regole volte ad innalzare il livello di trasparenza dei prodotti finanziari e dei potenziali conflitti di interesse<sup>34</sup>.

Queste regole sono in linea con l'obiettivo della Commissione Europea di creare un mercato europeo dei servizi finanziari al dettaglio<sup>35</sup>. A tal fine, tutti gli Stati membri sono chiamati ad implementare gli stessi requisiti di prodotto e le stesse regole di divulgazione per agevolare il confronto dei prodotti emessi nei diversi Paesi da parte dei clienti al dettaglio<sup>36</sup>.

La crisi economica post Lehman ha messo in luce che i fenomeni di mis-selling erano anche collegati al fatto che coloro che si occupano dei rapporti con la clientela nella commercializzazione dei prodotti finanziari non hanno dedicato il necessario impegno per servire al meglio i clienti<sup>37</sup>. Pertanto, il sistema MiFID II ha previsto delle regole specifiche che vanno a disciplinare le modalità attraverso cui i consulenti devono relazionarsi con i clienti<sup>38</sup>.

In ragione della possibile presenza di conflitti di interesse tra intermediario e cliente, i consulenti, come notato in precedenza, potrebbero essere tentati di commercializzare prodotti finanziari allo scopo di massimizzare il loro compenso (bonus) o, comunque, venire incontro alle indicazioni commerciali for-

---

34 In tal senso, la Direttiva MiFID II obbliga le imprese di investimento a soddisfare i requisiti di informazione sui prodotti e sui relativi costi (24.4 e 24.5) ed a informare il cliente in ordine alla natura ed alle fonti dei conflitti di interesse (art. 23.2 e 23.3), a tutte le spese e commissioni connesse (24.9), ai costi ed ai rischi nel caso di commercializzazione di pacchetti di prodotti finanziari (24.11) e, infine, alla politica di esecuzione (27.5). Franke G., Mosk T. e Schnebel E., op. cit., p. 9.

35 Si veda Commissione Europea, op. cit., pag. 21 e Franke G., Mosk T. e Schnebel E., op. cit., p. 9.

36 Franke G., Mosk T. e Schnebel E., op. cit., p. 9.

37 Ivi, p. 7.

38 Ad esempio, i consulenti dovrebbero disporre delle conoscenze e competenze necessarie per adempiere ai loro obblighi (art. 25.1), dovrebbero ottenere informazioni sulla conoscenza, l'esperienza e gli obiettivi di investimento del cliente (art. 25.2), avvertire i clienti dei potenziali rischi (art. 24.4 e 24.5) e riferire ai clienti sull'adeguatezza e l'appropriatezza dei prodotti finanziari commercializzati (art. 25.6).

nite dall'impresa di investimento<sup>39</sup>. Per prevenire tali comportamenti, la Direttiva MiFID II impone limiti rigorosi al compenso dei consulenti finanziari<sup>40</sup>.

Infine, per prevenire eventuali conflitti di interesse, i consulenti indipendenti e i gestori di portafoglio non sono autorizzati ad accettare onorari, commissioni o qualsiasi altro beneficio da una terza parte in relazione al servizio prestato al cliente<sup>41</sup>.

### **3.2 Regole di appropriatezza e di adeguatezza**

Con lo scopo di tenere in debita considerazione le specifiche caratteristiche ed esigenze degli investitori, la disciplina MiFID prevede che un ruolo fondamentale nel processo di vendita è svolto dai dipendenti degli intermediari finanziari, il cui dovere è, tra gli altri, quello di condurre i test di appropriatezza e appropriatezza: tali valutazioni rappresentano le principali regole volte al contenimento del rischio di mis-selling<sup>42</sup>.

Numerose sono le differenze tra le due valutazioni. La regola di "appropriatezza" si applica nel caso di prestazione di servizi d'investimento diversi dalla gestione di portafoglio e dalla consulenza e fa esclusivo riferimento al livello di conoscenza ed esperienza del cliente. L'esito della verifica di appropriatezza, inoltre, non è bloccante: l'intermediario può operare anche nel caso di accertata inappropriata o di impossibilità di formulare il giudizio di appropriatezza per carenza di informazioni acquisite dal cliente. In tale specifica evenienza, sussiste pur sempre l'obbligo da parte dell'intermediario di informare il cliente di tale evenienza<sup>43</sup>.

La regola di adeguatezza si applica invece ai servizi di consulenza e di gestione di portafoglio e diffe-

39 Franke G., Mosk T. e Schnebel E., op. cit., p. 8.

40 L'articolo 24.10 difatti dispone che "l'impresa di investimento che fornisce servizi di investimento ai clienti evita di remunerare o valutare le prestazioni del proprio personale secondo modalità incompatibili con il suo dovere di agire nel migliore interesse dei clienti. In particolare non adotta disposizioni in materia di remunerazione, target di vendita o d'altro tipo che potrebbero incentivare il personale a raccomandare ai clienti al dettaglio un particolare strumento finanziario, se l'impresa di investimento può offrire uno strumento differente, più adatto alle esigenze del cliente".

41 La Direttiva MiFID II disciplina tali obblighi agli art. 24.7 e 24.8.

42 Artt. 54-55 del Regolamento delegato UE n. 2017/565 della Commissione del 25 aprile 2016.

43 Per una disamina più approfondita sul punto si veda Annunziata F., la disciplina del mercato mobiliare, Giapicchelli, edizione XI, 2021, pp. 158 e ss. e Annunziata F., Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità, Rivista delle Società, fasc. 4, 1 AGOSTO 2018, pag. 1115.

rische dalla regola di appropriatezza perché fa riferimento ad una pluralità di parametri (tra cui conoscenza, esperienza, tolleranza al rischio, orizzonte temporale, capacità di sostenere le perdite)<sup>44</sup>. In alcuni orientamenti emanati nel corso del 2018, l'ESMA ha puntualizzato che essa attiene all'intero processo di raccolta delle informazioni relative a un cliente e la successiva valutazione da parte dell'impresa sull'adeguatezza di un determinato prodotto d'investimento per detto cliente, in base anche alla solida conoscenza, da parte dell'impresa, dei prodotti che può raccomandare o nei quali può investire per conto del cliente<sup>45</sup>.

Per garantire una sempre migliore tutela agli investitori, nella seconda versione della MiFID II tale valutazione assume maggiore rilevanza rispetto a quanto accadeva nella previgente normativa<sup>46</sup>. Per tale motivo, il legislatore ha introdotto ulteriori strumenti, ovvero: introduzione di ulteriori elementi - quali tolleranza al rischio e capacità di sostenere perdite da parte - da considerare nella profilatura del cliente; predisposizione di specifici report di adeguatezza delle raccomandazioni fornite; valutazione di adeguatezza periodica<sup>47</sup>.

A livello nazionale, la rilevanza di tale regola per la tutela del risparmiatore è comprovata da alcune recenti indagini della Consob, dalle quali emerge che circa l'80% delle operazioni realizzate dai clienti per il tramite degli intermediari hanno avuto ad oggetto la valutazione di adeguatezza<sup>48</sup>.

Per quanto di specifico interesse per il presente lavoro, una delle principali innovazioni introdotte dalla seconda versione della MiFID II è che il legislatore ha fatto venir meno la possibilità di ottenere dal cliente il consenso per la realizzazione di un'operazione non adeguata<sup>49</sup>. In tal modo, l'ottenimento di un risultato negativo del test rende difficoltoso l'accesso a prodotti finanziari complessi da parte dei

44 Si veda Annunziata F., la disciplina del mercato mobiliare, 2021, op. cit., pag. 160.

45 Si veda ESMA, "Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II", 35-43-1163, 6 novembre 2018, par. 6.

46 Si esprime in tal senso Rabitti M., "Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II", Rivista di diritto bancario - supplemento fascicolo I, 2020, Trento, pag. 155.

47 Tali previsioni si rinvengono nell'art. 25 della Direttiva MiFID II". Per una disamina più dettagliata delle innovazioni introdotte dalla seconda versione della MiFID II, si veda Annunziata F., 2018, op. cit., pag. 1115.

48 Si veda Consob, op. cit., pag. 38.

49 In merito, la MiFID II ha peraltro introdotto all'art. 25 la "dichiarazione di adeguatezza", in cui sono sintetizzate le informazioni circa la consulenza prestata e le ragioni per cui essa corrisponda alle caratteristiche del cliente; in caso di controversia con l'intermediario tale dichiarazione può anche assumere un rilievo determinante sul piano probatorio. Si veda sul punto anche Rabitti M., op. cit., pag. 156.

risparmiatori retail<sup>50</sup>.

Nel regime MiFID II per ridurre i rischi di mis-selling sono peraltro previste una serie di prescrizioni aventi ad oggetto l'informativa che l'intermediario è tenuto a fornire al cliente<sup>51</sup>. Relativamente alla valutazione dell'adeguatezza, le informazioni che devono essere fornite dall'intermediario sono finalizzate, da un lato, a far comprendere meglio al cliente gli scopi della normativa e, dall'altro, ad accrescere la responsabilità da parte del cliente nel delicato passaggio della compilazione del questionario di profilatura, in modo da fornire in tale sede dati precisi e sufficienti a delinearne il relativo profilo<sup>52</sup>. La portata delle informazioni "necessarie" può in ogni caso variare e deve tener conto delle caratteristiche dei servizi di consulenza o di gestione del portafoglio, del tipo e delle caratteristiche dei prodotti di investimento e delle caratteristiche dei clienti<sup>53</sup>.

Le novità introdotte dal regime della MiFID II denotano, dunque, una marcata volontà del legislatore di offrire una sempre maggiore tutela del cliente, specie retail, dal rischio di mis-selling attraverso la regola di adeguatezza<sup>54</sup>. Nel complesso, il sistema MiFID esclude l'applicazione della soluzione giurisprudenziale che preferisce la responsabilità dell'intermediario all'invalidità del contratto in caso di mis-selling per inadeguatezza; nel nuovo regime, in altri termini, la nullità consegue alla violazione della norma imperativa di protezione<sup>55</sup>.

50 Martysz C. B. e Rakowski J. P., op. cit., pag. 123.

51 Le previsioni relative agli obblighi informativi si rinvergono nell'art. 24 della Direttiva MiFID II.

52 Tali tematiche, sono state peraltro affrontate dall'ESMA in alcuni orientamenti del 2016 (Orientamenti sulla valutazione delle conoscenze e competenze, ESMA/2015/1886 reperibile all'indirizzo [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1886\\_it.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1886_it.pdf)), e del 2018 (Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II, del 06/11/2018, ESMA35-43-1163 reperibile all'indirizzo [http://www.consob.it/documents/46180/46181/esma35\\_43\\_1163.pdf/0594badd-e955-4338-9b41-b3104da0fbf2](http://www.consob.it/documents/46180/46181/esma35_43_1163.pdf/0594badd-e955-4338-9b41-b3104da0fbf2)).

53 Nel seconda versione della MiFID, particolare rilievo è assunto dalle informazioni precontrattuali, con l'obiettivo di favorire decisioni consapevoli da parte dei clienti. Alcuni autori sostengono che tali previsioni innalzano il livello di tutela della clientela, quanto meno per la quantità di informazione offerta. Si esprime in tal senso Rabitti M., op. cit., pp. 154 e ss..

54 Sul punto Della Negra F., I rimedi per la violazione di regole di condotta MiFID II: una riflessione di diritto UE, Banca Borsa Titoli di Credito, fasc. 5, 1 ottobre 2020, pag. 716, sostiene che "sotto il profilo civilistico, la distinzione che appare centrale nel modello regolatorio della MiFID II (e prima ancora della MiFID I) è quella tra regola di adeguatezza, la cui violazione è sanzionata dal divieto per l'intermediario di raccomandare strumenti o servizi inadeguati, e le altre regole di condotta (obblighi informativi, obbligo di appropriatezza, obblighi organizzativi, obblighi di product governance), rispetto alle quali la MiFID II prevede soltanto conseguenze sul piano 'pubblicistico' (misure di vigilanza o sanzionatorie)".

55 Così Rabitti M., op. cit., pag. 157.

La crescente rilevanza della regola di adeguatezza è peraltro confermata anche nei punti di contatto tra le discipline MiFID II e BRRD2, essendo espressamente prevista anche in caso di distribuzione alla clientela retail di titoli di debito subordinati<sup>56</sup>.

### **3.3. Regole disciplinanti la progettazione e la distribuzione dei prodotti finanziari**

Come notato in precedenza, le imprese di investimento possono utilizzare a proprio beneficio la complessità degli strumenti finanziari per estrarre vantaggi dai costi correlati alla difficoltà cognitiva che i clienti sopportano nel comprendere a pieno le caratteristiche del prodotto. Ne consegue, quindi, che la stessa fase di progettazione, oltre che di distribuzione, dei prodotti finanziari, può determinare circostanze da cui gli intermediari possono avvantaggiarsi.

Al fine di porre rimedio a tali possibili casi di abuso, la MiFID II ha introdotto la disciplina in materia di product governance, contenente specifiche regole che anticipano la tutela dell'investitore alla fase che precede la stessa immissione sul mercato di un prodotto finanziario<sup>57</sup>. In altri termini, i prodotti devono essere concepiti e strutturati in ragione delle specifiche caratteristiche del target market di riferimento<sup>58</sup>.

56 Al riguardo, ESMA in "Questions and Answer on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics", 18 febbraio 2020 - 35-42-349 -, Answer 3, chiarisce che, dall'entrata in vigore di BRRD2 (e, in particolare, dell'art. 44 c. 1 della Direttiva UE 2019/879 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 20 maggio 2019), la valutazione di adeguatezza va condotta, indipendentemente dal tipo di servizio prestato, anche al di fuori dal *self placement*. Sul tema si veda anche Sciarrone Alibrandi A. e Malvagna U., "Self-placement di titoli bancari tra vincoli patrimoniali e tutela dell'investitore", in Banca borsa e titoli di credito, 2019, I, pag.153.

57 Diversi articoli della Direttiva MiFID II affrontano il tema. Secondo la direttiva, le imprese di investimento sono tenute a mantenere, gestire e rivedere il processo di approvazione di ogni prodotto finanziario. Il processo di approvazione del prodotto dovrebbe specificare un mercato target di clienti finali e garantire che tutti i rischi rilevanti per il mercato target identificato siano valutati. Inoltre, un'impresa di investimento dovrebbe rivedere regolarmente gli strumenti finanziari che offre (art. 16.3). Le imprese di investimento devono garantire che i prodotti finanziari siano progettati per soddisfare le esigenze di un mercato target identificato di clienti finali (art. 24.2) e fornire informazioni in una forma comprensibile e standardizzata (art. 24.5). La Direttiva MiFID II richiede inoltre che le imprese di investimento riferiscano periodicamente ai clienti su come la loro consulenza soddisfi le preferenze, gli obiettivi e altre caratteristiche del cliente (art. 25.6). I requisiti per l'approvazione di nuovi prodotti e le regole di reporting sull'adeguatezza prevedono dunque dei limiti alle imprese di investimento nello sviluppo di prodotti troppo complessi. Si veda sul punto Perrone A., "Servizi di investimento e tutela dell'investitore", Banca Borsa Titoli di Credito, Giuffrè Francis Lefebvre, 2019, I, pag. 6-9.

58 Una disamina dettagliata della tematica è offerta da Busch D., "Product Governance and Product Intervention under MiFID II/MiFIR", in Busch D. e Ferrarini G., "Regulation of the EU Financial Markets. MiFID II and MiFIR", Oxford University Press, 2016, pag. 253 e ss..

Il regime maggiormente restrittivo previsto dalla seconda versione della MiFID è volto a superare i limiti delle regole di adeguatezza e appropriatezza, così come disciplinate dalla previgente disciplina MiFID. E' di tutta evidenza, infatti, che tali regole non sono state in grado di evitare casi, talvolta clamorosi, di mis-selling<sup>59</sup>.

L'obiettivo ultimo delle norme disciplinanti gli obblighi di product governance è pertanto quello di ridurre il rischio che possano essere indirizzati prodotti e servizi non adeguati a specifiche fasce di clienti<sup>60</sup>.

In ogni caso, la valutazione di adeguatezza si pone su un diverso piano rispetto alla disciplina della product governance. Una volta accertata l'appartenenza al target market effettivo, il distributore è tenuto a verificare in concreto l'adeguatezza del prodotto rispetto alle esigenze del cliente. La valutazione di adeguatezza, quindi, si soddisfa andando oltre la generica appartenenza del cliente al target dei soggetti per cui il prodotto è stato creato; in tal modo, l'intermediario dovrebbe anche minimizzare le asimmetrie informative e le criticità derivanti da una alfabetizzazione finanziaria inadeguata da parte del cliente<sup>61</sup>.

Il legislatore ha comunque previsto che le sole regole di product governance potrebbero non essere sufficienti ad evitare fenomeni di mis-selling; a tal fine, la disciplina MiFID II ha attribuito alle Autorità di Vigilanza competenti specifici poteri di *product intervention*, che costituiscono un rimedio estremo in caso di fallimento delle altre forme di tutela. Ricorrendo a tali poteri, infatti, alcuni prodotti possono

59 Si veda Annunziata F., 2018, op. cit., pag. 1115. A tal riguardo, nel documento del 2013 da parte delle tre ESA (EBA-ESMA-EIOPA, reperibile all'indirizzo internet <https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/15736/57274c46-0be0-4db2-ad32congiunto>) sono riportate in appendice l'elencazione dei più evidenti casi di mis-selling di prodotti finanziari emersi nel contesto della crisi finanziaria a livello europeo. All'epoca della redazione del documento, per la realtà italiana fu identificato come emblematico il caso degli strumenti derivati (si veda pag. 6). Successivamente, nel contesto delle note crisi bancarie, è emerso il caso delle obbligazioni bancarie, in particolare subordinate; per una disamina più dettagliata del tema dell'autocollocamento degli strumenti finanziari si veda Sciarone Alibrandi A. e Malvagna U., op. cit., pag. 153 e ss..

60 A tal proposito, il considerando n. 15 della Direttiva delegata MiFID II (Direttiva Delegata (UE) 2017/593 della Commissione Europea del 7 aprile 2016), prevede che "al fine di evitare e ridurre sin dall'inizio potenziali rischi di mancato rispetto delle regole di protezione degli investitori, le imprese di investimento che producono e distribuiscono strumenti finanziari dovrebbero adempiere agli obblighi di governance dei prodotti".

61 Si veda artt. 24 e 25 MiFID II e Rabitti M., op. cit., pag. 157.

essere vietati o essere sottoposti a standard e requisiti definiti dall'Autorità stessa<sup>62</sup>.

Quindi, se la prima versione della MiFID si concentra principalmente sulla divulgazione, la seconda versione, per attenuare il rischio di mis-selling, interviene anche nella progettazione del prodotto, ovvero la fase nella quale il manufacturer potrebbe includere elementi di complessità a proprio ed esclusivo vantaggio.

Sinora sono stati passati in rassegna le principali innovazioni introdotte dal legislatore nella seconda versione della MiFID per contrastare il rischio di mis-selling.

Eppure, per poter conseguire i risultati sperati, è anche necessario che le regole vengano poi applicate uniformemente in ambito unionale<sup>63</sup>.

L'applicazione della disciplina MiFID, ad oggi, è ancora lontana da una piena armonizzazione nei singoli Stati Membri e, di conseguenza, anche la tutela dal rischio di mis-selling non è omogenea a livello europeo<sup>64</sup>.

Il prossimo paragrafo affronterà specificamente l'aspetto applicativo da parte dell'ESMA, ovvero l'Autorità europea preposta.

#### **4. Segue: attività svolte dall'Esma per dare concreta applicazione alle previsioni della disciplina MiFID finalizzate al contenimento del rischio di mis-selling**

L'Unione Europea è costituita da una pluralità di Stati Membri che differiscono tra loro per tanti aspetti tra cui lingua, cultura, storia, approccio giuridico e, di conseguenza, per livello applicativo della norma-

62 Il loro esercizio è comunque subordinato alla ricorrenza dei motivi di cui all'art. 42, paragrafo 2, Regolamento (UE) n. 600/2014. Una disamina dettagliata della tematica è offerta da Busch D., 2016, op. cit., pag. 266 e ss.. Un interessante contributo è anche offerto da Annunziata F., 2018, op. cit., pp. 1116 e ss. e Annunziata F., 2021, op. cit., pp. 168 e ss..

63 In proposito, anche il menzionato libro verde del MEF, sottolinea che "il buon funzionamento di un'economia di mercato non dipende solo dall'adeguatezza del quadro regolamentare. Accanto a norme chiare e di qualità è altrettanto essenziale che i mercati finanziari possano beneficiare di un sistema giudiziario e di enforcement amministrativo che sia efficiente ed efficace". Si veda in proposito il testo del libro verde disponibile all'indirizzo [https://www.dt.mef.gov.it/it/dipartimento/consultazioni\\_pubbliche/consultazione\\_libro\\_verde.html](https://www.dt.mef.gov.it/it/dipartimento/consultazioni_pubbliche/consultazione_libro_verde.html), pag. 21.

64 Una disamina approfondita del tema è offerta da Comana M. et al., "The MiFID II Framework", Springer Nature Switzerland AG, 2019 ([https://doi.org/10.1007/978-3-030-12504-2\\_7](https://doi.org/10.1007/978-3-030-12504-2_7)) e da Wallinga M., EU Investor Protection Regulation and Liability for Investment Losses, Studies in European Economic Law and Regulation, 2020.

tiva.

In ambito europeo, ESMA ed Autorità nazionali sono chiamate a favorire la massima armonizzazione nei diversi Stati Membri nella concreta applicazione alla disciplina eurounitaria. Per quanto di rilievo per il presente lavoro, il loro compito è anche creare le condizioni volte a contenere il rischio di mis-selling, con l'obiettivo ultimo di innalzare la fiducia riposta dai risparmiatori, specie retail, e di incentivarne la partecipazione al mercato finanziario<sup>65</sup>.

Uno dei principali limiti in ambito europeo e nazionale nell'assicurare un'omogenea tutela del risparmiatore retail dal rischio di mis-selling è tuttavia rappresentato tanto dalla presenza di numerosi soggetti coinvolti (Legislatore europeo, Legislatore nazionale, ESMA e Autorità nazionali competenti) quanto dall'elevato livello di stratificazione normativa a livello europeo e nazionale; tali elementi determinano la presenza di un sistema di governance a dir poco articolato e caratterizzato da più livelli<sup>66</sup>.

Per comprendere meglio cosa si è fatto in ambito europeo per favorire una omogenea applicazione della disciplina, appare senz'altro utile approfondire le attività poste in essere dall'ESMA. L'autorità europea si è difatti prodotta in uno sforzo volto ad indagare le modalità applicative da parte delle Autorità di Vigilanza nazionali delle misure cardine del sistema MiFID finalizzate al contrasto dei fenomeni di mis-selling. Le attività hanno avuto ad oggetto prima la valutazione di appropriatezza ed il regime di execution only, poi la valutazione appropriatezza e, infine, la disciplina della product governance; si offrirà di seguito una sintesi di tali attività.

#### **4.1 Valutazione di appropriatezza**

Come notato in precedenza, i requisiti di appropriatezza costituiscono un fondamentale presidio di protezione degli investitori dal rischio di mis-selling nella fornitura di servizi di investimento diversi

---

<sup>65</sup> Ed è proprio la fiducia, difatti, il prerequisito necessario affinché il mercato funzioni correttamente, creando le idonee condizioni affinché le unità in surplus, ovvero i risparmiatori, mettano a disposizione le proprie disponibilità finanziarie a favore delle unità in deficit, ovvero gli emittenti dei prodotti finanziari.

<sup>66</sup> Per approfondimenti sul tema, si veda M. Wallinga, op. cit., pag. 176. La Corte di Giustizia Europea in alcune recenti sentenze ha peraltro contribuito ad incrementare il livello di complessità, in quanto sembrerebbe aver messo in discussione la natura e la portata della soft law comunitaria e il ruolo dei regolatori nazionali ed europei. Si veda la sentenza della Corte di Giustizia Europea del 15 luglio 2021 relativa alla causa 911/19 - Fédération Bancaire Française v. Autorité de contrôle prudentiel et de résolution. Un interessante contributo in merito è offerto da Annunziata F., *The Remains of the Day: EU Financial Agencies, Soft Law and the Relics of Meroni* (November 19, 2021), European Banking Institute Working Paper Series 2021 - n. 106, 2021, pag. 4 e ss..

dalla consulenza o dalla gestione del portafoglio.

In proposito, l'ESMA ha condotto nel 2019 un'Azione Comune di Vigilanza (di seguito anche "Common Supervisory Action" o "CSA"). Da tale azione di vigilanza è emersa la necessità di una maggiore convergenza in ambito europeo con riferimento alle modalità applicative della verifica dell'appropriatezza e delle esenzioni previste dalla disciplina dell'execution-only<sup>67</sup>.

Conclusa la CSA, l'ESMA ha avviato una consultazione volta a raccogliere le opinioni dei soggetti interessati in ordine all'emanazione degli orientamenti relativi alla tematica della valutazione di appropriatezza e dell'execution only<sup>68</sup>.

Tenendo conto delle osservazioni emerse in fase di consultazione, l'Autorità europea ha quindi pubblicato ad inizio del 2022 la relazione finale sulle sue linee guida aventi ad oggetto alcuni aspetti dei requisiti di appropriatezza e di execution only della MiFID II<sup>69</sup>.

Gli orientamenti saranno tradotti nelle lingue ufficiali dell'UE e pubblicati sul sito istituzionale dell'ESMA. Entro due mesi dalla pubblicazione delle traduzioni, le Autorità nazionali competenti dovranno poi comunicare all'ESMA se sono già conformi o intendono conformarsi agli orientamenti; decorsi sei mesi dalla data di pubblicazione delle traduzioni sul sito web dell'ESMA, troveranno quindi effettiva applicazione<sup>70</sup>.

#### **4.2 Valutazione di adeguatezza**

Oltre alla valutazione di appropriatezza, l'ESMA in più occasioni ha affrontato la materia inerente la valutazione di adeguatezza che, come discusso in precedenza, rappresenta il principale presidio del sistema MiFID ai fini del contenimento del rischio di mis-selling.

---

67 In proposito, la MiFID II ha ridotto rispetto al sistema previgente l'ambito di applicazione dell'execution only, regime in cui non è prevista valutazione di congruità del prodotto finanziario al profilo del cliente. Per ulteriori dettagli, si veda <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-launches-common-supervisory-action-ncas-MiFID-ii-appropriateness-rules>.

68 Per ulteriori dettagli, si veda <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-consults-appropriateness-and-execution-only-under-MiFID-ii>.

69 Le linee guida hanno la finalità di promuovere la convergenza nell'applicazione e, oltre a coprire diversi aspetti del processo, chiariscono alcuni requisiti correlati.

70 Per ulteriori dettagli, si veda <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-guidance-appropriateness-and-execution-only-requirements-under>.

Già nel 2016, quindi prima dell'entrata in vigore della MiFID II, è stata realizzata una peer review, cui ha poi fatto seguito nel 2018 un follow up. Nel report relativo a tale follow up, l'ESMA ha reso noto che le Autorità di Vigilanza nazionali avevano affinato - rispetto a quanto rilevato in occasione della peer review del 2016 - le prassi di vigilanza e si erano mostrate più attente nella supervisione dei requisiti di adeguatezza<sup>71</sup>.

Nel 2020 è stata inoltre avviata una Common Supervisory Action, nel cui report - pubblicato nel luglio 2021 - si rende noto che la gran parte delle Autorità di vigilanza nazionali aveva riscontrato prassi applicative eterogenee nell'esecuzione dei test di adeguatezza da parte dei soggetti vigilati<sup>72</sup>.

Nel complesso, gli esiti della CSA hanno mostrato una persistente frammentazione applicativa a livello europeo<sup>73</sup>.

Tale aspetto costituirà un aspetto su cui l'Autorità europea continuerà a sorvegliare e rappresenterà un aspetto saliente della revisione delle linee guida ESMA del 2018 relative alla regola di adeguatezza che saranno emanate una volta conclusa la consultazione avviata nel mese di gennaio 2022<sup>74</sup>. L'ESMA attraverso la nuova formulazione delle linee guida si propone di ridurre il rischio di *mis-selling*, con considerevoli ricadute concrete per tutti gli attori coinvolti (risparmiatori ed intermediari), e, al contempo, favorire una sempre maggiore convergenza delle prassi di vigilanza delle Authority di Vigilanza competenti<sup>75</sup>.

71 In tale occasione l'ESMA ha tra le altre cose puntualizzato che è fondamentale che le Autorità nazionali competenti pongano in essere un'attività di vigilanza che conduca a risultati omogenei nei diversi Paesi europei. Si veda ESMA 42-111- 4653, 2018, Follow-up Report to the Peer Review on MiFID Suitability Requirements, pag. 5.

72 Per ulteriori dettagli si veda ESMA, 35-43-2748, Results of the 2020 Common Supervisory Action (CSA) on MiFID II suitability requirements, 2021, pag. 4 e 5.

73 Sono state evidenziate in particolare carenze e aree di miglioramento per alcuni nuovi requisiti della MiFID II, quali l'obbligo di considerare i costi e i benefici degli switch, il costo e la complessità dei prodotti equivalenti ed i report di adeguatezza. ESMA 35-43-2748, pag. 2.

74 L'ESMA prevede di concludere la consultazione nel corso del 2° trimestre 2022; la relazione finale e le linee guida definitive dovrebbero invece essere pubblicate nel 3° trimestre 2022. ESMA, 35-43-2998, Consultation Paper on Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements, pubblicato nel gennaio 2022, pag. 5 e 14, reperibile all'indirizzo <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-consults-review-MiFID-ii-suitability-guidelines>.

75 ESMA, Consultation Paper on Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements, pubblicato nel gennaio del 2022, pag. 19 e 20, reperibile all'indirizzo <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-consults-review-MiFID-ii-suitability-guidelines>.

Nella recente consultazione dell'ESMA, inoltre, è di tutta evidenza che i fattori di sostenibilità divengono un aspetto basilare della valutazione di adeguatezza. L'intermediario è difatti tenuto a richiedere al cliente informazioni relative alle proprie preferenze in tema di sostenibilità e, tra gli strumenti finanziari adeguati, è tenuto a indicare quelli che rispondano maggiormente alle preferenze espresse. Il testo della consultazione resta tuttavia piuttosto vago in ordine alla natura della valutazione sui requisiti di sostenibilità e, inoltre, su come tale valutazione si vada poi ad inserire nell'ambito della valutazione di adeguatezza<sup>76</sup>.

Gli orientamenti comunque non individuano chiaramente quale possa rappresentare la regola generale da seguire in assenza di titoli adeguati che rispondano alle preferenze espresse dal cliente in materia di sostenibilità<sup>77</sup>.

E' di certo auspicabile che l'Autorità Europea nel futuro chiarisca se, nel caso di una valutazione di adeguatezza multivariata o "di portafoglio", il cliente sia tenuto anche ad indicare la percentuale minima di investimenti sostenibili del proprio portafoglio<sup>78</sup>.

### **4.3 Product Governance**

Come notato in precedenza, la seconda versione della MiFID, sempre nell'ottica di ridurre i rischi di mis-selling, ha introdotto la disciplina in materia di product governance. Con specifico riferimento a tale tematica, l'ESMA, nel 2018, a ridosso dell'entrata in vigore della seconda versione della MiFID, aveva

---

<sup>76</sup> In particolare, non risulta chiaro dalla lettura del testo se sussista o meno una preminenza gerarchica tra la valutazione di adeguatezza e la valutazione di sostenibilità. Ai sensi dell'orientamento di supporto n. 79, è previsto che si svolga prioritariamente il test di adeguatezza; solo successivamente, tra i titoli risultati adeguati, andrebbero individuati quelli maggiormente aderenti alle preferenze espresse in materia di sostenibilità da parte dell'investitore. Il sustainability assessment sarebbe dunque una valutazione separata, ancorché formalmente ricondotta alla valutazione di adeguatezza e, comunque, subordinata al buon esito di quest'ultima. Al riguardo, una più puntuale ricostruzione è offerta da Abate D. D. e Bonardi F., L'introduzione del sustainability assessment nella valutazione di adeguatezza: la consultazione dell'ESMA, Diritto bancario, 2022, reperibile all'indirizzo <https://www.dirittobancario.it/art/lintroduzione-del-sustainability-assessment-nella-valutazione-di-adequatezza-la-consultazione-dellesma/#>.

<sup>77</sup> Alcuni suggeriscono che eventuali stalli potrebbero eventualmente essere superati consentendo al cliente, per ciascuna raccomandazione, di modificare le preferenze espresse in tema di sostenibilità, riportando tale evenienza nella dichiarazione di adeguatezza resa dall'intermediario al cliente in riferimento a ciascuna raccomandazione fornita. Tuttavia, a tale modalità operativa si potrebbe ricorrere solo eccezionalmente. Si veda Abate D. D. e Bonardi F., op. cit..

<sup>78</sup> Abate D. D. e Bonardi F., op. cit..

pubblicato delle linee guida<sup>79</sup> e, più di recente, ha aggiornato le Q&A su tale aspetto<sup>80</sup>.

L'Autorità europea ha, in ultimo, avviato nel corso del 2021 un'azione di vigilanza comune (CSA) con le Autorità nazionali competenti avente ad oggetto l'applicazione delle regole di product governance in ambito europeo. La CSA, allo stato in corso di svolgimento, ha lo scopo di consentire all'ESMA ed alle Autorità di vigilanza nazionali di valutare i progressi compiuti dai produttori e dai distributori di prodotti finanziari nell'applicazione dei requisiti previsti dalla disciplina in materia di governo di prodotto.

L'ESMA ritiene che l'azione di vigilanza comune sia utile a condividere le prassi di vigilanza tra le Autorità Nazionali competenti e contribuirà a garantire un'attuazione e un'applicazione della disciplina della product governance coerente con la normativa vigente. Ciò ha lo scopo ultimo di migliorare il livello di tutela degli investitori, che costituisce uno degli obiettivi prioritari dell'Autorità Europea.

Ad esito delle risultanze emerse in occasione della CSA avviata nel 2021, potrebbero poi essere oggetto di revisione tanto gli orientamenti in materia di product governance del 2018 che le Q&A<sup>81</sup>.

### **5. I limiti della disciplina eurounitaria nel contenimento del rischio di mis-selling**

Dalla trattazione precedente, emerge che MiFID rappresenta una disciplina fondamentale in ambito europeo per tutelare i risparmiatori retail dal rischio di mis-selling<sup>82</sup>. Per raggiungere tale obiettivo, sono stati tuttavia imposti significativi costi diretti e indiretti, oltre a considerevoli oneri amministrativi a carico degli intermediari operanti nell'Unione<sup>83</sup>.

MiFID II richiede infatti alle imprese di investimento di adempiere ad una pluralità di obblighi (aventi ad oggetto, tra l'altro, requisiti organizzativi, regole di comportamento dei dipendenti, requisiti dei prodotti, regole di divulgazione), caratterizzati da elevati costi di conformità che le imprese di investimen-

79 ESMA 35-43-620, Orientamenti sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II del 05/02/2018.

80 ESMA35-43-349, Questito 16 delle Questions and Answers On MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics, aggiornato in ultimo il 19 November 2021.

81 Per ulteriori dettagli si rimanda alle informazioni fornite dall'Esma all'indirizzo <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-launches-common-supervisory-action-ncas-MiFID-ii-product-governance-rules>.

82 Si esprimono in tal senso Franke G., Mosk T. e Schnebel E., op. cit., pag. 9.

83 In particolare, come notato nei paragrafi precedenti, i requisiti imposti dagli artt. 23 e 24 relativi alla documentazione ed alla divulgazione incrementano notevolmente i costi che le imprese di investimento sono tenuti a sostenere.

to potrebbero aver difficoltà a recuperare<sup>84</sup>.

In merito, una delle possibili conseguenze indesiderate della MiFID II potrebbe essere connessa al fatto che i bassi ricavi e gli alti costi di conformità porterebbero alcuni intermediari ad escludere dalla consulenza finanziaria la clientela caratterizzata da bassa marginalità<sup>85</sup>.

Come notato in precedenza, altro onere imposto dalla MiFID II alle imprese di investimento è rappresentato dall'informativa da fornire al cliente in ordine ai costi addebitati o ai rischi associati ad un prodotto finanziario o ad una strategia di investimento<sup>86</sup>. Tali obblighi si propongono di tutelare i clienti, specie se retail, da comportamenti opportunistici posti in essere dai dipendenti delle banche e dai consulenti indipendenti<sup>87</sup>. Tuttavia, in considerazione degli oggettivi limiti di tempo che si riscontrano nella prestazione della consulenza su base individuale, risulta difficoltoso per il consulente informare il cliente in ordine alle proprietà rilevanti di ciascun prodotto finanziario, soprattutto nel caso in cui il cliente disponesse di una limitata conoscenza dei prodotti finanziari e dei relativi rischi<sup>88</sup>.

E qui viene alla luce un ulteriore limite dell'impianto MiFID, ovvero la mancata previsione di esplicite distinzioni tra segmenti di clienti per livelli differenziati di alfabetizzazione finanziaria ai fini della determinazione della tipologia di consulenza e del livello di tutela di cui necessitano<sup>89</sup>.

In merito, è condivisibile l'opinione di chi sostiene che applicare le stesse regole per tutti i clienti, senza

84 Franke G., Mosk T. e Schnebel E., op. cit., pag. 10.

85 La riduzione degli introiti è diretta conseguenza del divieto di addebitare commissioni connesse alla transazione, che, a sua volta, comporta che le imprese di investimento dovrebbero far pagare ai clienti una specifica commissione per la consulenza erogata. L'esperienza del Regno Unito è chiarificatrice sul punto, in quanto mostra che una regolamentazione che non valuti adeguatamente le esigenze dei diversi attori di mercato, può potenzialmente condurre all'esclusione della fascia di clientela retail caratterizzata da bassa marginalità nella consulenza personalizzata e, per tale via, può paradossalmente addirittura favorire fenomeni di mis-selling. La Retail Distribution Review, in vigore dal 2013, vieta difatti la consulenza basata sulle commissioni. Tuttavia è stato riscontrato che, a seguito dell'entrata in vigore di tale disciplina, le banche tendono ad offrire una limitata consulenza personale ai clienti al dettaglio con un patrimonio ridotto e, piuttosto, indirizzano a tale fascia di clientela specifiche campagne commerciali aventi ad oggetto prodotti standardizzati; la consulenza aggiuntiva è offerta invece via web. Si veda per ulteriori dettagli Franke G., Mosk T. e Schnebel E., op. cit., pag. 9.

86 *Ivi*, pag. 10.

87 Come notato in precedenza, le imprese di investimento sono fisiologicamente caratterizzate da un livello di conoscenze finanziarie più sofisticato rispetto a quello dei clienti. *Ivi*, pag. 25.

88 *Ivi*, pag. 10.

89 *Ibidem*.

tenere in debito conto l'eterogeneità della loro alfabetizzazione finanziaria, non contribuisce a migliorare il livello qualitativo della consulenza offerta e determina maggiori costi per l'attività bancaria al dettaglio, favorendo, per tale via, fenomeni di mis-selling<sup>90</sup>.

Alcuni autori hanno più puntualmente analizzato l'impatto della disciplina MiFID in termini di tutela del risparmiatore, rilevando che gli elevati costi diretti e indiretti della seconda versione della MiFID sono accompagnati da benefici che, in diversi casi, sono stati valutati come limitati<sup>91</sup>.

Nel loro contributo è stato peraltro evidenziato che i clienti degli intermediari hanno mostrato di essere generalmente insoddisfatti delle regole imposte dall'aggiornamento del sistema MiFID, principalmente in relazione alla maggiore quantità di tempo richiesta per attuarle; inoltre, la più elevata disponibilità di informazioni non ha portato a decisioni più consapevoli, viceversa ha determinato un sovraccarico informativo accompagnato, a volte, da incertezze applicative<sup>92</sup>.

Tali autori, poi, sottolineano che il maggior grado di standardizzazione ha comportato una minore flessibilità ed ha ridotto la personalizzazione consentita; dalle loro analisi emerge che sono proprio i clienti al dettaglio meno abbienti (ovvero coloro che necessitano di un più elevato livello di protezione) ad essere maggiormente colpiti dall'impatto negativo degli obblighi normativi<sup>93</sup>.

Anche se alcuni singoli elementi (come i rapporti di adeguatezza) hanno ricevuto nelle indagini degli autori un feedback prevalentemente positivo da parte dei clienti, gli aggiornamenti del sistema MiFID finalizzati a migliorare la tutela dei risparmiatori si sono rivelati, alla prova dei fatti, talvolta non in linea con le finalità iniziali (prima tra tutte quella di favorire decisioni più informate da parte dei risparmiatori)<sup>94</sup>.

Tali problematiche hanno nel complesso fatto sì che i clienti tendano ad affidarsi al loro consulente in

---

90 *Ibidem*.

91 Paul S., Schröder, N. e Schumacher S., MiFID II/MiFIR/PRIPs Regulation Impact Study: Effectiveness and Efficiency of New Regulations in the Context of Investor and Consumer Protection, 2019, pag. 1. L'analisi si è concentrata sul rapporto tra costi e benefici, ovvero se gli oneri derivanti dalla nuova regolamentazione siano compensati in misura sufficiente dai maggiori benefici. Gli autori hanno seguito un approccio di ricerca qualitativo/empirico, basato su un questionario somministrato ad un campione di 153 banche e 2.852 clienti.

92 *Ibidem*.

93 *Ivi*, pag. 25.

94 *Ibidem*.

misura sempre maggiore ed a non essere interessati a ulteriori informazioni<sup>95</sup>. Inoltre, un numero via via crescente di clienti si sta progressivamente ritirando dai mercati dei capitali o avrebbe comunque intenzione di farlo<sup>96</sup>.

Quindi, sebbene il sistema MiFID riveste un ruolo chiave nel progetto di Unione dei Mercati dei Capitali, il relativo impatto, ove non opportunamente ritariato in futuro, potrebbe non centrare l'obiettivo di ampliare l'ammontare delle risorse finanziarie provenienti dai risparmiatori retail. Tale aspetto è di vitale importanza per l'economia europea, per le aziende che operano nel mercato unico e, più in generale, per il benessere dei cittadini dell'Unione<sup>97</sup>. Ciò è tanto più vero prospetticamente, in considerazione della rilevanza assunta dai prodotti finanziari del mercato dei capitali (in particolare, dalle azioni e dalle obbligazioni) nell'ambito della previdenza pensionistica privata<sup>98</sup>.

Per superare queste ed altre problematiche della disciplina vigente, la Commissione Europea, come accennato, sta implementando una retail investment strategy, con la finalità di potenziare il quadro complessivo delle regole europee in tema di protezione degli investitori<sup>99</sup>.

Tra le diverse attività poste in essere nell'ambito di tale strategia, di particolare rilievo per il presente lavoro sono le consultazioni avviate dalla Commissione nel corso degli ultimi mesi.

Una consultazione pubblica è stata posta in essere nel 2021, ad esito della quale molte parti interessate, dal lato dell'industria e dei consumatori, hanno chiesto di semplificare, migliorare, automatizzare e standardizzare le modalità attraverso cui sono determinati i profili degli investitori. Alcuni partecipanti hanno anche fatto presente la necessità di prestare una maggiore attenzione alla composizione complessiva del portafoglio degli investitori piuttosto che riferire le valutazioni ai singoli prodotti<sup>100</sup>.

---

95 *Ivi*, pag. 1.

96 *Ivi*, pag. 25.

97 *Ibidem*.

98 *Ivi*, pag. 25.

99 Con tale strategia la Commissione intende porre in essere una serie di azioni volte a far sì che l'Unione divenga un luogo ancora più sicuro per gli individui per risparmiare e investire a lungo termine, con l'obiettivo ultimo di incrementare la partecipazione degli investitori al dettaglio ai mercati dei capitali. Per maggiori dettagli, si veda [https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2022-suitability-appropriateness-assessments\\_en](https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2022-suitability-appropriateness-assessments_en).

100 Il report di tale consultazione è disponibile all'indirizzo [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12755-Retail-Investment-Strategy/public-consultation\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12755-Retail-Investment-Strategy/public-consultation_en).

In ragione delle risposte pervenute, è dunque emerso che le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza necessitano di una revisione. La Commissione sta al momento valutando diversi modi per migliorare i relativi regimi con l'obiettivo di superare le problematiche sopra discusse. A tal fine, ha anche avviato un'ulteriore consultazione, con lo scopo di esplorare la fattibilità di una nuova valutazione rivolta ai risparmiatori al dettaglio<sup>101</sup>.

Dalla lettura del testo della recente consultazione, parrebbe intenzione della Commissione Europea di prevedere una sorta di portabilità del profilo e dell'asset allocation dei clienti tra i diversi intermediari. Si aprirebbe quindi la via per omogeneizzare la profilatura della clientela anche attraverso forme di standardizzazione dei questionari di profilatura.

Saranno di sicuro interesse gli esiti della consultazione per comprendere a pieno quali potrebbero essere le future evoluzioni delle valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza, ovvero le principali architravi della disciplina MiFID ai fini del contenimento del rischio di mis-selling.

## **6. Conclusioni**

Nei paragrafi precedenti è stato notato che il rischio di mis-selling è uno dei principali motivi per cui i risparmiatori retail preferiscono detenere le proprie disponibilità sotto forma liquida (generalmente nei propri conti correnti) o piuttosto investite in prodotti finanziari caratterizzati da basso rischio, in alternativa all'intramontabile investimento immobiliare.

Ciò, come discusso, comporta perdite generalizzate per tutti gli attori in campo, ovvero i risparmiatori (in termini di minori guadagni conseguibili), gli intermediari (in termini di mancate commissioni) e gli emittenti (in termini di maggiori costi che sostengono per reperire le risorse finanziarie di cui necessitano per porre in essere i propri investimenti produttivi). Naturale conseguenza è che l'economia, nel suo complesso, ne risenta negativamente in termini di minore produttività e competitività.

Proprio in ragione di tali motivazioni, il legislatore eurounitario da svariati anni sta ponendo in essere una serie di iniziative volte a creare una vera e propria Unione dei Mercati di Capitali a livello europeo. Numerose misure sono finalizzate a mitigare il rischio di mis-selling in cui incorre il risparmiatore retail, con l'obiettivo ultimo di agevolare l'afflusso dei risparmi privati nell'economia reale.

<sup>101</sup> Per maggiori dettagli, si veda [https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2022-suitability-appropriateness-assessments\\_en](https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2022-suitability-appropriateness-assessments_en).

In tale ambito, il sistema MiFID riveste un ruolo fondamentale, in quanto prevede una serie di prescrizioni volte a contenere il rischio di mis-selling; tali prescrizioni, con specifico riferimento alle imprese di investimento, interessano le diverse fasi del processo produttivo e distributivo dei prodotti finanziari. Il pacchetto MiFID, infatti, disciplina, tra l'altro, la fase di genesi del prodotto da parte del manufacturer, la fase di successiva distribuzione da parte del distributor, e, a partire dalla seconda versione, ove ne ricorrano le condizioni, prevede anche poteri in capo alle autorità di vigilanza finalizzati a limitare o vietare del tutto la distribuzione di specifici prodotti.

Nel corso della trattazione è stato più volte evidenziato che tanto c'è ancora da fare. L'Unione Europea è, come noto, composta da una pluralità di Stati Membri che differiscono tra loro per tanti aspetti tra cui la lingua, la cultura, la storia, l'approccio giuridico e, di conseguenza, anche il livello applicativo della normativa. Per tale motivo, uno dei principali limiti del sistema MiFID (sia nella prima che, più limitatamente, nella seconda versione) è rappresentato dalla disforme applicazione della normativa nei diversi Paesi. Ciò determina anche livelli non omogenei di tutela del risparmiatore retail e, per quanto rileva in questa sede, diversi livelli di attenuazione del rischio di mis-selling nei singoli Stati Membri, con tutte le conseguenze che ciò comporta.

Al fine di favorire una maggiore uniformità applicativa della disciplina eurounitaria, un ruolo fondamentale è svolto, a livello europeo, dall'ESMA e, a livello nazionale, dalle Autorità di Vigilanza nazionali competenti.

Nel corso degli ultimi anni, l'ESMA si è prodotta in un considerevole sforzo volto ad approfondire le modalità applicative delle misure cardine del sistema MiFID da parte delle Autorità di Vigilanza nazionali mediante mirate attività (tra cui alcune CSA che hanno dapprima interessato la valutazione di appropriatezza e il regime di execution only, poi la valutazione di adeguatezza e, più recentemente, la disciplina della product governance). Attraverso tali attività l'ESMA ha individuato difformità applicative, cui intende porre rimedio anche mediante l'aggiornamento di alcuni orientamenti.

L'attività posta in essere dall'ESMA mette chiaramente in luce che l'attenuazione del rischio di mis-selling a livello europeo richiede ancora ulteriori sforzi e che le misure cardine - ovvero le tradizionali valutazioni di appropriatezza ed adeguatezza, unitariamente alla più recente disciplina della product governance - necessitano di una revisione per poter conseguire al meglio le finalità per le quali sono state introdotte.

Di certo, quanto rilevato dall'ESMA sarà utile ai fini della futura revisione del sistema MiFID, una revi-

sione che dovrà necessariamente considerare che il contesto attuale è in costante mutazione ed evoluzione.

E' da condividere la posizione di chi sostiene che la riorganizzazione delle regole della seconda versione della MiFID dovrebbe tendere a individuare il giusto equilibrio tra gli interessi contrastanti delle banche e dei clienti, ovvero favorire da un lato la tutela dei clienti retail e, prevedere, dall'altro, misure che non determinino costi eccessivi per le imprese di investimento<sup>102</sup>.

Per favorire la massima partecipazione dei risparmiatori retail al finanziamento dei progetti imprenditoriali, occorrerà individuare soluzioni adeguate ad una realtà sempre più digitale, caratterizzata da repentini cambiamenti ambientali e climatici, minata da venti di guerra e da una pandemia tuttora non conclusa. In tal senso, come notato, assume particolare rilievo la retail investment strategy della Commissione Europea.

In parallelo a tali misure, al fine di prevenire sul nascere i fenomeni di mis-selling, è fondamentale che le Istituzioni nazionali ed europee nei prossimi anni continuino a investire per favorire l'alfabetizzazione finanziaria dei cittadini, e, quindi, per incentivare i risparmiatori ad assumere un ruolo maggiormente attivo nell'interazione con le imprese di investimento<sup>103</sup>.

Sarà poi necessario che le inarrestabili rivoluzioni tecnologiche (quali, a titolo di esempio, quelle rappresentate da crypto-valute e crypto-asset, intelligenza artificiale, metaversi) siano efficacemente disciplinate al fine di rappresentare in ambito europeo una vera opportunità per favorire l'incontro tra le contrapposte esigenze dei risparmiatori retail, in cerca di rendimenti, e le imprese, alla ricerca di risorse finanziari a costi contenuti.

In tal senso, le evoluzioni della disciplina MiFID, oltre ad integrarsi con le altre normative attualmente in gestazione o revisione in ambito europeo, dovranno far sì che i presidi attuali volti al contrasto ai fenomeni di mis-selling siano aggiornati e semplificati. In tal modo, i risparmiatori retail usufruendo di un miglior livello di tutela, saranno incentivati ad una maggiore partecipazione al mercato dei capitali.

E', questo, un aspetto chiave per accrescere la competitività del sistema finanziario e dell'economia europea, nell'interesse di tutti, cittadini e imprese.

<sup>102</sup> Franke G., Mosk T. e Schnebel E., op. cit., pag. 25.

<sup>103</sup> *Ivi*, pag. 26.

### Riferimenti bibliografici

Abate D. D. e Bonardi F., L'introduzione del sustainability assessment nella valutazione di adeguatezza: la consultazione dell'ESMA, *Diritto bancario*, 2022, reperibile all'indirizzo <https://www.dirittobancario.it/art/lintroduzione-del-sustainability-assessment-nella-valutazione-di-adequatezza-la-consultazione-dellesma/#>

Anagol, S., Cole, S., S. Sarkar (2013): Understanding the Advice of Commissions-Motivated Agents: Evidence from the Indian Life Insurance Market, Harvard Business School, Working Paper 12-055

Annunziata F., Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità, *Rivista delle Società*, fasc.4, 1 AGOSTO 2018

Annunziata F., The Remains of the Day: EU Financial Agencies, Soft Law and the Relics of Meroni (November 19, 2021), European Banking Institute Working Paper Series - n. 106, 2021

Annunziata F., la disciplina del mercato mobiliare, Giapicchelli, edizione XI, 2021

Bolton P., X. Freixas e J. Shapiro, Conflicts of interest, information provision and competition in the financial services industry, *Journal of Financial Economics* 85, 297-331, 2007

Busch D., "Product Governance and Product Intervention under MiFID II/MiFIR", in Busch D. e Ferrarini G., "Regulation of the EU Financial Markets. MiFID II and MiFIR", Oxford University Press, 2016

Busch D., "Stricter conduct of business rules for investment firm", 2017, reperibile all'indirizzo <http://www.papers.ssrn.com>

Carlin, B., G. Manso (2011): Obfuscation, Learning, and the Evolution of Investor Sophistication, *Review of Financial Studies* 24, 754-785

Comana M. et al., "The MiFID II Framework", Springer Nature Switzerland AG, 2019, [https://doi.org/10.1007/978-3-030-12504-2\\_7](https://doi.org/10.1007/978-3-030-12504-2_7)

Commissione Europea, Libro verde sulla Capital Market Union, 2015

CONSOB, Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane, 2021

Della Negra F., I rimedi per la violazione di regole di condotta MIFID II: una riflessione di diritto UE, Ban-

ca Borsa Titoli di Credito, fasc. 5, 1 ottobre 2020

Fecht F., Hackethal A., Karabulut Y., Is proprietary trading detrimental to retail investors?, Discussion paper, Deutsche Bundesbank N. 42, 2013

Franke G., Mosk T. e Schnebel E., Fair Retail Banking: How to Prevent Mis-selling by Banks, , reperibile all'indirizzo <http://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:bsz:352-0-424172>, White Paper No. 39 SAFE: Sustainable Architecture for Finance in Europe Konstanzer Online-Publikations-System (KOPS), Goethe University, 2016

Inderst R. e M. Ottaviani, (Mis)selling through Agents, American Economic Review 99(3), 883-908, 2009

Martysz C. B. e Rakowski J. P., Misselling consumer awareness study - Circumstances surrounding the occurrence of misselling, <https://doi.org/10.2478/ijme-2021-0007>, International Journal of Management and Economics, vol. 57, issue 2, 121-137, 2021

Motroni R., La classificazione della clientela nella normativa dei mercati degli strumenti finanziari, GIURETA, Rivista di Diritto dell'Economia, dei Trasporti e dell'Ambiente, Vol. XIII, 2015

Paul S., Schröder, N. e Schumacher S., MiFID II/MiFIR/PRIIPs Regulation Impact Study: Effectiveness and Efficiency of New Regulations in the Context of Investor and Consumer Protection, 2019

Perrone A., Servizi di investimento e tutela dell'investitore, Banca Borsa Titoli di Credito, Giuffrè Francis Lefebvre, 2019

Rabitti M., Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II, Rivista di diritto bancario - supplemento fascicolo I, 2020

Sciarrone Alibrandi A. e Malvagna U., Self-placement di titoli bancari tra vincoli patrimoniali e tutela dell'investitore, in Banca borsa e titoli di credito, 2019

Wallinga M., EU Investor Protection Regulation and Liability for Investment Losses, Studies in European Economic Law and Regulation, 2020

**SOMMARIO:** 1. Emarginazione del concordato semplificato. – 2. Non deteriore soddisfacimento dei creditori ed iniziativa di parte. – 3. Moratoria del privilegio. – 4. Plusvalore concordatario e *par condicio*. – 5. Ricavi della continuità e soddisfo del debito concordatario.

### 1. Emarginazione del concordato semplificato

Queste note sono destinate unicamente al concordato preventivo, non al concordato semplificato, disciplinato agli articoli 18 e 19 del c.d. "Decreto 118"<sup>1</sup>.

Il concordato semplificato è trattato a parte, rispetto al concordato preventivo, anche nel Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza, nella versione che risulta dalle modifiche contenute nello "Schema di decreto legislativo recante modifiche al Codice", pubblicata a marzo 2022. La Bozza – così per brevità, e correttezza – colloca il concordato semplificato nel titolo II del Codice della Crisi, agli articoli 25-*sexies* e 25-*septies*, in coda alla composizione negoziata della crisi; mentre il concordato preventivo continua ad essere nel titolo IV.

Il concordato semplificato ha natura diversa dal concordato preventivo: questo è, di regola, nell'essenza, un contratto, la cui efficacia è subordinata ad un provvedimento del giudice<sup>2</sup>; quello un atto modificativo unilaterale, del debitore in crisi, la cui efficacia è subordinata ad un provvedimento del giudice<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> D.l. 24 agosto 2021, n. 118, convertito in legge con legge 21 ottobre 2021, n. 147, recante "Misure urgenti in materia di crisi d'impresa e di risanamento aziendale, nonché ulteriori misure urgenti in materia di giustizia".

<sup>2</sup> Salvo il caso particolare in cui la maggioranza dei crediti sia rappresentata da tributi erariali e/o contributi previdenziali e assistenziali, in cui l'omologa può prescindere dal consenso dello Stato e degli enti previdenziali e assistenziali ed essere dunque pronunciata pur in difetto del voto di altri creditori (art. 180, co. 3, l.f.), salvo questo caso, per il perfezionamento del concordato, è pur sempre necessario il consenso di almeno un creditore. Per l'efficacia del contratto è richiesto un provvedimento del giudice al fine di verificare, principalmente, che il contratto abbia i requisiti di contenuto e siano stati posti in essere gli adempimenti procedurali – come la relazione del commissario – imposti dalla legge a compensare la possibilità, affatto particolare rispetto al principio della relatività degli effetti pregiudizievoli del contratto (artt. 1372, co. 2, e 1411 c.c.), che il contratto concordatario produca effetti pregiudizievoli, *pregiudizievoli se per sé stessi considerati*, nei confronti dei creditori dissenzienti. Il processo assolve oltre a tali funzioni, quella di agevolare la formazione dell'accordo e di evitare lesioni della *par condicio* e l'aggravamento della crisi sino alla formazione del contratto e al controllo finale del giudice. Per un quadro del dibattito sulla natura, quanto a struttura, del concordato preventivo P. F. CENSONI, *Il concordato preventivo*, in *Tratt. Jorio-Sassani*, IV, Milano, 2016, 11 ss.

<sup>3</sup> Neppure essendo prevista la possibilità che i creditori si pronuncino a favore del concordato, l'espressione "proposta di concordato" con riguardo a tale specie di concordato è affatto fuorviante ed anzi lo è la stessa espressione "concordato": salvo che questo debba ritenersi formato tra il debitore ed il giudice!

E' tutto da vedere in che misura la disciplina del concordato preventivo, di quello in continuità e di quello liquidatorio, sia estensibile al concordato semplificato.

Tanto più che non solo nella struttura, ma anche quanto a funzione i due concordati potrebbero differire sensibilmente: ché, mentre il concordato preventivo è volto – l'affermazione è di approssimazione – al soddisfo dei creditori, quello semplificato non può dirsi con certezza che non sia volto alla liberazione dal debito pur senza alcun soddisfo. Il comma 5 dell'articolo 18 del Decreto 118 prevede infatti che l'omologa del concordato richiede che "la proposta non arreca pregiudizio ai creditori rispetto all'alternativa fallimentare e comunque assicura un'utilità a ciascun creditore". Il requisito, alla lettera, è integrato anche quando il concordato non promette alcun pagamento ai creditori preesistenti, né il fallimento lo permetterebbe, ma il concordato assicura la continuazione dell'impresa – che solo evitando il fallimento vi sarebbe – e a ciascun creditore garantisce la prosecuzione o la costituzione di convenienti rapporti: l'impresa ha bisogno di nuova finanza per proseguire e l'acquirente dell'azienda è disponibile ad immetterla, pagando però in corrispettivo dell'acquisto solo il tanto che basta per le spese di procedura; in caso di fallimento l'azienda, nel complesso o a pezzi, non avrebbe mercato o frutterebbe solo l'equivalente delle spese di procedura. L'ipotesi concordataria delineata – e a prescindere che sia lo sbocco di una tentata composizione negoziata della crisi – mi pare ben meritevole di tutela: tanto più che neppure urta con il principio dell'accordo, ché produce nei confronti dei creditori effetti, al fondo, favorevoli. Così come meritevole di tutela potrebbe essere anche un concordato semplificato in continuità diretta, anche solo se non deteriore per i creditori rispetto al fallimento<sup>4</sup>.

## 2. Non deteriore soddisfacimento dei creditori ed iniziativa di parte

Il concordato preventivo è un contratto che, quanto a funzione – si è già detto in approssimazione –, deve sempre essere diretto al soddisfacimento dei creditori<sup>5</sup>.

<sup>4</sup> E v. anche, in proposito, mio *La composizione negoziata della crisi: prime note su effettività e benefici*, in questa *Rivista*, maggio 2022, 6 s.

<sup>5</sup> Di tale avviso, *ex multis*, S. AMBROSINI, *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Tratt. Cottino*, XI, Padova, 2008, 33; ID., *Il concordato preventivo*, in *Tratt. Vassalli-Luiso-Gabrielli*, IV, Torino, 4; M. FABIANI, *Concordato preventivo*, in *Comm. c.c. Scialoja-Branca-Galgano*, Bologna, 2014, 52 ss.; P. F. CENSONI, *Il concordato preventivo*, cit., 10; A. NIGRO e D. VATTERMOLI, *Diritto della crisi delle imprese*, ed. 4, Bologna, 2017, 349; F. LAMANNA, *Il nuovo codice della crisi e dell'insolvenza (III)*, Milano, 2019, 8; D. GALLETI, *Il miglior soddisfacimento dei creditori: brevi note sui principi generali e sugli interessi tutelati*, in *Ilfallimentarista.it*, 28 febbraio 2019, § 3; G. D'ATTORRE, *Manuale di diritto della crisi e dell'insolvenza*, Milano, 2020, 84.

L'articolo 180 l.f. si contenta di un soddisfo "non inferiore alle alternative concretamente praticabili". L'articolo 186-bis punta "al miglior soddisfacimento". Dunque? Non inferiore per il concordato liquidatorio, migliore per quello in continuità? <sup>6</sup>

Comunque, ad oggi la nullità del contratto per tale difetto, per tale illiceità della causa, ché di ciò si sta parlando, può essere rilevata dal giudice solo in sede di omologa, su eccezione di parte, non d'ufficio<sup>7</sup>: in "deroga" all'articolo 1421 c.c.

L'articolo 84 del Codice della Crisi esplicita che la causa del contratto concordatario è il soddisfacimento dei creditori; la Bozza, a modifica dell'articolo 84, precisa: "non deteriore" rispetto al fallimento. Allinea a ciò l'attestazione nel concordato in continuità, modificando l'articolo 85. Il giudizio sulla convenienza in sede di omologa resta fermo, nell'articolo 112 del Codice della Crisi, al soddisfacimento "non inferiore": che, forse, può intendersi anche in senso qualitativo: "non deteriore" non solo in quantità, ma anche nei mezzi e nei tempi.

Ma allora, data la nuova norma dell'articolo 84, che esplicita il limite funzionale del contratto concordatario, il giudice potrebbe non ammettere la domanda di accesso al procedimento se la proposta non è almeno parimenti conveniente rispetto al fallimento? Ovvero revocare l'ammissione se ciò emergesse in seguito?

Certo, la ricordata norma dell'articolo 112 del Codice della Crisi, 180 della legge fallimentare, che chiama il giudice alla valutazione di convenienza nel procedimento per l'omologa in caso di opposizione da parte di creditori dissenzienti qualificati per valore, non avrebbe gran senso. E certo non è quella la *mens* del legislatore dello Schema. I principi, però, spingono, in quella direzione: di regola, se il contratto ha causa illecita, la sua nullità dev'essere rilevata dal giudice.

<sup>6</sup> Nel senso che entrambi i concordati, ancora nel Codice della Crisi nella versione oggi emanata, debbano essere diretti al miglior soddisfacimento dei creditori, F. LAMANNA, *Il nuovo codice della crisi e dell'insolvenza (III)*, cit., 8; G. D'ATTORRE, *Manuale di diritto della crisi e dell'insolvenza*, cit., 84.

<sup>7</sup> *Contra* D. GALLETTI, *Il miglior soddisfacimento dei creditori: brevi note sui principi generali e sugli interessi tutelati*, cit., § 3, secondo cui il giudice deve dichiarare inammissibile la proposta di concordato in continuità non solo quando l'attestazione sia inadeguata circa la verifica del "miglior soddisfacimento dei creditori", ma quando la proposta risulti priva di tale requisito benché l'attestazione possa dirsi in merito adeguata, laddove il giudice deve ammettere la proposta di concordato liquidatorio pur quando risulti peggiore del fallimento.

### 3. Moratoria del privilegio

Ammesso il degrado dei crediti muniti di prelazione, la giurisprudenza ha relativizzato anche il divieto di differimento del pagamento del privilegio: ammettendolo anche oltre il momento di liquidazione del bene cui pertiene la prelazione<sup>8</sup>, purché la relazione dell'esperto attesti tale momento e la perdita economica, misurata dagli interessi, che subisce così il privilegio: per la quale verrebbe compensato con il voto.

La soluzione ha tratto conferma anche dalla norma dell'art. 186-*bis*, lett. c, l.f. per il concordato in continuità: che prevede che, se del bene non è programmata la liquidazione, la moratoria del soddisfo del privilegio può essere estesa sino a due anni: solo in tal caso – di continuità senza liquidazione del bene – per il *favor* per la continuità, senza voto.

Da notare, peraltro, che in tal caso il credito privilegiato non corre rischio di perdere la prelazione, del bene non prevedendosi l'alienazione. Da notare altresì che, quando del bene sia invece prevista la liquidazione ed il soddisfo sia promesso oltre tale momento, il creditore corre il rischio di non essere pagato e di aver perduto la prelazione: nel sistema il voto è dato non per un sacrificio, ma per il rischio che si corre: e il rischio, in quel caso, non è punto commisurato dagli interessi.

Nel Codice della Crisi, per il concordato in continuità, si ammette ancora, ove non sia prevista la liquidazione del bene cui pertiene la prelazione, la moratoria sino a due anni e pure in questo caso si attribuisce il voto (art. 86), per una parte, piccola, del credito. Cosa significa? Che nel concordato liquidatorio la dilazione del pagamento del privilegio non è ammessa?<sup>9</sup> Perché se si prevede sino a due anni, a meno che non ci sia liquidazione del bene, e si dà il voto, cosa si potrebbe dare più del voto per una moratoria oltre i due anni? A rigore, però, la norma in discorso non esclude che, se prevista la liquidazione, si possa andare oltre i due anni: sempre con voto. Ma il fatto è che, se non è prevista la liquidazione, ha senso differire, facendo votare solo per gli interessi: comunque il credito resta assistito dalla garanzia; ma se si liquida il bene e si differisce oltre il tempo della liquidazione, si toglie la garanzia oltre il momento della liquidazione e allora perché far votare solo per gli interessi?

La Bozza modifica l'articolo 86, nonché l'articolo 109, in materia di voto.

<sup>8</sup> Cass., 9 maggio 2014, n. 10112.

<sup>9</sup> Afferma F. LAMANNA, *Il nuovo codice della crisi e dell'insolvenza (III)*, cit., 15: "viene così radicalmente (e giustamente) sconfessata l'assurda tesi poc'anzi ricordata, prospettata dalla S. Corte".

L'86, pur modificato, continua ad essere intitolato alla "moratoria nel concordato in continuità" e statuisce: "il piano può prevedere una moratoria [...] salvo che sia prevista la liquidazione dei beni [in garanzia]. Per i[1] privilegio de[1] 2751-bis n. 1 [...] può essere prevista una moratoria fino a sei mesi dall'omologazione".

La Relazione illustrativa della Bozza afferma che si è voluto "dettare una regola generale per il pagamento differito dei creditori privilegiati in caso di liquidazione dei beni che li garantiscono". Qual è la regola generale? Che non si può differire in caso di liquidazione dei beni? Neppure per il tempo della liquidazione? Oppure che si può "morare" *sine die* in caso di non liquidazione del bene ovvero, in caso di liquidazione, non oltre il momento della liquidazione?

L'articolo 109, comma 5, modificato dalla Bozza, prevede, trattando del concordato in continuità: "i creditori muniti di diritto di prelazione non votano se soddisfatti [...] entro centottanta giorni [...] e purché la garanzia [...] resti ferma fino alla liquidazione, funzionale al loro pagamento, dei beni [...] sui quali sussiste la [...] prelazione. Nel caso di privilegio di cui al [...] 2751-bis, n. 1, [...] il termine di cui al periodo precedente è di trenta giorni".

Questa norma prevede, *se ben intendo*, un'ipotesi di liquidazione del bene di almeno sei mesi con differimento del pagamento sino a sei mesi: in tal caso il voto è escluso. *A contrario*, per quel che vale tale argomento, ammetterebbe un'ipotesi di liquidazione oltre sei mesi con differimento del pagamento oltre i sei mesi: in tal caso il voto dovrebbe essere accordato. E se non fosse prevista la liquidazione, ma solo la moratoria? Varrebbe la stessa doppia regola? No diritto di voto se il pagamento è promesso nei sei mesi, diritto di voto altrimenti? E se fosse prevista la liquidazione oltre i sei mesi e il pagamento in momento successivo a quello della liquidazione? Diritto di voto pure in tal caso? La disciplina del differimento e del voto appena ipotizzata per il caso di liquidazione del bene varrebbe anche per il concordato liquidatorio? Ché, si rimarca, l'articolo 109, comma 5, è dettato anch'esso, come l'articolo 86 sulle condizioni del differimento del pagamento del privilegio, per il concordato in continuità.

La Relazione non affronta le domande proposte, mi pare, e si cura di portare l'attenzione su di un altro profilo: nel caso non sia promesso il pagamento integrale entro sei mesi, il creditore con prelazione, cui è dato il voto, ne ha diritto per l'intero credito: punto, questo, per vero, per nulla chiaro nel testo della norma, per quanto di grande frattura rispetto al diritto vivente sinora e alla soluzione del Codice della Crisi nel testo emanato.

Difficile, mi sembra, venirne a capo.

#### 4. Plusvalore concordatario e *par condicio*

La Bozza recepisce la regola, già invalsa nella giurisprudenza, della facoltà di distribuire il c.d. "plusvalore concordatario" senza rispetto dell'ordine delle prelazioni e della *par condicio*.

Questa facoltà è recepita in termini diversi con riguardo al concordato in continuità e con riguardo a quello liquidatorio.

Stranamente essa è recepita nei limiti già stabiliti dalla giurisprudenza con riguardo al concordato in continuità (articolo 84, comma 6), oltre detti limiti con riguardo al concordato liquidatorio (articolo 84, comma 4).

Più precisamente, nel concordato in continuità, il plusvalore deve comunque distribuirsi senza che una classe inferiore riceva un trattamento migliore di quello riservato ad una superiore<sup>10</sup>: sicché la deviazione dall'ordine delle prelazioni e della *par condicio* è contenuta.

Invece, nel concordato liquidatorio, la norma è netta e drastica: "le risorse esterne possono essere distribuite in deroga agli articoli 2740 e 2741 del codice civile purché sia rispettato il requisito del venti per cento": il soddisfo del chirografo per almeno il venti per cento è il solo limite. Non ha senso il maggior rigore per la distribuzione del plusvalore nel concordato in continuità: tanto più la *par condicio* tra i chirografari può già superarsi con la formazione delle classi.

Ma cos'è plusvalore concordatario? A stare a pronunce milanesi, il maggior prezzo della vendita dell'azienda rispetto a quello effettivo di mercato non sarebbero risorse esterne<sup>11</sup>; una pronuncia del Tribunale di Lecco ha ritenuto finanza esterna l'accollo di debiti da parte del compratore dell'azienda in corrispettivo della stessa oltre l'effettivo valore di mercato dell'azienda<sup>12</sup>.

<sup>10</sup> Nel concordato in continuità, secondo la Bozza, la divisione dei crediti in classi è obbligatoria: art. 85, co. 3.

Non si prevede più, mi sembra, un criterio per la formazione delle classi ed anzi si prevede che il piano debba indicare "i criteri di formazione utilizzati": art. 87, lett. m. Peraltro, posto il principio della *par condicio*, sarebbe comunque criterio imperativo quello della omogeneità di posizione giuridica (in cui sempre si sintetizzano gli interessi economici rilevanti).

<sup>11</sup> P.es., Trib. Milano, 15 dicembre 2016, rel. F. D'Aquino.

<sup>12</sup> Trib. Lecco, decr., 23 giugno 2020, rel. D. Colasanti.

### **5. Ricavi della continuità e soddisfo del debito concordatario**

Il Codice della Crisi prevede, per il concordato in continuità, che il debito concordatario sia soddisfatto "in misura prevalente dal ricavato prodotto dalla continuità aziendale": articolo 84, comma 3.

La Bozza ammorbidisce la regola: il soddisfo del debito concordatario può avvenire "in misura anche non prevalente" con i ricavi della continuità.

La legge fallimentare vigente non richiede che i ricavi della continuità siano asserviti al debito concordatario: in effetti, alla continuità dell'impresa gioverebbe un aumento di capitale, magari liberato da nuovi soci, sufficiente al pagamento del debito concordatario, magari immediato: perché ciò non sarebbe degno delle agevolazioni del concordato in continuità?

E torno a farmi la domanda posta in fine del primo paragrafo: perché non dovrebbe essere un concordato meritevole quello che assicura la continuazione dell'impresa senza il soddisfo dei creditori, se comunque il fallimento non lo consentirebbe: tanto più se la continuazione dell'impresa con azzeramento del debito fosse approvata dai creditori e quindi l'azzeramento del debito fosse l'effetto di una remissione, sia pur a maggioranza, magari qualificata.

**SOMMARIO:** 1. Il c.d. contratto di risparmio edilizio e il nuovo approccio del Tribunale di Milano;  
2. Struttura e funzione del Bausparvertrag; 3. Le varianti italiane: il contratto di risparmio edilizio c.d. puro; 4.(Segue) Il contratto di risparmio c.d. spurio.

### **1. Il c.d. contratto di risparmio edilizio e il nuovo approccio del Tribunale di Milano**

E' noto che, negli ultimi anni, l'offerta dei prestiti per la casa ha visto la comparsa di due varianti di un tipo di prodotto, il c.d. contratto di risparmio edilizio, presentato alla clientela come il replicante di uno schema di finanziamento originario della Germania e denominato Bausparvertrag<sup>1</sup>.

E' altrettanto risaputo che entrambe le versioni, rispettivamente la «pura» e la «spuria»<sup>2</sup>, hanno già formato oggetto di attenzione da parte della nostra giurisprudenza (sia pure solo di merito), nonché di vari Collegi ABF<sup>3</sup>.

La pronuncia qui in commento<sup>4</sup> merita tuttavia un proprio spazio per il fatto di fissare per la prima volta il *focus* non su profili - per quanto importanti, pur sempre - specifici dell'affare, ma sulla struttura in sé della operazione (nel caso di specie, quella c.d. spuria), ovvero sulla sua articolazione complessiva come risultante in concreto dalla modulistica adoperata per l'immissione sul mercato italiano del prodotto in questione.

In effetti, preme segnalare fin da subito che, anche sulla base di quanto è dato evincere dalla sentenza in esame, un conto è misurarsi con la figura madre, come delineata dal legislatore tedesco con un inter-

---

1 Il primo lavoro dedicato al contratto di risparmio edilizio si deve a M. CONDEMI, *Il contratto di risparmio edilizio: un modello di finanziamento di matrice tedesca abbisognevole di un più puntuale inquadramento giuridico*, s.d., reperibile sul sito [www.amministrazioneincammino.it](http://www.amministrazioneincammino.it). Successivamente, v. U. MINNECI, *Una forma di prestito per la casa di origine tedesca: il mutuo a risparmio*, in *Studi De Nova*, III, Milano, 2015, 2077 ss.; M. PISTILLI, *La commissione di stipula del mutuo tra ABF e Bausparvertrag*, in *Persona merc.*, 2018, 48 ss.; M. DOMENEGOTTI, *Il contratto di risparmio edilizio: struttura e aspetti giuridici connessi a un modello atipico di finanziamento*, luglio 2019 in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it). B. INZITARI, *Irripetibilità del diritto di stipula in caso di recesso od estinzione anticipata di contratti di risparmio edilizio*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, II, 258 ss.; F. ONNIS CUGIA, *Un controverso caso di legal transplant: il contratto di risparmio edilizio o bausparvertrag*, in *Giust. civ.com*, 2021; F. CARBONETTI, *Contratto di risparmio edilizio e tutela del consumatore*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2021, I, 149 ss.

2 Giova segnalare che il collocamento sul mercato italiano dei contratti di risparmio edilizio rimonta all'iniziativa di un unico operatore appartenente a un gruppo bancario tedesco; a venire in considerazione sono pertanto esclusivamente i prodotti congegnati dalle condizioni generali predisposte da tale soggetto.

3 Per quanto concerne la giurisprudenza ordinaria, v. Trib. Ravenna, 1 agosto 2018, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Verona, 11 maggio 2020, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, II, 250 ss. Con riguardo alle pronunce dei Collegi ABF, cfr. da ultimo Collegio Bari, dec. n. 7702/2021; nonché *ex multis* Coll. Coord., dec. n. 6173/2016 e dec. n. 15223/2019.

4 Trib. Milano, 22 gennaio 2022, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it).

vento *ad hoc*, altro con le fattispecie «derivate» che sono state collocate nel nostro Paese<sup>5</sup>.

## 2. Struttura e funzione del *Bausparvertrag*

Come già accennato, il c.d. contratto di risparmio edilizio trova in Germania non solo il modello primigenio, ma pure un principio di tipizzazione normativa. A quest'ultimo riguardo, viene in rilievo la legge sulle Casse di Risparmio edilizio – come novellata nel 1991 – e, in particolare, il par. 1 della stessa, che definisce il *Bausparvertrag* come il contratto mediante il quale il cliente, dopo aver effettuato depositi di risparmio edilizio, acquisisce il diritto ad ottenere un determinato finanziamento per l'acquisto di una abitazione<sup>6</sup>.

A ben vedere, la peculiarità della figura appare ravvisabile nella adozione di un meccanismo volto a subordinare la concessione del mutuo per l'acquisto e/o ristrutturazione di un immobile ad uso abitativo al previo accumulo, da parte dello stesso soggetto aspirante al prestito, di una provvista suscettibile di coprire una parte (più o meno significativa) dell'importo richiesto.

Più precisamente, lo schema di tale prodotto si caratterizza per il fatto di prevedere che il cliente non consegua fin da subito il relativo numerario, ma, almeno per una prima fase del rapporto, sia tenuto a *dare* in favore della banca, corrispondendo una pluralità di versamenti, destinati a formare (unitamente agli interessi *medio tempore* riconosciute sulle somme consegnate) un deposito *tendenzialmente* vincolato all'ottenimento di un prestito per l'acquisto di un immobile residenziale. Il passaggio al secondo step della operazione si ha con la concessione di un finanziamento il cui ammontare viene determinato sulla base di una formula matematica (contrattualmente indicata) che tiene conto della entità delle somme depositate (maggiorate degli interessi *medio tempore* maturati) e della durata del periodo di

---

5 I moduli contrattuali offerti in sottoscrizione alla clientela italiana riproducono la clausola che identifica come *lex contractus* quella tedesca. A ridimensionare la portata del rinvio interviene peraltro il disposto dell'art. 3 della Convenzione di Roma del 19 giugno 1980 (ratificata dall'Italia con l. 975/1984), il quale – statuendo che, nei casi in cui il contratto sia sottoposto, per scelta delle parti, a una legge straniera, tale circostanza non debba recare pregiudizio alle norme interne non derogabili dell'autonomia privata – appare idoneo a salvaguardare i presidi di tutela del nostro ordinamento, classificabili come imperativi: e, tra questi, in particolare gli strumenti di protezione di matrice consumeristica (cfr. art. 5 della Convenzione medesima), nonché le disposizioni in tema di trasparenza bancaria, sempre che si acceda – come appare corretto – alla tesi del carattere inderogabile dello stesse (cfr. ABF Napoli, 15 novembre 2013, n. 5806).

6 Scendendo più nel dettaglio, il par. 1 della legge citata nel testo definisce le Casse di risparmio come «istituti di credito, la cui attività commerciale è orientata a ricevere depositi da risparmiatori edilizi (depositi di risparmio edilizio) e concedere ai risparmiatori edilizi, dagli importi accumulati, mutui finanziari (mutui di risparmio edilizio) per misure economiche abitative (operazioni di risparmio edilizio)». Precisato che «le operazioni di risparmio edilizio possono essere svolte esclusivamente dalle casse di risparmio edilizio», la norma prosegue aggiungendo che il contratto di risparmio edilizio è quello mediante il quale il cliente «dopo avere effettuato depositi di risparmio edilizio, acquisisce il diritto di ottenere un mutuo di risparmio edilizio».

accumulo, mentre gli altri elementi essenziali (durata e tasso di interessi) trovano definizione nella documentazione contrattuale originariamente sottoscritta. Naturalmente, la logica dell'affare implica che il montante dei risparmi accumulati (al lordo degli interessi) andrà scomputato dall'importo da restituire.

In definitiva, dal disposto normativo (soprattutto nella misura in cui viene riconosciuto in capo al cliente un diritto al prestito) esce delineata una figura complessa, che unifica due schemi contrattuali eterogenei (quella del deposito<sup>7</sup> di denaro e quella del mutuo) attraverso la previsione dell'obbligo in capo alla banca di fare credito, allorché il completamento della fase di accumulo dei risparmi permette di procedere alla concessione del finanziamento. In altre termini, si profila un paradigma negoziale, che, lungi dal limitarsi a prefigurare l'eventualità di una consecuzione temporale tra i tipi contrattuali in cui si sostanziano le due *tranches* della operazione, aggiunge il *quid pluris*, costituito dall'obbligo *ex contractu* di fare credito: così configurandosi una realtà contrattuale *nova* dotata di una identità autonoma e distinta, rispetto ai singoli pezzi che la compongono<sup>8</sup>.

Trattandosi di un prodotto presentato come diretto alla concessione di un prestito per l'acquisto o ristrutturazione di un immobile, il *Bausparvertrag* si presta senz'altro a rientrare nell'ambito di applicazione della direttiva n. 2014/17 UE in materia di mutui residenziali. Non a caso, se è vero che la *traditio* della provvista in favore del cliente non è immediata ma forma oggetto di un obbligo succedaneo al regolare rispetto da parte di quest'ultimo del piano di accumulo originariamente congegnato, è altrettanto vero che lo stesso art. 4 della Direttiva appena richiamata raduna sotto la medesima egida "contratti di credito" i contratti attraverso cui il creditore rispettivamente *concede* o *si impegna a concedere* un prestito residenziale.

D'altro canto, la necessità del previo accumulo non appare incompatibile con l'asserita funzione creditizia della operazione; semmai, rendendo più probabile la capacità di rimborso del sovvenuto, finisce addirittura per agevolare l'obiettivo della erogazione di un credito sostenibile e l'assunzione di un debito responsabile.

A ciò potendosi aggiungere che, dal punto di vista del cliente, al perfezionamento della prima fase si

<sup>7</sup> Ad avviso di F. ONNIS CUGIA, *Un controverso caso di legal transplant*, cit., 6 per la prima fase sarebbe preferibile l'accostamento al contratto di capitalizzazione di cui all'art. 179 cod. ass.

<sup>8</sup> In termini simili, F. CARBONETTI, *Contratto di risparmio edilizio*, cit., 160, secondo cui il contratto di risparmio edilizio sarebbe un contratto misto che combina un contratto di deposito con un contratto preliminare unilaterale di mutuo. A sua volta B. INZITARI, *Irripetibilità del diritto di stipula*, cit., 261 rileva che «attraverso il contratto di risparmio edilizio il cliente - raggiunto l'ammontare previsto del risparmio accumulato - acquista il diritto, riconducibile all'opzione, di ottenere dalla banca la concessione di un mutuo per l'acquisto di un immobile ad uso abitativo, a condizioni predeterminate, consentendo pertanto al sovvenuto di costruire il piano di risparmio destinato all'investimento immobiliare in condizioni di certezza e di affidabilità, anche per contrastare eventuali condizioni avverse che si fossero create nel mercato».

lega la prospettiva di ottenere un mutuo a condizioni migliori rispetto a quelle di mercato. In effetti, se si abbandona l'ottica del singolo rapporto per abbracciare quella della massa delle operazioni dello stesso tipo, non può invero passare inosservato come la fase dell'accumulo offra al soggetto erogatore del credito un canale estremamente economico di approvvigionamento (di almeno una parte) della provvista necessaria per la concessione dei relativi finanziamenti: il tasso di interesse riconosciuto al sottoscrittore del prodotto sugli importi medio tempore versati essendo più contenuto rispetto al costo del denaro spuntabile sul mercato dei capitali. E' pertanto verosimile ritenere che la fruizione di un simile vantaggio consenta alla banca di diminuire correlativamente la misura degli interessi compensativi a carico del prenditore del prestito, per accontentarsi di un tasso minore di quello generalmente praticato nel settore.

### 3. Le varianti italiane: il contratto di risparmio edilizio c.d. puro

Già si è rilevato come, anche nel nostro Paese, da qualche anno a questa parte, l'offerta di prestiti per la casa includa prodotti che si rifanno al modello del *Bausparvertrag*. Tuttavia, sussistono forti dubbi sulla effettiva corrispondenza delle strutture negoziali immesse sul mercato italiano alla nozione di affare indicata dal legislatore tedesco.

A venire in rilievo è anzitutto la c.d. variante pura, che deve il proprio *nomen* alla circostanza di essere presentata come schema a ricalco della figura madre.

In realtà, le cose sembrano atteggiarsi diversamente. Più precisamente, i moduli contrattuali destinati alla clientela italiana parrebbero disegnare il passaggio dall'una all'altra fase del rapporto come meramente eventuale; sicché verrebbero a mancare i presupposti per ravvisare in capo al sottoscrittore del prodotto – una volta completato regolarmente il piano di accumulo – proprio quel diritto alla erogazione del mutuo che costituisce, nella prospettiva della legge tedesca, l'elemento caratteristico dell'intera operazione.

A ben guardare, l'affievolimento della dimensione unitaria dell'affare (con correlativo smarrimento di una propria identità) risulta certificato anche da quella stessa giurisprudenza dei collegi ABF che riconosce, nel momento del transito dall'accumulo alla erogazione, la possibilità per la banca di compiere una *normale* istruttoria sulla capacità di rimborso del cliente, come tale insindacabile in caso di esito negativo<sup>9</sup>; laddove, nell'ipotesi di riconosciuta esistenza in capo alla banca di un pregresso obbligo di fare credito, la desistenza dal concedere il finanziamento sarebbe stata da considerare ammissibile

<sup>9</sup> Così ABF Roma, decisione n. 276/2014, n. 276. Costituisce invero un principio tradizionale quello secondo cui, in difetto di un previo obbligo di fare credito, il rifiuto della concessione del finanziamento sarebbe coperto dall'autonomia di impresa e quindi, come tale, non sarebbe sindacabile, se non nei limiti della sua conformità a correttezza e buona fede.

esclusivamente in presenza di una giusta causa, ovvero - argomentando alla luce dell'art. 1822 c.c. - allorché «le condizioni patrimoniali dell'altro contraente siano divenute tali da rendere notevolmente difficile la restituzione» e quindi, in buona sostanza, solo a condizione di fornire adeguata e circostanziata evidenza di un sopravvenuto grave deterioramento del merito creditizio del cliente rispetto al tempo di sottoscrizione del prodotto<sup>10</sup>.

Va da sé che l'assenza del collante tra la fase dell'accumulo e quella della erogazione del finanziamento si rivela in grado di comportare non solo la derubricazione della seconda *tranche* a mera appendice ipotetica rimessa alla valutazione discrezionale della banca, ma pure l'impossibilità di riscontrare nel concreto quella figura complessa dotata di una propria autonomia concettuale rispetto ai singoli elementi che lo compongono e quindi meritevole di un *nomen* specifico.

Il vero è che, senza il medio costituito dall'impegno a concedere credito, il contratto di risparmio edilizio c.d. puro appare destinato a perdere la supposta funzione creditizia per risolversi nell'*aliud* costituito da una forma di deposito vincolato (se del caso) arricchita da qualche incentivo promozionale in ordine a un successivo prestito che, a proprio insindacabile giudizio, la banca dovesse venire a concedere in un tempo successivo.

Ora, non può tacersi che se fosse effettivamente questo il reale assetto dell'operazione, non pochi dubbi verrebbero a contornare la vicenda della sua immissione sul mercato, almeno per come è stata realizzata fino ad oggi.

Naturalmente, il fatto di proporre un semplice prodotto di raccolta del risparmio anziché contraddi-

---

<sup>10</sup> Più precisamente, può ben concedersi che, prima della erogazione del mutuo, l'intermediario creditizio esegua una valutazione aggiornata del merito creditizio del cliente; anzi a dire la verità sarebbe tenuto a farlo se non altro in ragione del principio di sana e prudente gestione. Solo che, per effetto della esistenza di un obbligo di fare credito, tale verifica potrà condurre a un diniego del prestito solo in presenza di una giusta causa, ovvero (in conformità al disposto dell'art. 1822 c.c.) fornendo evidenza di un fatto sopravvenuto (oggettivamente verificabile), in grado di aggravare realmente la misura del rischio di rientro come ravvisabile al tempo della sottoscrizione del contratto. In altri termini, è da ritenersi fondamentale la valutazione comparativa tra il momento della sottoscrizione del prodotto e quello in cui l'erogazione del prestito dovrebbe avere luogo. Di avviso contrario F. CARBONETTI, *Contratto di risparmio edilizio*, cit., 161 sul presupposto che, nel contratto di risparmio edilizio, la distanza temporale tra i due atti sarebbe così lunga che la valutazione di solvibilità del cliente non potrebbe che essere fatta solo al momento della richiesta di erogazione del mutuo. E' però evidente che se quanto appena riferito fosse vero, non avrebbe alcun senso parlare di obbligo di fare credito e quindi non resterebbe che prendere atto di trovarsi di fronte a una descrittiva fuorviante dell'oggetto del contratto.

stinto da una valenza anche creditizia non avrebbe di per sé nulla di illecito<sup>11</sup>. Solo che la sua offerta, nel rivolgersi a soggetti qualificabili come consumatori, dovrebbe avvenire nel rispetto del principio della «informazione chiara e comprensibile» (cfr. art. 5, comma 3 Cod. cons.) che impone anzitutto di evitare fraintendimenti da parte della clientela in ordine alle finalità delle soluzioni sottoposte alla sua attenzione<sup>12</sup>.

In caso contrario, è da ritenersi difficilmente contrastabile l'addebito di realizzare una tipologia di condotta altamente decettiva, suscettibile non soltanto di integrare una pratica commerciale scorretta (cfr. artt. 21 ss. Cod. cons.), ma anche di distorcere a tal punto il significato della operazione da far seriamente dubitare della possibilità di ravvisare il capo al sottoscrittore quel consenso consapevole recentemente assunto dalle Sezioni Unite a requisito di validità del contratto<sup>13</sup>.

#### 4. (Segue) Il contratto di risparmio edilizio c.d. spurio

Ancor più distante dall'archetipo tedesco si rivela l'ulteriore variante che ha preso piede in Italia. Il riferimento è alla figura del c.d. contratto di risparmio edilizio spurio, che si caratterizza per il fatto di consentire al cliente di richiedere, già al momento della sottoscrizione del prodotto, un finanziamento personale (il c.d. mutuo immediato), al fine di conseguire fin da subito la disponibilità della somma necessaria per l'acquisto o la ristrutturazione degli immobili, senza dover attendere il raggiungimento

11 Naturalmente, la struttura della operazione ravvisabile nel concreto è destinata ad incidere sulla soluzione dei problemi specifici. Così è da dire ad esempio per la dibattuta questione della legittimità della clausola che autorizza l'intermediario creditizio a scomputare e a trattenere una determinata somma, a titolo di "diritto di stipula", rispetto al montante da restituire al cliente, in esito alla manifestazione da parte di quest'ultimo della volontà di recedere dal rapporto con la fase di accumulo ancora in corso. Appare invero di intuitiva evidenza come una voce siffatta possa avere un senso nell'ipotesi in cui si abbia un genuino *Bausparvertrag* (prestandosi ad essere considerata come il corrispettivo per l'istruttoria svolta prima della sottoscrizione del contratto o, alternativamente, del diritto alla concessione del finanziamento al termine della prima fase del rapporto); mentre si rivela priva di giustificazione, allorché l'erogazione del successivo prestito risulti soltanto eventuale (lo svolgimento dell'attività istruttoria essendo rinviata al momento dell'ipotetico passaggio oppure mancando una opzione da remunerare). Per il condivisibile suggerimento di affrontare le singole questioni muovendo da una ricostruzione complessiva della figura del contratto di risparmio edilizio anziché adottando un approccio istologico diretto a spacchettare e disassemblare la fattispecie, cfr. M. PISTILLI, *La commissione di stipula*, cit., 50.

12 Cfr. G. MUCCIARONE, *La trasparenza bancaria*, in *Trattato dei contratti* diretto da V. Roppo, V, Milano, 2014, 703.

13 Il riferimento è naturalmente alla pronuncia n. 8770 del 12 maggio 2020 reperibile sul sito [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), con le quali le Sezioni Unite hanno elevato l'indicazione nel regolamento contrattuale del *mark to market* e degli scenari probabilistici a requisito di validità del contratto di interest rate swap, in quanto elementi necessari per consentire al cliente di assumere una scelta consapevole in ordine alla sottoscrizione del derivato. La decisione ha immediatamente suscitato l'interesse della dottrina: per alcuni primi commenti, v. S. PAGLIANTINI, *Dopo le S.U. 8770/2020: i derivati (della P.A.?) e il paradosso di San Pietroburgo*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, 123 ss.; M. ANOLLI - A. PERRONE, *La giurisprudenza italiana sui contratti derivati. Un'analisi interdisciplinare*, in *Riv. dir. banc.* 2020, p. 205 ss.; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Causa variabile e causa meritevole dei derivati*, giugno 2020, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it).

degli obiettivi di accumulo di capitale pattuiti.

Più nel dettaglio, tenuto conto di quanto asserito dal Tribunale di Milano nella pronuncia qui in commento, l'operazione appare descrivibile come la combinazione dei seguenti segmenti: erogazione di un mutuo (c.d. mutuo immediato) assistito da ipoteca<sup>14</sup>; pagamento alla banca di una somma mensile per interessi e di una somma mensile qualificata come risparmio edilizio; successiva erogazione di un ulteriore mutuo (c.d. mutuo definitivo o di assegnazione) ad estinzione del mutuo immediato e con imputazione della somma risparmiata a parziale ammortamento del prestito più recente; inizio dell'ammortamento, con pagamento di una rata mensile di importo uguale alla somma dei due precedenti pagamenti mensili, ma con applicazione di un tasso di interesse inferiore rispetto a quello del mutuo immediato e calcolato sul capitale a scalare.

Raccogliendo gli ulteriori frutti del lavoro ricostruttivo compiuto dal medesimo Giudice deve altresì aggiungersi che: *i*) con il mutuo c.d. definitivo non si ha alcuna erogazione di somme, ma solo un mutamento (*in melius*) del tasso di interesse e l'inizio dell'ammortamento; *ii*) il momento di assegnazione del mutuo c.d. definitivo si rivela contornato da vaghezza, risultando legato a una circostanza (la sufficienza di fondi ricevuti dalla comunità globale di coloro che hanno sottoscritto un contratto di risparmio edilizio con la banca collocatrice del prodotto) che prescinde dal regolare completamento del piano di accumulo concordato con il singolo cliente; *iii*) rilevato che il c.d. mutuo definitivo risulta destinato non all'acquisto o alla ristrutturazione di un immobile, bensì al rimborso di un prestito precedente (il c.d. mutuo immediato), le somme versate a risparmio – pur formalmente da imputarsi a parziale ammortamento del prestito più recente – sarebbero in realtà da considerare come quote di ammortamento del mutuo immediato; *v*) dall'inquadramento delle somme in accumulo come atti di risparmio discenderebbe l'effetto distorsivo che, rispetto al prestito immediato, l'ammortamento non avvenga tempo per tempo, ma solo a partire dalla assegnazione del mutuo definitivo, con la conseguenza che, per un periodo anche considerevole, il cliente si troverà a pagare interessi sull'intera somma originariamente erogata. Ciò posto, se la variante c.d. pura suscita dubbi non in sé ma relativamente al modo con il quale viene

<sup>14</sup> Ad avviso di M. DOMENEGOTTI, *Il contratto di risparmio edilizio*, cit., 19, l'atto di concessione di ipoteca – recando anche la dichiarazione con il quale il cliente riconosce di essere debitore delle somme ricevute – potrebbe essere ritenuto idoneo a fungere da titolo esecutivo per il recupero degli importi erogati con il mutuo immediato, malgrado quest'ultimo venga normalmente concluso sulla base di una semplice scrittura privata.

proposta sul mercato, quella spuria si rivela discutibile già a livello di impianto strutturale<sup>15</sup>.

A ben vedere, l'impressione che si trae dalla ricostruzione del prodotto appena riferita è che, una volta erogato il primo prestito, la sottoscrizione di un piano di accumulo perda il significato che riveste nell'ambito del Bausparvertrag, riducendosi a mero espediente per giustificare – attraverso l'imputazione dei versamenti eseguiti dal cliente a risparmio anziché a rimborso del capitale – il rinvio dell'ammortamento del mutuo immediato al tempo di assegnazione di quello definitivo.

In altre parole, nel prevedere una fase di accumulo malgrado l'intervenuta concessione del credito, la descrittiva dell'affare come evincibile dalla modulistica contrattuale verrebbe ad originare una sorta di scenario virtuale o «metaverso» avente come solo scopo quello di consentire alla banca di non ammortizzare il mutuo immediato malgrado l'incameramento delle quote di rimborso (fittiziamente rubricate come somme a risparmio) e quindi di continuare ad incassare per anni interessi sull'intera somma a suo tempo erogata.

Di fronte alla constatazione di un simile esito, appare inevitabile parlare, in uno con il Tribunale di Milano, di risultato abnorme, stante l'irragionevolezza (rectius l'assenza di idonea giustificazione causale) dell'idea che gli interessi rimangano inalterati sebbene si riduca l'ammontare cui essi fanno riferimento, trattandosi per l'appunto non di un dato autonomo, ma di una grandezza relativa al capitale, che si calcola moltiplicando l'importo di quest'ultimo per il relativo saggio.

Va pertanto condivisa la conclusione del medesimo Giudice di valutare in termini di non meritevolezza la clausola che prevede l'imputazione delle somme mensilmente dovute non ad ammortamento bensì a risparmio e conseguentemente, di dichiarare, ai sensi dell'art. 1419, comma 1 c.c., la nullità del prodotto

---

<sup>15</sup> Il che non esclude che la variante in esame presenti delle criticità anche in punto di reale consapevolezza del cliente rispetto al tipo di operazione realizzata. Basti pensare che un prodotto proposto come creditizio finisce in realtà per atteggiarsi come aleatorio, se non addirittura speculativo, nel momento in cui la concessione del mutuo definitivo viene ad essere subordinata alla circostanza estrinseca costituita dalla sufficienza dei fondi ricevuti dalla comunità globale dei sottoscrittori di tale contratto. Nel decidere una vicenda analoga, il Tribunale di Ravenna, cit., rimprovera alla banca di avere agito in modo scorretto, senza rendere edotto il cliente del contenuto dell'accordo concluso, perché altrimenti «autolesionismo a parte» nessuno avrebbe optato «per un versamento con una resa del 2% annuo da una parte e con un finanziamento dall'altra nettamente più oneroso».

nel suo intero complesso<sup>16</sup>.

Del resto, non può passare inosservato come la c.d. la variante spuria conservi poco o niente della figura madre. In effetti, l'erogazione fin da subito del credito toglie spazio alla possibilità di considerarla un prodotto in grado di orientare pedagogicamente verso una propensione al risparmio e l'assunzione di un debito responsabile; mentre, con la previsione di un mutuo pluriennale non ammortizzabile, vengono pure meno le condizioni per parlare di soluzione vantaggiosa per il cliente.

---

<sup>16</sup> Sulla propagazione della nullità di una parte al tutto e in particolare sulle modalità particolari del giudizio di essenzialità richiesto dall'art. 1419 c.c. quando si tratti di un contratto di impresa, vd. proprio di recente A.A. DOLMETTA, *Fideiussioni bancarie e normativa antitrust: l'urgenza della tutela reale; la qualità della tutela reale*, in *Riv. dir. banc.*, 2022, 1 ss. In effetti, scontata appare la valenza condizionante della clausola censurata dal punto di vista della banca, dal momento che è stata proprio quest'ultima a confezionare il prodotto in esame. Quanto al versante opposto, occorre rilevare che, trattandosi di condizioni generali di contratto, il cliente «si limita ad aderire al modello che gli viene proposto dalla banca, senza venire a discutere le singole clausole che lo compongono e a farle oggetto di trattativa individuale» (così l'Autore appena richiamato, cit., 20). A ciò potendosi aggiungere l'assenza di reali alternative sul mercato, stante la situazione di monopolio che, nei fatti, ha contraddistinto l'offerta del prodotto del contratto di risparmio edilizio.

**SOMMARIO:** 1. Cenni introduttivi. — 2. L'incerta natura obbligatoria o facoltativa delle polizze assicurative abbinate ai contratti di credito. — 3. Il punto di vista della Corte di Cassazione.

### 1. Cenni introduttivi

Con una recente ordinanza (n. 2989 del 1° febbraio 2022) la Corte di Cassazione ha affermato che sono sottoposti all'art. 1, comma 1, del Regolamento ISVAP n. 40/2012<sup>1</sup> i «*contratti di assicurazione "connessi" o "condizionati" ad un contratto di mutuo, per tali dovendosi intendere le polizze la cui stipula è stata pretesa, imposta o capziosamente indotta dal mutuante anche in via di mero fatto, a prescindere dall'inserimento nel contratto di mutuo di clausole formali che ne subordinano la validità o l'efficacia alla stipula del contratto assicurativo*».

La pronuncia, che richiama la dibattuta questione concernente il carattere facoltativo o obbligatorio delle polizze assicurative abbinate a contratti di finanziamento<sup>2</sup>, offre lo spunto per un breve riepilogo della stessa.

### 2. L'incerta natura obbligatoria o facoltativa delle polizze assicurative abbinate ai contratti di credito

È noto che nella prassi commerciale i tradizionali contratti di assicurazione dei rami vita e dei rami danni sono spesso piegati alla realizzazione di una — sia pure indiretta — funzione di garanzia del credito<sup>3</sup>; è altrettanto noto che il fenomeno, designato con la formula "*Payment Protection Insurance*", si manifesta di frequente attraverso l'offerta, tramite il canale bancario, di assicurazioni temporanee per il caso morte connesse a contratti di mutuo di lunga durata, in forza delle quali l'assicuratore è tenuto a corrispondere, in caso di morte del debitore-assicurato, un capitale di entità corrispondente al debito di quest'ultimo verso il finanziatore.

<sup>1</sup> Applicabile *ratione temporis* al caso sottoposto all'attenzione della Suprema Corte.

<sup>2</sup> Sul tema, da ultimo, A. TINA, *Polizze formalmente facoltative ma sostanzialmente obbligatorie*, in *Riv. dir. banc.*, 2022, p. 19 ss.

<sup>3</sup> Tra i principali contributi sul tema si segnalano, senza pretesa di completezza, P. CORRIAS, *Le polizze collegate ai mutui: spunti di riflessione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, p. 135 ss.; A. TINA, *Contratti di finanziamento personale e polizze assicurative: l'estinzione anticipata del finanziamento (art. 125-sexies t.u.b.) mediante attivazione della copertura assicurativa*, in *Giur. comm.*, 2018, p. 789 ss.; S. LANDINI, *Contratti di assicurazione collegati a contratti bancari e tutela dell'assicurato*, in *Ass.*, 2016, 1, pt. 1, p. 5 ss.; P.L. FAUSTI, *Assicurazioni del debitore a "garanzia" dei mutui ipotecari; considerazioni sulla recente disciplina*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, 5, pt. 1, p. 614 ss.

Le criticità riscontrate nell'offerta di tali contratti, legate in particolare al possibile conflitto di interessi della banca distributrice ed all'asimmetria di potere contrattuale nei rapporti col cliente, hanno determinato l'introduzione, a tutti i livelli, di svariate disposizioni a tutela dei soggetti finanziati. Tra queste, quella che più rileva in questa sede è l'art. 28 del D.L. n. 1/2012 (noto anche come "D.L. liberalizzazioni"), qui considerato nella versione risultante dalla conversione nella L. n. 27/2012 ed anteriore alle modifiche introdotte dalla L. n. 124/2017<sup>4</sup>; su tale norma primaria, invero, poggiava il sopra citato Regolamento ISVAP n. 40/2012 sul contenuto minimo delle polizze vita abbinate ai mutui.

Prima della novella ex L. n. 124/2017, l'art. 28 obbligava le banche (o le altre imprese finanziarie) che condizionassero l'erogazione di un mutuo immobiliare o del credito al consumo alla stipulazione di una polizza vita, a sottoporre al cliente almeno due preventivi di due differenti gruppi assicurativi, ad esse non riconducibili, nonché ad accettare l'eventuale diverso contratto di assicurazione liberamente individuato dal cliente sul mercato – ove conforme ai contenuti minimi fissati con il citato Regolamento n. 40<sup>5</sup> – dando seguito all'erogazione del finanziamento a parità di condizioni<sup>6</sup>.

L'introduzione dell'art. 28 nel "D.L. liberalizzazioni" ha posto il problema di delimitarne l'ambito applicativo, ossia di chiarire se il "condizionamento" dell'erogazione del mutuo alla stipulazione della polizza vita – presupposto di applicabilità di tale disposizione e delle norme attuative di cui al citato Reg. n. 40/2012 – ricorra soltanto quando il contratto di finanziamento, con una clausola *ad hoc*, preveda espressamente la polizza come condizione di erogazione del finanziamento (c.d. polizza "negozialmente obbligatoria"); o possa, al contrario, ritenersi integrato anche in assenza di simili previsioni contrattuali, ove la sottoscrizione della polizza sia stata di fatto pretesa dal finanziatore.

<sup>4</sup> Sul quale v., ampiamente, G.G. PERUZZO, *L'art. 28 D. Liberalizzazioni e l'abbinamento delle polizze ai mutui*, in *Le assicurazioni abbinate ai finanziamenti*, a cura di P. Marano e M. Siri, Milano, 2016, p. 149 ss.

<sup>5</sup> Sulla portata dei contenuti minimi dei contratti di assicurazione sulla vita di cui al citato art. 28, delineati dal Regolamento ISVAP n. 40/2012, v. più diffusamente G. MARTINA, *Il contratto di assicurazione sulla vita finalizzato all'erogazione di un mutuo immobiliare tra misure legislative urgenti, regolamentazione dell'Autorità di vertice del settore assicurativo e prospettive de jure condendo*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2015, p. 295 ss., spec. 302 ss.

<sup>6</sup> Nella versione attuale, risultante dalle modifiche introdotte dalla citata L. n. 214/2017, l'art. 28 del "D.L. liberalizzazioni" estende il proprio ambito applicativo su due fronti: da un lato, considera ora anche i contratti di assicurazione dei rami danni abbinati a finanziamenti; dall'altro, pone a carico delle banche l'obbligo di accettare la polizza autonomamente reperita dal cliente sul mercato, senza apportare variazioni alle condizioni offerte, non soltanto quando condizioni il finanziamento alla stipulazione di un contratto assicurativo, ma anche quando l'offerta della polizza sia semplicemente connessa all'erogazione del credito. Tuttavia, ove sia necessaria per ottenere il finanziamento o per ottenerlo alle condizioni offerte, la polizza presentata dal cliente deve avere contenuti minimi corrispondenti a quelli richiesti dal finanziatore.

In proposito, la dottrina ha opportunamente messo in luce la necessità di distinguere il “condizionamento” della concessione del credito alla stipulazione di una polizza vita, rilevante ai sensi e per gli effetti del citato art. 28, dalla “obbligatorietà negoziale” della polizza<sup>7</sup>, estendendosi la portata del primo anche al “semplice condizionamento di fatto che non sia calato in una prescrizione vincolante nel contenuto contrattuale”<sup>8</sup>; un’ipotesi, quest’ultima, riscontrabile in concreto allorquando la stipulazione del contratto di assicurazione, pur formalmente facoltativo, incida sulle condizioni del finanziamento<sup>9</sup>.

In questo contesto, si è poi reso necessario valutare se ed a quali condizioni una polizza assicurativa facoltativa possa ritenersi sostanzialmente obbligatoria, anche a dispetto della qualificazione formale della stessa contenuta nel contratto di mutuo.

Un importante contributo in tal senso è giunto dal Collegio di Coordinamento<sup>10</sup> dell’Arbitro Bancario Finanziario, chiamato a pronunciarsi sull’obbligatorietà o meno delle polizze in esame nell’ambito del contenzioso sul calcolo del TAEG dei contratti di credito al consumo e, segnatamente, ai fini dell’applicabilità dell’art. 121, co. 2, t.u.b.; quest’ultimo impone, infatti, ai finanziatori di includere nel costo totale del credito i costi relativi a servizi accessori connessi, compresi i premi assicurativi, se la conclusione del contratto accessorio “è un requisito per ottenere il credito, o per ottenerlo alle condizioni offerte”<sup>11</sup>.

In proposito, il Collegio di Coordinamento ha chiarito che la polizza abbinata ad un finanziamento deve presumersi<sup>12</sup> obbligatoria, pur risultando formalmente facoltativa, ogni qualvolta il mutuatario-assicurato provi che il contratto assicurativo: (i) ha funzione di copertura del credito; (ii) è stato stipulato con-

---

7 Cfr. O. CALEO, *Le polizze assicurative connesse ai mutui e garanzia del credito*, in *Obbl. contr.*, 2012, p. 764 s.; G. MARTINA, *Il contratto di assicurazione sulla vita finalizzato all'erogazione di un mutuo immobiliare tra misure legislative urgenti, regolamentazione dell'Autorità di vertice del settore assicurativo e prospettive de jure condendo*, cit., p. 317 s.; M. SIRI, *La protezione dell'assicurato mutuatario nel codice del consumo*, in *Le assicurazioni abbinate ai finanziamenti*, a cura di P. Marano e M. Siri, cit., p. 65 s.

8 Così O. CALEO, *Le polizze assicurative connesse ai mutui e garanzia del credito*, cit., p. 774 s.

9 Cfr. M. SIRI, *La protezione dell'assicurato mutuatario nel codice del consumo*, cit., p. 66; G.G. PERUZZO, *L'art. 28 D. Liberalizzazioni e l'abbinamento delle polizze ai mutui*, cit., p. 167.

10 ABF, Coll. coord., 12 settembre 2017, nn. 10617, 10620, 10621; ABF, Coll. coord., 25 ottobre 2017, n. 13316; ABF, Coll. coord. 25 gennaio 2018, n. 2397.

11 Si esprimono in senso conforme le Disposizioni della Banca d'Italia in materia di “Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari” (Sezione VII, sub. 4.2.4.).

12 Sul sistema di presunzioni elaborato dall'ABF si vedano i rilievi critici di A. TINA, *Polizze formalmente facoltative ma sostanzialmente obbligatorie*, in *Riv. dir. banc.*, 2022, p. 34 ss.; F. QUARTA, *Assicurazione e costo totale del credito. Rilevanza della payment protection insurance nel computo del TAEG*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, I, p. 27 ss.

testualmente al contratto di finanziamento e ha la stessa durata di questo; (iii) garantisce un indennizzo parametrato al debito residuo.

Lo stesso Collegio di coordinamento ha comunque ammesso l'intermediario finanziatore a fornire elementi di prova di segno contrario quali: (i) l'aver proposto al cliente una comparazione dei costi dalla quale risulti che il finanziamento sarebbe stato offerto alle stesse condizioni anche se privo di copertura assicurativa; (ii) l'aver offerto condizioni di finanziamento simili, in assenza di garanzia, ad altri soggetti aventi il medesimo merito creditizio<sup>13</sup>; (iii) l'aver riconosciuto al cliente, per tutta la durata del rapporto, il diritto di recedere dal contratto di assicurazione gratuitamente e senza variazioni negative del finanziamento<sup>14</sup>.

### 3. Il punto di vista della Corte di Cassazione

Tornando alla recente pronuncia della Corte di Cassazione dalla quale ha preso le mosse questa sintetica digressione sul tema, la Suprema Corte ha chiarito che un'interpretazione della disciplina sopra richiamata (artt. 28 D.L. n. 1/2012 e 1 Reg. ISVAP n. 40/2012), tale da restringerne la portata applicativa alle sole polizze assicurative "negozialmente obbligatorie", si porrebbe in contrasto sia con il tenore letterale delle norme richiamate, sia con la *ratio* di tali disposizioni, chiaramente ravvisabile nella volontà legislativa di contrastare la prassi bancaria dell'abbinamento sistematico del mutuo ad un contratto di assicurazione sulla vita che in realtà è facoltativo.

Pertanto, il contratto di assicurazione che si ponga in contrasto con il modello predefinito in via regolamentare dall'Autorità di settore deve ritenersi nullo, con sostituzione automatica della clausola negoziale difforme ex art. 1339 c.c., non soltanto quando sia stato contrattualmente previsto come requisito necessario per l'accesso al credito bensì ogni qualvolta sia stato imposto di fatto dal finanziatore, con condotte idonee a limitare la libertà di scelta del cliente.

Su tali basi, in accoglimento del ricorso del beneficiario, la Suprema Corte ha cassato con rinvio la sentenza impugnata non avendo, a suo dire, la Corte territoriale indagato se nel caso di specie, pur in assenza di una espressa clausola contrattuale, il contratto di assicurazione sulla vita fosse stato di fatto imposto o semplicemente offerto in sottoscrizione al cliente, senza alcuna compressione della

<sup>13</sup> Tale onere è stato in taluni casi ritenuto assolto dal finanziatore: è il caso, fra gli altri, di ABF Palermo, 28 dicembre 2020, n. 23718 e ABF Napoli, 24 aprile 2018, n. 8966.

<sup>14</sup> Cfr. ABF, Coll. coord., 26 luglio 2018, n. 16291; più di recente, ABF Bari, 22 agosto 2019, n. 19831.

**SOMMARIO:** 1. Premessa. - 2. Interessi di mora e interessi corrispettivi: presunta disomogeneità dei tassi e soglie antiusura. - 2.1. Gli interessi di mora rilevano ai fini della verifica delle soglie di usura: tesi "restrittiva". - 2.2. Gli interessi di mora rilevano ai fini della verifica delle soglie di usura: tesi "estensiva". - 3. Applicabilità della disciplina antiusura agli interessi moratori. - 4. Le rilevazioni di Banca d'Italia e il c.d. "tasso soglia moratorio": rilievi critici e il c.d. principio di simmetria. - 5. L'accertamento dell'usura degli interessi di mora: applicazione dell'art. 1224, comma 1, c.c. e conseguente debenza degli interessi corrispettivi lecitamente convenuti. 6. Ulteriori considerazioni: l'unicità del prestito e il c.d. "tasso complessivo del prestito". - 7. Le tutele a favore del cliente: l'azione di accertamento e la disciplina consumeristica. - 8. Considerazioni conclusive e prospettive future.

## 1. Premessa

Come noto, la sentenza in commento<sup>1</sup> si inserisce in un quadro giurisprudenziale particolarmente dibattuto in merito alla rilevanza degli interessi moratori pattuiti tra le parti o determinati unilateralmente dalla banca nell'esercizio dello *ius variandi* di cui all'art. 118 del tub, con riferimento alla verifica del rispetto delle soglie usuarie.

Tale contesto giurisprudenziale ha reso necessario l'intervento delle Sezioni Unite della Cassazione, investite della questione in seguito all'ordinanza del 22 ottobre 2019, n. 26946<sup>2</sup> della prima Sezione Civile.

La sentenza della Suprema Corte era fortemente attesa e la soluzione adottata dai giudici di Cassazione ha certamente fatto molto discutere gli interpreti e operatori del diritto.

A distanza di poco più di un anno dalla pubblicazione della sentenza n. 19597/2020, pare opportuna una

<sup>1</sup> Cass., Sez. Un., 18 settembre 2020, n. 19597.

<sup>2</sup> Ord. Cass. Civ., sez. I, 22 ottobre 2019, n. 26946, con la quale sono stati posti all'attenzione della Suprema Corte i seguenti quesiti:

a) se, alla luce del tenore letterale degli artt. 644 c.p. e 2 della legge n. 108/1996, nonché delle indicazioni emergenti dai lavori preparatori della medesima legge, sia consentito escludere l'assoggettamento degli interessi di mora alla disciplina antiusura in quanto non costituenti oggetto di rilevazione ai fini della determinazione del TEGM;

b) in caso contrario, se, ai fini della verifica del carattere usurario degli interessi, sia sufficiente la comparazione con il tasso soglia determinato in base alla rilevazione del TEGM di cui all'art. 2, comma 1, della legge n. 108/1996, oppure se la mera rilevazione del relativo tasso medio imponga di verificarne l'avvenuto superamento nel caso concreto e con quali modalità.

disamina dei principi espressi in quella sede dalla Suprema Corte e delle prime valutazioni in merito espresse da parte della dottrina e della giurisprudenza successiva.

Oltre a ripercorrere i principali rilevi critici evidenziati dalla dottrina fino ad ora, un ulteriore aspetto che merita particolare attenzione, è il fatto che il principio espresso dagli Ermellini, secondo cui in caso di accertata usurarietà degli interessi moratori sono comunque dovuti gli interessi corrispettivi correttamente pattuiti, non pare tenere in considerazione il fatto che il prestito erogato dalla banca in favore del cliente è unico, così come è unico l'interesse applicato al suddetto prestito, anche se calcolato con tassi differenti. Verrà poi analizzato il c.d. "tasso complessivo del prestito", inteso come tasso medio ponderato ottenuto rapportando la somma di tutti gli interessi pagati (corrispettivi e moratori) al capitale prestatato (v. *infra* par. 6), al fine di cercare di comprendere se la soluzione adottata con la citata sentenza della Suprema Corte sia effettivamente coerente con la corretta applicazione della tecnica bancaria.

Si svolgeranno inoltre alcune riflessioni in merito ai richiami effettuati dalla Suprema Corte rispetto alla giurisprudenza della Corte di Giustizia (C. Giust. UE, Banco Santander SA, cause riunite C-96/16 e C-94/17<sup>3</sup> e C. Giust. Unicaja Banco e Caixabank, cause riunite C-482/13, C-484/13, C-485/13 e C-487/13<sup>4</sup>) a sostegno del proprio percorso motivazionale.

## **2. Interessi di mora e interessi corrispettivi: presunta disomogeneità dei tassi e soglie antiusura**

### **2.1. Gli interessi di mora rilevano ai fini della verifica delle soglie di usura: tesi "restrittiva"**

In primo luogo, si ritiene utile una disamina dei principali argomenti portati a sostegno delle due contrapposte tesi in merito alla rilevanza degli interessi moratori rispetto alla verifica del rispetto delle soglie di usura, che hanno a lungo interessato il dibattito giurisprudenziale e dottrinale sul tema fino a giungere all'attenzione delle Sezioni Unite.

Appare utile esaminare i suddetti orientamenti e gli argomenti posti a sostegno delle due contrapposte tesi (ripercorsi dai giudici di Cassazione nel proprio percorso argomentativo, v. pag. 9 e ss. della sentenza n. 19597/2020), anche al fine di meglio comprendere e analizzare il principio di diritto enunciato dalle Sezioni Unite con la sentenza in commento.

<sup>3</sup> C. Giust. UE, sez. V, 7 agosto 2018, cause riunite C - 96/16 e C-94/17.

<sup>4</sup> C. Giust. UE, sez. I, 21 gennaio 2015, cause riunite C-482/13, C-484/13, C-485/13 e C-487/13.

La tesi secondo cui gli interessi di mora non dovrebbero rientrare nella verifica delle soglie di usura (c.d. "tesi restrittiva"<sup>5</sup>) si fonda, tra i vari argomenti, sul presupposto che gli interessi di mora abbiano natura giuridica diversa rispetto agli interessi corrispettivi.

Una prima argomentazione a sostegno di tale orientamento, veniva individuata dai sostenitori della tesi "restrittiva" nella lettera dell'art. 644 c.p. il quale, secondo tale impostazione, parrebbe circoscrivere la valutazione "dell'interesse usurario" entro il perimetro degli interessi corrispettivi<sup>6</sup>. Tale assunto troverebbe conferma nella differenza sussistente tra l'interesse corrispettivo e l'interesse moratorio, poiché l'interesse moratorio sarebbe assimilabile ad una clausola penale, prevista per il ritardo o per l'inadempimento, di cui all'art. 1382 c.c.

Come noto, infatti, la disciplina della clausola penale prevede che, nel caso in cui la suddetta clausola fosse ritenuta eccessiva, si possa richiedere una riduzione in via equitativa all'autorità giudiziaria.

Secondo i sostenitori della tesi "restrittiva", l'ordinamento avrebbe quindi già previsto a livello di normativa primaria il corretto strumento teso a porre rimedio alla sproporzione tra le prestazioni e, di conseguenza, non si dovrebbe fare ricorso al meccanismo di cui all'art. 1815 c.c.

Alla stregua di tale impostazione, pertanto, l'interesse moratorio avrebbe una *ratio* e una funzione differente rispetto all'interesse corrispettivo, poiché il primo risponderebbe alla logica dell'inadempimento, mentre il secondo risponderebbe alla logica della naturale fecondità del denaro. L'interesse corrispettivo avrebbe, infatti, una natura remunerativa, tesa a corrispondere un'utilità per il mancato godimento del bene e in forza della naturale fecondità del denaro. L'interesse moratorio, al contrario, avrebbe solo natura risarcitoria e sarebbe riconducibile allo schema della clausola penale, teso a fornire una liquidazione forfettaria minima per ristorare del danno patito dal soggetto per il ritardo nell'adempimento.

L'interesse corrispettivo avrebbe poi la caratteristica di essere un interesse "effettivo", ossia un interesse che deve essere corrisposto al creditore regolarmente. Al contrario, l'interesse moratorio sarebbe un interesse solo "eventuale" che andrebbe erogato solo in caso di inadempimento.

<sup>5</sup> Tesi sostenuta principalmente dall'ABF e da alcune pronunce di merito, a titolo esemplificativo s.v. in particolare Trib. di Roma sentenza n. 11764 del 2020.

<sup>6</sup> Ciò in quanto la *ratio* della norma sarebbe la stessa che anima l'art. 1815 c.c., sancendo entrambe la tutela del medesimo bene giuridico, ossia il divieto di sproporzione tra le prestazioni. In tal senso non si dovrebbe attribuire una diversità di significati alle due disposizioni, civilistica e penalistica, attribuendo rilevanza ai soli interessi corrispettivi.

Alla stregua di quanto affermato, la diversa natura dell'interesse corrispettivo rispetto a quello moratorio, giustificherebbe il fatto che la norma penale (e la norma civile di conseguenza) prendano in considerazione solo l'interesse corrispettivo.

Ancora, la previsione dell'art. 1284, co. 4 c.c. sancisce che «se le parti non ne hanno determinato la misura, dal momento in cui è proposta domanda giudiziale il saggio degli interessi legali è pari a quello previsto dalla legislazione speciale relativa ai ritardi di pagamento nelle transazioni commerciali». Considerato che di regola il tasso previsto dalla disciplina speciale di cui all'art. 5 d.lgs. n. 231 del 2002 è superiore al tasso soglia usurario, i sostenitori della tesi "restrittiva" hanno richiamato tale aspetto per concludere nel senso che non potrebbero avere rilevanza gli interessi moratori convenzionali, poiché, in caso contrario, la norma ammetterebbe "un'usura legale".

Oltre a tutte le considerazioni esposte, tuttavia, uno degli argomenti che maggiormente ha contribuito a rafforzare la teoria secondo cui l'interesse di mora non dovesse rientrare nel calcolo dell'usura, è stato il contenuto delle Istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia.

Nel dettaglio, le Istruzioni della Vigilanza relative alle rilevazioni dei Tassi Medi applicati dalle banche e dagli intermediari ogni trimestre, affermano che dal «calcolo del tasso» rilevante ai fini dell'usura «sono esclusi (...) gli interessi di mora e gli oneri assimilabili contrattualmente previsti per il caso di inadempimento di un obbligo». In via correlata, i decreti trimestrali non includono la voce moratoria nel conto, e pertanto si legge «i tassi effettivi globali medi (...) non sono comprensivi degli interessi di mora contrattualmente previsti per i casi di ritardato pagamento».

Secondo tale impostazione, alla luce del c.d. "principio di simmetria", se il TEGM non prende in esame il tasso di mora, tale voce di costo non dovrebbe rientrare neanche nella verifica del rispetto delle soglie usuarie del singolo rapporto.

## **2.2. Gli interessi di mora rilevano ai fini della verifica delle soglie di usura: tesi "estensiva"**

I sostenitori della contrapposta "tesi estensiva", che riconduce nel calcolo del tasso di usura anche gli interessi moratori, hanno di contro posto in luce molteplici argomenti<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Tesi sostenuta dalla più recente giurisprudenza di legittimità, tra cui: Cass. Civ. 17 ottobre 2019, n. 26286; Cass. Civ. 13 settembre 2019, n. 22890, Cass. Civ. 30 ottobre 2018, n. 27442; Cass. Civ. 6 marzo 2017, n. 5598; Cass. Civ. 9 gennaio 2013, n. 350; Cass. Civ. 4 aprile 2003, n. 5324; s.v. anche Corte Cost. 25 febbraio 2002, n. 29.

*In primis*, il fatto di qualificare gli interessi di mora come interessi "speculari" rispetto agli interessi corrispettivi, considerandoli dotati della medesima funzione, ossia quella di risarcire e riparare il danno derivante dalla indisponibilità del denaro subito dal creditore. Si parla infatti di "omogeneità funzionale" dei due interessi<sup>8</sup>, a prescindere dal fatto che materialmente tale remunerazione sia collocata nella fase fisiologica o patologica del rapporto. Pertanto, se la *ratio* e la funzione sono identiche, gli interessi moratori devono rilevare ai fini del calcolo del tasso di usura.

Questa prospettiva troverebbe un doppio riscontro sia nel dato normativo sia nel dato letterale.

In secondo luogo, è stato evidenziato il contenuto dell'art. 1224 c.c. co. 1, ultimo periodo, in quanto la norma prevede che se prima della mora erano dovuti interessi in misura superiore a quella legale, gli interessi moratori sono dovuti nella stessa misura. Ciò significa che se le parti hanno convenuto interessi corrispettivi in misura superiore a quella legale (purché inferiore al tasso soglia) e non è stata convenuta la misura degli interessi moratori, a questi ultimi si applica lo stesso tasso previsto per quelli corrispettivi. Secondo tale impostazione, pertanto, sarebbe lo stesso codice civile ad equipararli, trattando gli interessi moratori alla stregua degli interessi corrispettivi, e riconducendoli sotto l'alveo dell'art. del 1815, co. 2<sup>o</sup>.

Ulteriore testuale conferma di tale assunto, si ricaverebbe dall'art. 644 c.p. il quale, come più volte ribadito, fa riferimento alle "remunerazioni" a "qualunque titolo".

Altro riscontro normativo a sostegno di tale orientamento sarebbe rappresentato dal d.l. 394 del 2000, art. 1<sup>o</sup>, in cui vengono richiamati gli "interessi convenuti a qualsiasi titolo" e, di conseguenza, sarebbero ricompresi nella citata disposizione anche gli interessi moratori dovuti per il ritardo nell'adempimento dell'obbligazione pecuniaria.

Inoltre, la relazione governativa di accompagnamento al menzionato d.l. fa espresso riferimento a ogni tipologia di interesse che rileva nel calcolo del tasso di usura, sia esso corrispettivo, compensativo o moratorio.

<sup>8</sup> Cfr. anche sul punto Trib. Massa, ord. 23 marzo 2016.

<sup>9</sup> Ai sensi dell'art. 1, 1<sup>o</sup> co. d.l. 29/12/00 n. 394, di interpretazione autentica della L. 108/96, secondo cui sono considerati usurari, ai fini di cui all'art. 644 c.p. e dell'art. 1815 cod. c.c., gli interessi che superano il limite di legge "nel momento in cui essi sono promessi o comunque convenuti, a qualunque titolo, indipendentemente dal momento del loro pagamento".

Di conseguenza, i sostenitori della tesi "estensiva" intravedevano un'espressa volontà del legislatore nel dare rilevanza all'interesse moratorio nel calcolo dell'usura.

Proseguendo nella disamina della tesi estensiva, occorre rilevare che la mancata indicazione dell'interesse di mora nel TEGM risponde ad un'esigenza ben precisa, in quanto il Tasso Medio ha lo scopo di fornire il dato statistico in merito a quale sia il costo medio del credito in un dato momento storico-economico.

A tal proposito, le Istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia, hanno escluso dalle voci di costo da inserire nel calcolo del Tasso Medio, classi di operazioni creditizie che rappresentano forme di "credito agevolato", come ad es. i "finanziamenti infragruppo" o i prestiti effettuati ai dipendenti di banca. Allo stesso modo, sono escluse quelle voci che segnalano forme di patologia connesse all'erogazione del credito, ad es. "crediti a sofferenza", "crediti revocati/ristrutturati".

La *ratio* di tali esclusioni è che tutte quelle voci di costo relative a forme di credito agevolato (che possono determinare il ricorso a tassi più favorevoli) o di situazioni di patologia, non sono voci di costo standardizzabili e replicabili *erga omnes*, poiché rappresentano un costo del credito peculiare, legato a situazioni specifiche che esulano dalla normalità operativa. Inserirli nel Tasso Medio vorrebbe dire inficiare un dato, in un senso o nell'altro, che nasce per essere la rappresentazione numerica del costo medio - statistico, attendibile per una molteplicità di operazioni. La rilevazione del costo medio deve essere effettuata nella fase di fisiologia del rapporto e, per tale ragione, anche la mora è rimasta esclusa dalle Istruzioni di Vigilanza. In caso contrario, l'inserimento di tale voce di costo, comminata al cliente in una situazione di patologia del rapporto, porterebbe ad una lievitazione del Tasso Medio del credito, che invece deve costituire un "calmiere" dei costi generalmente applicati alla clientela, e non delle peculiarità del singolo caso.

Cosa ben diversa, invece, è la *ratio* che anima la legge n.108 del 1996, che invece richiede di prendere in considerazioni "tutti" i costi connessi all'erogazione del credito nella situazione specifica. Pertanto, si potrà (e si dovrà) tenere conto di eventuali tassi di interesse agevolati (come nel caso di eventuali operazioni infragruppo concesse a tassi di interesse migliorativi), se materialmente applicati al cliente e, allo stesso modo, sarà necessario conteggiare ulteriori costi, come la mora e altri oneri effettivamente comminati al cliente.

Tale esclusione, appare quindi più che condivisibile, in quanto l'inserimento del tasso di mora porterebbe ad un innalzamento del TEGM e, di conseguenza, del tasso soglia, escludendo dalla normativa

antiusura numerose operazioni.

Infine, non rilevarebbe quanto indicato all'art. 1284, comma 4 c.c., ovvero, che dal momento in cui è proposta domanda giudiziale il saggio degli interessi legali è pari a quello previsto dalla legislazione speciale relativa ai ritardi di pagamento nelle transazioni commerciali. Ciò in quanto, in tal caso, il maggior tasso ha la specifica funzione sanzionatoria a carico del debitore inadempiente, che persevera nell'inadempimento anche dopo la proposizione della domanda giudiziale (che risulterà fondata) e non discende dalla semplice mora.

Tutto quanto esposto, porterebbe ad escluderebbe la cogenza del c.d. principio di simmetria, anche in forza del fatto che la legge ha previsto uno spread tra TEGM e tasso – soglia, tollerato dal sistema, proprio al fine di lasciare uno spazio ulteriore rispetto ai parametri di mercato (v. pag. 15 della sentenza in commento).

Si precisa, per completezza, che la rilevanza della mora nella verifica del rispetto delle soglie di usura, non deve essere in alcun modo intesa come "sommatoria dei tassi" (come da alcuni erroneamente sostenuto) che rappresenterebbe un grave errore giuridico e matematico. Bensì, deve intendersi nel senso che l'interesse di mora deve rientrare nella verifica delle soglie di usura quale costo connesso all'erogazione del credito.

La circostanza che frequentemente il tasso di mora sia espresso come maggiorazione del tasso corrispettivo pattuito, ha infatti ingenerato errori interpretativi in quanto non è il tasso di mora che va sommato al tasso corrispettivo, bensì è la maggiorazione che va sommata al tasso corrispettivo per ottenere il tasso di mora. I due tassi si succedono, non si sommano: a seguito dell'inadempimento non

si realizza alcun cumulo, bensì, sono dovuti solo gli interessi di mora<sup>10</sup>.

### **3. Applicabilità della disciplina antiusura agli interessi moratori**

Con la sentenza n. 19597 del 2020, la Suprema Corte ha sancito che il "criterio-guida" della propria decisione sarebbe stata la *ratio* del divieto di usura e le finalità che con esso si siano intese perseguire (pag. 10 della sentenza). In particolare, continua la Corte, rilevano e conseguentemente fanno propendere per l'adesione alla tesi estensiva, che vuole anche il tasso di mora assoggettato alla normativa antiusura, l'esigenza di piena tutela del soggetto debitore e la circostanza che il concetto di interesse usurario e la relativa disciplina repressiva non possono dirsi estranei agli interessi moratori<sup>11</sup>.

In primo luogo appare certamente condivisibile che la Corte abbia sancito, si spera definitivamente, il principio dell'applicabilità della disciplina antiusura agli interessi moratori, sanzionando sia la patuità degli interessi eccessivi convenuti al momento della stipula del contratto, sia la promessa di

---

<sup>10</sup> Sul punto s.v. Ord. Cass. Civ., sez. III, 17 ottobre 2019, n. 26286, *cit.*, che ha espressamente chiarito il fatto che «quello del "cumulo" degli interessi corrispettivi e moratori nei rapporti bancari è, in realtà, un falso problema». Ciò in quanto «il cliente, dal giorno in cui diviene moroso, è tenuto a corrispondere anche lo spread che costituisce la maggiorazione convenzionale degli interessi moratori. Ora, se il rapporto fosse definitivamente "chiuso" (id est, se l'intermediario avesse esercitato il potere di recesso unilaterale), non vi sarebbe nessuna incertezza nel qualificare l'intero interesse percepito come avente natura moratoria. Nella misura in cui, invece, il rapporto è ancora "aperto", vi è la sensazione che il cliente continui a corrispondere l'interesse corrispettivo quale remunerazione per il godimento del denaro ed inoltre l'interesse moratorio per il ritardato adempimento. In questa prospettiva, l'interesse di mora (costituito dal solo spread) sembra cumularsi con l'interesse corrispettivo, conservando ciascuno dei due la propria individualità, funzione giuridica e autonomia causale. A chi ravvisa, in questa evenienza, un vero e proprio "cumulo" si deve però controbattere che l'art. 1224 c.c. prevede espressamente che dal giorno della mora sono dovuti gli interessi moratori nella stessa misura degli interessi previsti "prima della mora", ossia a titolo corrispettivo. Ne deriva, dunque, che pure in questa ipotesi non si determina alcun "cumulo" effettivo. Gli interessi corrisposti dal cliente moroso sono tutti di natura moratoria, sia per quel che concerne la maggiorazione prevista dal contratto nel caso di ritardato pagamento, sia per la parte corrispondente, nell'ammontare, agli interessi corrispettivi previsti "prima della mora" ma che, per effetto di quest'ultima, ha cambiato natura, così come testualmente disposto dall'art. 1224 c.c. (...) Una volta costituito in mora, gli interessi che il cliente è tenuto a corrispondere hanno tutti natura moratoria, a prescindere dai criteri negoziali di determinazione del tasso convenzionale di mora. Ed è così sia nel caso il cui il rapporto sia stato definitivamente "chiuso", sia quando il rapporto è ancora pendente».

<sup>11</sup> Ai fini della decisione le Sezioni Unite non hanno ritenuto "dirimenti": l'argomento letterale" delle disposizioni relative alla disciplina antiusura ("essendo non univoci gli indici relativi"); l'argomento "storico", "perché la disciplina è mutevole" ed il legislatore non è tenuto "a porsi in necessaria continuità con le scelte e le nozioni pregresse"; l'argomento della "sottrazione del denaro dalla disponibilità del creditore per attribuirlo al debitore" e conseguente capacità di remunerare il mancato godimento d'un capitale, "in quanto meramente descrittivo e non ordinante, esprimendo invero l'interesse di mora entrambe le funzioni, remuneratoria e sanzionatoria"; l'argomento della "mancata rilevazione del tasso di mora nel T.E.G.M. da parte dei decreti ministeriali", che costituisce un "evento meramente accidentale privo di valenza ermeneutica" (pag. 10 della sentenza).

qualsiasi somma usuraria sia dovuta in relazione al contratto concluso.

Pertanto, la disciplina prevista dall'ordinamento con riguardo agli interessi usurari (artt. 1815 c.c. e 644 c.p., nonché 2 legge n. 108/1996, D.L. n. 394/2000, convertito dalla legge n. 24/2001, e relativi decreti ministeriali, nella specie D.M. 22 marzo 2002) è estensibile anche agli interessi moratori (e non solo agli interessi corrispettivi).

Le Sezioni Unite, attribuendo agli interessi moratori *«natura di liquidazione forfettaria e preventiva del danno»*, ne fanno però discendere *«l'inquadrabilità nell'art. 1382 c.c., strutturandosi il patto sugli interessi moratori come un tipo di clausola penale»* e riconoscendo poi agli interessi di mora rispetto agli interessi corrispettivi, una diversa *«intensità del cd. rischio creditorio»*. Pertanto, *«il creditore dovrà ricomprendervi il costo dell'attivazione degli strumenti di tutela del diritto insoddisfatto»* – sostenendo che in relazione a tale rischio, l'intermediario può determinare i tassi applicabili (ex artt. 120-undecies e 124-bis del TUB) *«ma anche tale costo deve soggiacere ai limiti antiusura»* (pag. 18 e 19 della sentenza).

Seppur non sia possibile in questa sede approfondire appieno il tema, che meriterebbe una trattazione a parte, non ci si può esimere dal rilevare che, per stessa ammissione delle Sezioni Unite, *«il merito creditizio del cliente determina in concreto la misura degli interessi moratori»*. Sorge quindi spontaneo chiedersi in che modo tale merito creditizio venga in concreto determinato, considerato che per espressa indicazione della Suprema Corte, risulta essere un elemento determinante nello stabilire il costo di effettivo accesso al credito.

Proseguendo nell'analisi della sentenza in commento, la Corte ha preso in considerazione la normativa comunitaria di trasparenza sul credito al consumo – secondo la quale il T.E.G. è determinato sulla base del costo totale del credito per il consumatore, ad eccezione di eventuali penali per l'inadempimento<sup>12</sup> – la quale *“non sembra confliggere con l'autonomo rilievo, a fini civili e penali, della disciplina di contrasto all'usura”*.

Del resto, l'esclusione dell'interesse di mora dal calcolo del tasso di usura, avrebbe inevitabilmente determinato un approccio a favore della parte più forte del rapporto negoziale.

In questo senso, il Supremo Consesso ha aderito all'interpretazione “estensiva” e pare aver adottato l'impostazione maggiormente condivisibile in forza del principio di solidarietà, di non sproporzione e

<sup>12</sup> Cfr. art. 19 direttiva 2008/48/CE; art. 4, comma 13, direttiva 2014/17/UE.

di equilibrio dei rapporti e delle prestazioni. Inoltre, parrebbe essere la chiave di lettura più consona anche in relazione all'interpretazione più corretta dell'art. 644 c.p.

Dall'altro lato, gli esiti a cui è giunta la decisione della Corte di Cassazione hanno destato forti perplessità da parte degli interpreti<sup>13</sup>, avendo sensibilmente ridimensionato le conseguenze economiche derivanti dall'effettivo accertamento del superamento delle soglie di usura rispetto agli interessi moratori.

La Corte ha infatti ritenuto che in caso di accertato superamento delle soglie usurarie con riferimento agli interessi di mora, sono comunque dovuti gli interessi corrispettivi correttamente pattuiti (artt. 1815, co. 2 c.c. e 1224, co. 1 c.c.).

Ulteriori perplessità riguardano il parametro di valutazione dell'usurarietà del saggio di interessi richiamato dalle Sezioni Unite<sup>14</sup>.

Di seguito verranno analizzate alcune delle tematiche esaminate dalle Sezioni Unite e che maggiormente hanno fatto discutere gli interpreti e gli studiosi fino ad ora.

<sup>13</sup> In dottrina si ricorda A. DIDONE, *Le Sezioni Unite e l'«usura degli interessi moratori»*. Spunti critici, in *Rivista di diritto bancario*, 2021, fasc. I, sez. II.

<sup>14</sup> I principi di diritto affermati dalle Sezioni Unite con la sentenza n. 19597 del 2020 sono i seguenti:

1. La disciplina antiusura si applica agli interessi moratori, intendendo essa sanzionare la pattuizione di interessi eccessivi convenuti al momento della stipula del contratto quale corrispettivo per la concessione del denaro, ma anche la promessa di qualsiasi somma usuraria sia dovuta in relazione al contratto concluso
2. La mancata indicazione dell'interesse di mora nell'ambito del T.e.g.m. non preclude l'applicazione dei decreti ministeriali, i quali contengano comunque la rilevazione del tasso medio praticato dagli operatori professionali, statisticamente rilevato in modo del pari oggettivo ed unitario, essendo questo idoneo a palesare che una clausola sugli interessi moratori sia usuraria, perché "fuori mercato", donde la formula: "T.e.g.m., più la maggiorazione media degli interessi moratori, il tutto moltiplicato per il coefficiente in aumento, più i punti percentuali aggiuntivi, previsti quale ulteriore tolleranza dal predetto decreto".
3. Ove i decreti ministeriali non rechino neppure l'indicazione della maggiorazione media dei moratori, resta il termine di confronto del T.e.g.m. così come rilevato, con la maggiorazione ivi prevista.
4. Si applica l'art. 1815, comma 2, cod. civ., onde non sono dovuti gli interessi moratori pattuiti, ma vige l'art. 1224, comma 1, cod. civ., con la conseguente debenza degli interessi nella misura dei corrispettivi lecitamente convenuti.
5. Anche in corso di rapporto sussiste l'interesse ad agire del finanziato per la declaratoria di usurarietà degli interessi pattuiti, tenuto conto del tasso-soglia del momento dell'accordo; una volta verificatosi l'inadempimento ed il presupposto per l'applicazione degli interessi di mora, la valutazione di usurarietà attiene all'interesse in concreto applicato dopo l'inadempimento.
6. Nei contratti conclusi con un consumatore, concorre la tutela prevista dagli artt. 33, comma 2, lett. f e 36, comma 1, del codice del consumo, di cui al d.lgs. n. 206 del 2005, già artt. 1469-bis e 1469-quinquies cod. civ.
7. L'onere probatorio nelle controversie sulla debenza e sulla misura degli interessi moratori, ai sensi dell'art. 2697 cod. civ., si attegga nel senso che, da un lato, il debitore, il quale intenda provare l'entità usuraria degli stessi, ha l'onere di dedurre il tipo contrattuale, la clausola negoziale, il tasso moratorio in concreto applicato, l'eventuale qualità di consumatore, la misura del T.e.g.m. nel periodo considerato, con gli altri elementi contenuti nel decreto ministeriale di riferimento; dall'altro lato, è onere della controparte allegare e provare i fatti modificativi o estintivi dell'altrui diritto.

Un primo aspetto che occorre porre in evidenza, è che la Corte di Cassazione è giunta ad asserire la rilevanza degli interessi di mora ai fini della verifica del rispetto delle soglie usurarie affermando, tuttavia, nel proprio percorso motivazionale che la pronuncia della Corte Costituzionale del 25 febbraio 2002, n. 29 fosse "priva di coerenza", trattandosi di pronuncia sulla mera ammissibilità della questione e, in quanto tale, priva del crisma della inconfutabilità (s.v. pag. 17 della sentenza n. 19597/2020).

Si ricorda che con la pronuncia n. 29 del 25 febbraio 2002<sup>15</sup>, la Corte Costituzionale aveva affermato che il riferimento agli "interessi a qualunque titolo convenuti", contenuto nel d.l. n. 394 del 2000<sup>16</sup> (legge di Interpretazione autentica della legge 7 marzo 1996, n. 108, recante disposizioni in materia di usura), e precisamente nell'art. 1, comma 1, rendeva plausibile l'assunto che "il tasso soglia si riferisca anche gli interessi moratori".

In tale occasione la Corte Costituzionale ha affermato altresì che il regime civilistico della nullità delle clausole contenenti la pattuizione di interessi usurari, è del tutto distinto dal profilo penalistico, ed in sé autosufficiente. Questo sarebbe confermato dal fatto che il legislatore del 1996, redigendo la legge n. 108, abbia provveduto a riscrivere tanto la norma di cui all'art. 644 c.p. quanto, separatamente, quella di cui all'art. 1815, 2° co., c.c. Da ciò ne deriverebbe, secondo l'interpretazione fornita dal giudice delle leggi, che per ottenere la dichiarazione di nullità civilistica della clausola del mutuo che sia ritenuto usurario, ai sensi dell'art. 1815 cod. civ., non sarebbe neppure necessaria la contestazione della fattispecie penale di cui all'art. 644 cod. pen., trattandosi di norma da ritenersi autonoma e in sé sufficiente.

La suddetta pronuncia della Corte Costituzionale ha inoltre rappresentato un importante punto di ri-

<sup>15</sup> C. Cost., 25 febbraio 2002, n. 29, in *Foro It.*, Vol. 125, No. 4, aprile 2002, pp. 933 e ss., con nota di A. PALMIERI.

<sup>16</sup> Decreto legge 29 dicembre 2000, n. 394, in *Gazzetta Ufficiale - serie generale - n. 303 del 30 dicembre 2000*, coordinato con la legge di conversione 28 febbraio 2001, n. 24, recante: "Interpretazione autentica della legge 7 marzo 1996, n. 108, concernente disposizioni in materia di usura".

ferimento per la giurisprudenza successiva<sup>17</sup>, ricordando inoltre che «*la ratio della legge n. 108 del 1996, quale risulta con chiarezza dai lavori preparatori, è quella di contrastare nella maniera più incisiva il fenomeno usurario. Siffatta finalità è stata essenzialmente perseguita, per ciò che interessa il presente giudizio, da un lato rendendo più agevole l'accertamento del reato, attraverso l'individuazione di un tasso obiettivamente usurario e la trasformazione dell'approfittamento dello stato di bisogno, di difficile prova, da elemento costitutivo del reato a circostanza aggravante, dall'altro inasprendo le sanzioni penali e civili connesse alla condotta illecita (articoli 1 e 4 della legge)*» (punto 4.3 della sentenza n. 29 del 2002 Corte Cost.).

La suddetta *ratio* che animava la legge n. 108/1996, per le ragioni esposte in seguito, è stata fortemente ridimensionata a seguito della sentenza delle Sezioni Unite n. 19597/2020.

Appare in proposito estremamente puntuale quanto affermato in dottrina, ovvero che «*non pare dubbio che il tratto della sentenza della Corte Costituzionale, lungi dall'essere una digressione incidentale, costituisca l'affermazione di un vero e proprio principio di diritto: la legge 108 del 1996 si applica anche agli interessi moratori. Sembra dunque scorretto tentare di minimizzare peso e spessore dell'intervento della Corte Costituzionale. Anche perché va osservato, in linea con quanto appena riscontrato, che l'arresto non va affatto nella direzione della «creazione» di un tasso soglia ad hoc per gli interessi moratori, come invece fanno le Sezioni Unite (cfr. n. 3). In realtà, va nel senso di predicare l'unitarietà della considerazione della fattispecie usuraria (cfr. 644 c.p.), come poi più pronunce delle sezioni semplici hanno rilevato*»<sup>18</sup>.

Senza dimenticare poi che la Consulta è l'organo deputato dalla Carta Costituzionale all'interpretazione delle leggi.

<sup>17</sup> Cass. Civ. sez. I, 9 gennaio 2013, n. 350, *cit.* La stessa impostazione si trova recepita dalla pronuncia di Cass. 22 aprile 2000, n. 5286, ove si legge: «*non v'è ragione per escludere l'applicazione [della nuova normativa] anche nell'ipotesi di assunzione dell'obbligazione di corrispondere interessi moratori, risultati di gran lunga eccedenti lo stesso tasso soglia*»; come pure da quella di Cass., 4 aprile 2003, n. 5324: «*il tasso-soglia di cui alla ... legge n. 108/1996 riguarda anche gli interessi moratori*»; oltre che dalla citata Cass., 11 gennaio 2013, n. 603. In tale occasione la Corte afferma che al di sopra dei tassi soglia «*gli interessi corrispettivi e moratori ulteriormente maturati vanno considerati usurari*». Altre sentenze danno poi per presupposto l'indirizzo in discorso (della ricomprensione dei moratori nel calcolo usurario, cioè): si vedano in particolare, sebbene in via non esaustiva, Cass., 26 giugno 2001, n. 8742; Cass., 13 dicembre 2002, n. 17813; Cass., 22 luglio 2005, n. 15497; Cass., 13 maggio 2010, n. 11632 e Cass., 22 aprile 2010, n. 9532. Le ultime sentenze indicate sono incentrate, nello specifico, sulla questione del diritto transitorio (circa l'applicazione della legge del 1996 a contratti stipulati in tempi anteriori, che viene esclusa da tali pronunce pure per gli effetti degli stessi di produzione successiva alla vigenza della detta legge, ai sensi del citato art. 1 decreto legge n. 394/2000).

<sup>18</sup> Così A. DIDONE, *Le Sezioni Unite e l'«usura degli interessi moratori»*. Spunti critici, *cit.* pag. 112.

Affermare a distanza di quasi vent'anni dalla pubblicazione della sentenza n. 29 del 2002 che sarebbe priva di cogenza appare, quantomeno, un'interpretazione discutibile.

#### **4. Le rilevazioni di Banca d'Italia e il c.d. "tasso soglia moratorio": rilievi critici e il c.d. principio di simmetria**

Un ulteriore aspetto che appare poco convincente rispetto a quanto affermato dalle Sezioni Unite, è il richiamo alla c.d. "maggiorazione media degli interessi moratori", che frequentemente viene applicata per determinare il "tasso soglia" degli interessi moratori, diverso dal "tasso soglia ordinario" il quale, secondo questa impostazione, verrebbe circoscritto ai solo interessi corrispettivi.

Come ricordato nei paragrafi che precedono, l'esclusione del tasso di mora dal TEGM risponde ad un'esigenza ben precisa.

E' quindi possibile (o per meglio dire "inevitabile") che il Tasso Medio (TEGM), quale calmiera dei costi applicati alla normale clientela, e il Tasso Effettivo Globale (TEG)<sup>19</sup>, quale costo effettivo dell'operazione, possano essere diversi tra loro, perché diversa è la *ratio* e la funzione che anima le due voci. La disomogeneità dei due indici è pertanto intrinseca nella diversa funzione espressa dagli stessi.

Il ragguglio tra il Tasso Medio e il Tasso Soglia che indica l'eccessiva onerosità del credito concretamente applicato, viene fornito dal cuscinetto previsto *ex lege*<sup>20</sup> e che rappresenta una forbice entro la quale vanno inseriti i costi e le remunerazioni ulteriori rispetto al Tasso Medio. Se le ulteriori remunerazioni concretamente applicate all'operazione restano nella forbice legislativamente prevista, il costo

---

19 Il TEG (Tasso Effettivo Globale) viene impiegato per le verifiche di usurarietà delle operazioni di credito praticate da banche ed altri intermediari finanziari; serve a determinare il tasso massimo che non può essere oltrepassato secondo quanto previsto dalla legge 108/96 contro l'usura. Il TEG viene segnalato su base annuale, dagli intermediari finanziari alla Banca d'Italia, ai fini della determinazione delle soglie d'usura. Dall'aggregazione statistica dei TEG segnalati dagli intermediari, viene determinato il Tasso Effettivo Globale Medio, per ciascuna delle categorie indicate dal Ministro del Tesoro: tale valore, aumentato della metà, viene a costituire la soglia d'usura, oltre la quale si applicano le sanzioni previste dall'art. 644 c.p.

20 Il previgente 4° comma dell'art. 2, legge 108 del 1996, prevedeva che «il limite previsto dal terzo comma dell'art. 644 del codice penale, oltre il quale gli interessi sono sempre usurari, è stabilito nel tasso medio risultante dall'ultima rilevazione pubblicata nella Gazzetta Ufficiale ai sensi del comma 1 relativamente alla categoria di operazioni in cui il credito è compreso, aumentato della metà». Dal 14 maggio 2011 il limite oltre il quale gli interessi sono ritenuti usurari è calcolato aumentando il Tasso Effettivo Globale Medio (TEGM) di un quarto (25%), a cui si aggiungono ulteriori 4 punti percentuali (TSU=TEGM\*1,25+4). La differenza tra il Tasso Soglia e il Tasso Effettivo Globale Medio non può comunque mai essere superiore a otto punti percentuali.

del credito è considerato legislativamente equo, rimanendo entro il TSU. Diversamente, se lo supera, il costo del credito diventa usurario ed è illecito.

Del resto, come ricordato dalle Sezioni Unite con la pronuncia in commento (v. pag. 13 della sentenza), anche la stessa comunicazione della Banca d'Italia del 3 luglio del 2013<sup>21</sup> ha affermato che il mancato rilievo degli interessi moratori da parte dell'autorità amministrativa, discende dall'esigenza di non considerare nella media «operazioni con andamento anomalo» le quali potrebbero addirittura, se incluse nel calcolo, determinare un eccessivo innalzamento delle soglie di usura, in danno della clientela.

Alla luce di tali considerazioni, l'esclusione del tasso di mora dal TEGM appare una scelta più che logica e in linea con la *ratio* istitutiva di tale indice, che nulla ha a che vedere con il diverso problema dell'inserimento del tasso di mora nella verifica del rispetto delle soglie di usura nel caso specifico.

La "maggiorazione media degli interessi moratori" indicata dalle Sezioni Unite non è invece prevista da alcuna previsione normativa. Tuttavia, a seguito della citata comunicazione della Banca d'Italia del 2013, ha iniziato a diffondersi l'idea che dovesse sussistere anche un "tasso soglia per gli interessi moratori", ovviamente diverso e più alto rispetto al tasso soglia ordinario, sulla base del presupposto che quest'ultimo dovesse riferirsi ai soli interessi corrispettivi<sup>22</sup>, anche al fine di rispettare il c.d. "principio di simmetria".

In mancanza di previsioni normative specifiche in tal senso, numerosi Tribunali hanno iniziato ad applicare nei contenziosi bancari la maggiorazione indicata dalla suddetta Banca d'Italia, che per lungo tempo è stata del 2,1 rispetto al tasso soglia previsto dalla legge 108/96.

Una prima riflessione in merito dovrebbe portare a chiedersi se il fatto che la legge non abbia mai menzionato un tasso soglia "moratorio" sia da considerarsi una "svista" del legislatore o, piuttosto, una scelta normativa ben precisa.

In tale seconda ipotesi sia gli interessi di mora sia gli interessi corrispettivi avrebbero dovuto rispettare

<sup>21</sup> Comunicazione della Banca d'Italia del 3 luglio 2013, Chiarimenti in materia di applicazione della legge usuraria.

<sup>22</sup> La suddetta comunicazione di Banca d'Italia del 2013 ha infatti affermato che, «per evitare il confronto tra tassi disomogenei», 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"». L'Autorità di Vigilanza ha poi affermato che, «in assenza di una previsione legislativa che determini la specifica soglia in presenza di interessi moratori, la Banca d'Italia adotta, nei controlli sulle procedure degli intermediari, il criterio in base al quale i TEG medi pubblicati sono aumentati» dell'importo determinato dalla detta indagine.

l'unico tasso soglia previsto *ex lege* (senza maggiorazioni) tempo per tempo vigente, con evidenti implicazioni in relazione al configurarsi di fenomeni usurari,

Ci si dovrebbe poi chiedere se sia opportuno che la determinazione di un tasso soglia moratorio provenga da un'Autorità amministrativa, soprattutto alla luce del fatto che i provvedimenti emanati dalle Autorità amministrative, per quanto autorevoli, non possono sostituirsi né essere in contrasto con le disposizioni normative.

Per quanto riguarda il valore da attribuire alle Istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia, infatti, è opportuno ricordare che nell'ambito della normativa sull'usura al Ministero dell'Economia e alla Banca d'Italia non risulta affidato nessun potere secondario di specificazione dei precetti primari di legge<sup>23</sup>.

In particolare la Corte di legittimità con la pronuncia n. 12028 del 2010<sup>24</sup> ha ribadito con chiarezza quanto già precedentemente affermato dalla Suprema Corte<sup>25</sup>, ovvero che compito del Ministero del Tesoro è solo quello di "fotografare", secondo rigorosi criteri tecnici, l'andamento dei tassi finanziari. Non v'è dubbio che la legge abbia determinato con grande chiarezza il percorso che l'Autorità amministrativa deve compiere per "fotografare" l'andamento dei tassi finanziari. Questo percorso postula l'intervento della Banca d'Italia, che nella sua qualità di Organo di Vigilanza deve fornire le dovute istruzioni alle banche ed agli operatori finanziari autorizzati per la rilevazione trimestrale dei tassi effettivi globali medi praticati dal sistema bancario e finanziario, in relazione alle categorie omogenee di operazioni

---

23 Come puntualmente ha osservato proprio il Supremo Collegio, le rilevazioni trimestrali non hanno la funzione di produrre opinioni o di determinare autonomamente il tasso soglia, bensì quella esclusiva di «fotografare» l'esistente, ovvero di rilevare il fatto storico dei tassi applicati dall'operatività bancaria e finanziaria, così come di dare seguito e riscontro alle consolidate letture del dato normativo fornite dalla Corte di Cassazione. Cfr., tra le altre, Cass. Pen., 18 marzo 2003, n. 20148, secondo cui il principio di riserva di legge era stato rispettato in quanto la legge n. 108 del 1996 ha dettagliatamente delineato il procedimento per la determinazione dei tassi soglia, affidando al Ministero del Tesoro solo il compito di "fotografare", secondo rigorosi criteri tecnici, l'andamento dei tassi finanziari. *Conf.* Cass. Pen., sez. II, ud. 19 febbraio 2010, dep. 26 marzo 2010, n. 12028, in [www.dirittopenalecontemporaneo.it](http://www.dirittopenalecontemporaneo.it). e in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

24 Cass. Pen., Sez. II, 26 marzo 2010, n. 12028, *cit.*

25 Ovvero, Cass. Pen., 18 marzo 2003, n. 20148, *cit.*

creditizie.<sup>26</sup>

Questo intervento tecnico per “fotografare” l’andamento dei tassi finanziari postula comunque delle scelte interpretative da parte dell’Organo di vigilanza tanto in merito alla classificazione delle operazioni omogenee rispetto alle quali effettuare la rilevazione dei tassi medi effettivamente praticati nel trimestre, quanto in merito all’individuazione “delle commissioni, remunerazioni a qualsiasi titolo e delle spese (...) collegate all’erogazione del credito”, che devono essere incluse nelle rilevazioni statistiche, quanto delle voci che devono essere escluse, in quanto imposte o tasse, ovvero oneri non collegati all’erogazione del credito. Tale meccanismo, tuttavia, non costituisce violazione del principio di riserva di legge costituendo una mera esigenza tecnico - operativa, in quanto solo il Ministero può rilevare periodicamente e con esattezza l’andamento dei tassi finanziari.

Senza poi dimenticare che le indagini della Banca d’Italia erano originariamente state effettuate a mero scopo statistico e conoscitivo, non per essere impiegate al pari di un provvedimento normativo di rango primario, al punto da determinare un tasso soglia moratorio privo di idonea base normativa.

Inoltre, a tutto concedere, anche volendo aderire all’impostazione secondo cui dovrebbe sussistere anche un tasso soglia moratorio calcolato sulla base delle maggiorazioni previste dalla Banca d’Italia, occorrerebbe quantomeno provvedere ad un aggiornamento periodico e costante di tali indici.

Difatti, la maggiorazione degli interessi moratori ha iniziato ad essere compiuta solo a partire dal decreto ministeriale del 25 marzo 2003, rispetto ad una normativa antiusura che risale al 1996.

Inoltre, la maggiorazione del 2,1 indicata nella Comunicazione di Banca d’Italia del 2013 si basava sulle rilevazioni del periodo 2001 - 2002 che non sono state più riviste per molti anni.

Tuttavia tale maggiorazione, seppur non aggiornata, è stata largamente impiegata nei contenziosi ban-

---

26 La citata sentenza n. 12028 del 2010, oltre ad aver sancito importanti principi in tema di Commissione di massimo scoperto (c.d. CMS), ha altresì ribadito che in tema di usura è manifestamente infondata l’eccezione di incostituzionalità del combinato disposto dell’art. 644 c.p., comma 3 e della L. 7 marzo 1996, n. 108, l’art. 2 per presunto contrasto con l’art. 25 Cost., secondo cui le predette norme, nel rimettere la determinazione del “tasso soglia” ad organi di natura amministrativa, avrebbero determinato una violazione del principio della riserva di legge in materia penale. La Corte ha ribadito che il principio della riserva di legge è rispettato in quanto la suddetta legge indica analiticamente il procedimento per la determinazione dei tassi soglia, affidando al Ministro del Tesoro solo il limitato ruolo di “fotografare”, secondo rigorosi criteri tecnici, l’andamento dei tassi finanziari e che non vi fosse dubbio sul fatto che la legge abbia determinato con grande chiarezza il percorso che l’autorità amministrativa deve compiere per “fotografare” l’andamento dei tassi finanziari.

cari per definire il tasso soglia moratorio delle operazioni contestate, con un evidente "distacco" tra all'effettivo costo del denaro e i tassi di interesse applicati nei contratti bancari di cessione del credito, rispetto al parametro impiegato in giudizio per verificare l'usuraietà o meno dei medesimi.

Appare evidente che l'utilizzo di dati non aggiornati possa realizzare solo un livello di simmetria "debole" e, in quanto tale, non idoneo allo scopo.

Solo dal 2017, inoltre, si è iniziato a distinguere all'interno di tale tasso individuando tre classi di operazioni (mutui ipotecari ultraquinquennali, operazioni di leasing e complesso degli altri prestiti), mentre prima sussisteva una sola maggiorazione per tutte le tipologie creditizie.

Appare evidente come tale *modus operandi* presentasse molte lacune e da tempo si discuteva dell'opportunità di fare ricorso a tali maggiorazioni.

Si richiama a tal proposito la giurisprudenza, sia di merito sia di legittimità, e l'autorevole dottrina<sup>27</sup> secondo cui l'accertamento degli interessi moratori deve essere effettuato confrontando il tasso pattuito con il tasso soglia per quel tipo di contratto, escludendo la possibilità di apportare l'incremento del 2,1% così come precedentemente previsto dalla circolare Banca Italia "Chiarimenti in materia di applicazione della Legge antiusura" (2013).

Nello specifico si richiama l'ordinanza resa dalla Terza sezione civile della Cassazione il 30.10.18, n. 27442<sup>28</sup> la quale, con argomentazioni che paiono convincenti e coerenti, ha espresso il seguente principio di diritto: «è nullo il patto con quale si convengono interessi convenzionali che, alla data di stipula, eccedano il tasso soglia di cui all'art. 2 della l. 7.3.1996 n. 108,»; ancora «il riscontro dell'usuraietà degli interessi convenzionali moratori va computato confrontando puramente e semplicemente il saggio degli interessi pattuito nel contratto col tasso soglia calcolato con riferimento a quel tipo di contratto, senza alcuna maggiorazione od incremento: è infatti impossibile, in assenza di qualsiasi norma di legge in tal senso, pretendere che l'usuraietà degli interessi moratori vada accertata in base ad un fantomatico tasso talora definito nella prassi di "mora soglia", ottenuto incrementando arbitrariamente di qualche punto percentuale il tasso soglia» (s.v. punto 1.11 dell'ordinanza).<sup>29</sup>

<sup>27</sup> S.v. R. MARCELLI, *Gli interessi di mora e le soglie d'usura*, articolo del 5 maggio 2015, reperibile in [www.altalex.com](http://www.altalex.com).

<sup>28</sup> Cass. Civ., sez. III., ord. 30.10.18, n. 27442 relatore Rossetti, cit.

<sup>29</sup> In tal senso, Cass. Civ., ord. sez. III, 30 ottobre 2018, n. 27442, cit.

Si ricorda altresì quanto affermato dal Tribunale di Torino, che appare opportuno riportare testualmente, in quanto ha descritto con estrema chiarezza le problematiche legate alla maggiorazione prevista dalla Banca d'Italia, al non aggiornamento periodico del relativo indice, oltre all'opportunità di ricorrere alla medesima maggiorazione, ricordando che il tasso soglia è unico: «è da osservare che, ai fini del tasso soglia deve considerarsi esclusivamente il TEGM pubblicato nei D.M. pro tempore vigenti, incrementato degli ordinari coefficienti, senza fare luogo ad alcuna maggiorazione. Ciò ancorché un'indagine statistica a fini conoscitivi, condotta dalla Banca d'Italia e dall'Ufficio Italiano Cambi, nel lontano 2002, abbia "rilevato che, con riferimento al complesso delle operazioni facenti capo al campione di intermediari considerato, la maggiorazione stabilita contrattualmente per i casi di ritardato pagamento è mediamente pari a 2,1 punti percentuali" (come tuttora si legge nei D.M. trimestrali). Osta all'incremento del TEGM in ragione del 2,1% un'evidente incompatibilità con i fondamenti della legge n. 108. "Il limite oltre il quale gli interessi sono sempre usurari" (art. 644 co. 3 c.p.) è evidentemente unico, e per essere unico non può che essere globale (art. 644 co. 4). O il costo (interesse commissione spesa) è inerente alla concessione di credito – e allora rientra nel TEG – oppure ne è estraneo».<sup>30</sup>

È quindi evidente che un tasso rilevato *una tantum* e mai più aggiornato, neppure differenziato per classi di operazioni omogenee, "con riferimento al complesso delle operazioni", è manifestamente incoerente col procedimento di determinazione delle soglie d'usura previsto dalla legge n. 108 e non può dunque essere utilizzato, perché *contra legem*, per decidere dell'usurarietà di un mutuo concesso dopo il 2002.<sup>31</sup>

Tuttavia, le Sezioni Unite con sentenza in commento hanno ritenuto di attribuire un ruolo determinate

<sup>30</sup> Così testualmente Trib. Torino, sentenza del 27 aprile 2016, n. 14932, dott. E. Astuni. S.v. anche Trib. Udine 26 settembre 2014, in *Danno e resp.*, 2015, p. 522: «il rilievo del tasso medio di mercato per ogni categoria di riferimento è operazione che basta e avanza ai nostri fini: il finanziatore istituzionale, con il tasso medio fisiologico praticato e rilevato dalla Banca d'Italia, evidentemente copre i costi di raccolta, struttura, organizzazione, nonché il rischio ordinario del credito e integra il margine del profitto. La legge prevede appunto che la soglia di usura si collochi ben al di sopra di tale tasso medio (50% o 25% + 4 punti, *ratione temporis*). Ebbene, nell'ambito del differenziale fra tasso medio e tasso soglia, il medesimo finanziatore può compiutamente coprire i rischi specifici del credito eccedenti l'ordinario, determinando l'entità delle prestazioni aggiuntive richieste a una simile controparte in caso di mora o in generale di inadempimento. Se il tasso ordinario praticato dalla banca si colloca attorno al valore medio di mercato, vi sono i margini per una maggiorazione in caso di mora. Se, invece, il tasso base praticato si colloca già a ridosso della soglia d'usura, ciò significa che è già stato valutato come presente il rischio di un insoluto alla scadenza; la banca allora non dovrebbe incontrare ulteriori costi oltre quelli il cui rischio è già coperto da un tasso corrispettivo più elevato, e non appare giustificato un ulteriore aggravio per lo stesso titolo a carico di controparte».

<sup>31</sup> Trib. Torino, sentenza del 27 aprile 2016, n. 14932, cit.

alle rilevazioni di Banca d'Italia, affermando che così come la legge ha introdotto la qualificazione oggettiva della fattispecie usuraria mediante l'individuazione del tasso-soglia per gli interessi corrispettivi, analogamente, per gli interessi moratori, l'identificazione dell'interesse usurario "passa dal tasso medio statisticamente rilevato, in modo altrettanto oggettivo ed unitario, idoneo a limitare l'esigenza di misurarsi con valutazioni puramente discrezionali" (pagina 19 della sentenza).

A sostegno delle proprie argomentazioni, gli Ermellini hanno richiamato l'ultima rilevazione statistica della Banca d'Italia avvenuta nel 2019, secondo cui i tassi di mora pattuiti presentano, rispetto ai tassi percentuali corrispettivi, una maggiorazione media pari a 1,9 punti percentuali per i mutui ipotecari ultraquinquennali, a 4,1 punti percentuali per le operazioni di leasing e a 3,1 punti percentuali per il complesso degli altri prestiti (pag. 21 della sentenza).

A distanza di tempo della pubblicazione della sentenza delle Sezioni Unite, persistono tutt'ora le perplessità che precedevano la suddetta pronuncia, in merito all'opportunità che rilevazioni statistiche, spesso non tempestivamente aggiornate, sporadiche e ritardate, risultino invece determinanti nello stabilire il tasso soglia moratorio. Oltre al fatto che la qualità della rilevazione risulta parziale, sia con riferimento al periodo oggetto di analisi, sia al numero di operazioni di mercato monitorate<sup>32</sup>. Inoltre, seppur di recente siano state create tre classi creditizie appaiono ancora classificazioni troppo generiche e limitate rispetto all'effettiva operatività nel mercato.

Ancora, non si può non notare che si tratta di indici determinati, di fatto, dal medesimo sistema bancario e non verificabili in alcun modo.

Da ultimo si ricorda che la stessa Comunicazione di Banca d'Italia del 2013, ha espressamente affermato che «La legge n. 108/1996 ha introdotto un limite ai tassi effettivi sulle operazioni di finanziamento, il

---

32 S.v. sul punto G. TAGLIAVINI, *Usura: il recente orientamento delle Sezioni unite della Cassazione in tema di interessi di mora. Una nota tecnico-finanziaria*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), dicembre 2020, pag. 8, secondo cui: «è necessario sottolineare che l'esigenza di una simmetria di carattere tra TEG e TEGM è, in questo caso, assicurata parzialmente. La rilevazione circa la maggiorazione di mora da parte della Banca d'Italia è poco soddisfacente, in quanto sporadica e ritardata. La qualità della rilevazione è parziale rispetto alla piena significatività dei tassi di interesse in decorrenza. La differenza di significatività è legata alla parziale copertura in quanto all'intero periodo di rilievo, ma anche alla parziale copertura in quanto a numero di operazioni di mercato monitorate, alla parziale. In via esemplificativa, è stato sottolineato che il DM 19 dicembre 2013, fa riferimento ai dati statistici riferiti al 2002. Il ritardo della rilevazione rispetto al periodo di riferimento definisce un livello di simmetria debole. Molto presumibilmente, le rilevazioni future da parte della Banca d'Italia verranno adeguate al nuovo rilievo che ad esse è stato attribuito dalla Corte di Cassazione».

cui superamento determina un caso di usura. I tassi soglia non sono fissati dalla Banca d'Italia ma determinati da un automatismo stabilito dalla legge, a partire dai tassi medi di mercato rilevati trimestralmente dalla Banca d'Italia e pubblicati dal Ministero dell'Economia e delle Finanze»<sup>33</sup>.

Quindi, da un lato l'autorità di Vigilanza afferma che i tassi soglia sono definiti esclusivamente dalla legge n. 108/1996, dall'altro, con la sentenza in commento, la Cassazione ha attribuito alle rilevazioni statistiche della Banca d'Italia un ruolo determinante nella definizione del tasso soglia moratorio, il quale però non è previsto dalla legge. Non vi è chi non veda l'incongruenza del caso.

La Suprema Corte ha poi statuito che ove invece i decreti ministeriali non rechino l'indicazione della maggiorazione media dei moratori, quindi per l'epoca antecedente alla prima rilevazione della Banca d'Italia, resta il termine di confronto del T.E.G.M., così come rilevato, con la maggiorazione ivi prevista<sup>34</sup>.

Anche tale assunto non può che lasciare spazio a varie criticità, in quanto appare logico affermare che se la regola di simmetria è presupposto della legge antiusura, i decreti ministeriali che non rilevino il valore medio degli interessi moratori vanno disapplicati in quanto *contra legem*. Se invece il principio di simmetria non governa la disciplina antiusura, allora si applica solo il tasso soglia "ordinario".

<sup>33</sup> Chiarimenti in materia di applicazione della legge antiusura, 3 luglio 2013, cit.

<sup>34</sup> Per quanto concerne alcuni aspetti di calcolo e conclusioni operative, si richiama quanto scritto da G. TAGLIAVINI, op. cit., pag. 4 e ss.: «Questa è la conclusione operativa sostenuta nella sentenza in corso di analisi.

Per i contratti conclusi fino al 31/03/2003, il "tasso soglia di mora" coincide con il "tasso soglia dei corrispettivi", atteso che i DD.MM. anteriori al D.M. 25 marzo 2003 (applicabile alle operazioni di credito dall'01/04/2003) non indicavano la maggiorazione media degli interessi moratori. La formula da seguire è la seguente: (T.E.G.M. x 1,5).

Per i contratti conclusi dall'01/04/2003 (data di entrata in vigore del D.M. 25 marzo 2003) al 30/06/2011, il "tasso soglia di mora" si determina sommando al T.E.G.M. il valore del 2,1% (maggiorazione media interessi di mora indicata nei DD.MM.), il tutto maggiorato del 50% ex art. 2, comma 4, L. 108/1996 pro tempore vigente. La formula diviene la seguente: (T.E.G.M. + 2,1) x 1,5.

Per i contratti conclusi dall'01/07/2011 (data di entrata in vigore del D.M. 27 giugno 2011) al 31/12/2017, il "tasso soglia di mora" si determina sommando al T.E.G.M. il valore del 2,1% (maggiorazione media interessi di mora indicata nei DD.MM.), il tutto maggiorato di 1/4 + ulteriori 4 punti percentuali ex art. 2, comma 4, L. 108/1996 ut modificato dal D.L. 13 maggio 2011 n. 70 convertito con modificazioni in L. 12 luglio 2011, n. 106. La formula corrispondente è la seguente: (T.E.G.M. + 2,1) x 1,25 + 4. Come si vede, la maggiorazione di 4 punti percentuali si applica una volta solo e non distintamente per il tasso corrispettivo e in più sullo spread di mora. Questa soluzione risulta certamente di buon senso, anche se non esplicita nelle norme primarie o attuative.

Per i contratti conclusi dall'01/01/2018 (data di entrata in vigore del D.M. 21 dicembre 2017), il "tasso soglia di mora" si determina invece sommando al T.E.G.M. il valore del 1,9% (per i mutui ipotecari di durata ultraquinquennale) o del 4,1% (per le operazioni di leasing) o del 3,1% (per il complesso degli altri prestiti) (maggiorazioni medie interessi di mora indicate nei DD.MM. a partire dal D.M. 21 dicembre 2017), il tutto maggiorato sempre di 1/4 + ulteriori 4 punti percentuali sempre ex art. 2, comma 4, L. 108/1996 ut modificato dal D.L. 13 maggio 2011 n. 70 convertito con modificazioni in L. 12 luglio 2011, n. 106. La formula diviene la seguente: (T.E.G.M. + 1,9 o 4,1 o 3,1) x 1,25 + 4».

Dall'accoglimento della seconda ipotesi deriverebbe poi l'ulteriore corollario dell'applicazione integrale della legge 108 del 1996 e, di conseguenza, anche del rimedio di cui all'art. 1815, comma 2, c.c.<sup>35</sup>. In altre parole, per logica e coerenza strutturale, se effettivamente occorre individuare un "tasso soglia moratorio" occorre farlo sempre, non solo da una certa data in poi in quanto prima di tale momento non sussistono rilevazioni statistiche da parte della Banca d'Italia.

**5. L' accertamento dell'usurarietà degli interessi di mora: applicazione dell'art. 1224, comma 1, c.c. e conseguente debenza degli interessi corrispettivi lecitamente convenuti**

Uno degli aspetti certamente più ambigui della sentenza in commento è il fatto che le Sezioni Unite abbiano stabilito che qualora il giudice accerti l'effettiva usurarietà degli interessi moratori è applicabile l'art. 1815, comma 2, c.c., "ma in una lettura interpretativa che preservi il prezzo del denaro". Pertanto, il patto relativo agli interessi moratori è inefficace e si applica la regola generale del risarcimento per il creditore, di cui all'art. 1224 c.c., commisurato non più alla misura originariamente concordata ed usuraria, ma alla misura pattuita per gli interessi corrispettivi.

A parere della Corte quindi l'art. 1815, comma 2, c.c., va ora interpretato nel senso che, pur sanzionando la pattuizione degli interessi usurari, fa seguire la sanzione della non debenza limitatamente al tipo di interesse che quella soglia abbia superato.

Secondo questa impostazione, ove l'interesse corrispettivo sia lecito e solo il calcolo degli interessi moratori applicati comporti il superamento della soglia usuraria, ne deriva che solo gli interessi moratori sono illeciti e preclusi. Resta ferma in ogni caso la previsione di cui all'art. 1224, comma 1, c.c., con la conseguente applicazione degli interessi nella misura dei corrispettivi lecitamente pattuiti.

Traducendo questo principio sul piano applicativo, secondo le Sezioni Unite, una volta dichiarata nulla la clausola sugli interessi moratori:

- le rate scadute al momento della caducazione del prestito restano dovute nella loro integralità, comprensive degli interessi corrispettivi in esse già conglobati, oltre agli interessi moratori sull'intero nella misura dei corrispettivi pattuiti;
- per quanto attiene le rate a scadere, sorge l'obbligo d'immediata restituzione dell'intero capita-

<sup>35</sup> A. DIDONE, *Le Sezioni Unite e l'usura degli interessi moratori*. Spunti critici, cit., pag. 116.

le ricevuto, sul quale saranno dovuti gli interessi corrispettivi, ma attualizzati al momento della risoluzione.

Nonostante l'indubbia autorevolezza dell'Organo giudicante, il principio di diritto qui riportato appare francamente poco convincente. Non solo perché non si ravvisa un'adeguata base normativa a sostegno di tale impostazione bensì, al contrario, la scelta adottata dalla Corte appare confliggere con il dettato normativo del medesimo art. 1815, co. 2.

La norma recita infatti *"Se sono convenuti interessi usurari la clausola è nulla e non sono dovuti interessi"*, senza alcuna distinzione tra la tipologia di interessi. Si ricorda inoltre che la disciplina normativa antecedente alla riforma del 1996, stabiliva che in caso di accertata applicazione di interessi usurari questi venivano automaticamente ridotti al tasso legale, in deroga al disposto dell'art. 1343 c.c. Con la nuova formulazione il legislatore del 1996 ha adottato una linea più severa nei confronti del creditore, prevedendo una sanzione che converte il mutuo usurario in mutuo gratuito, mantenendo in essere il contratto di mutuo (o linea di credito in senso ampio) al fine di non sacrificare l'interesse della parte debole del rapporto.

L'impostazione coniata dalla Suprema Corte con la sentenza in commento appare invece sovvertire il dato letterale del precetto normativo e la *ratio* stessa della riforma del 1996, sulla base di un'interpretazione che appare "forzata" della medesima norma, che la Corte ha giustificato affermando che rendendo nulla l'intera clausola di interessi (corrispettivi e moratori) il debitore inadempiente verrebbe "premiato" rispetto al debitore che adempia con regolarità e puntualità ai propri obblighi *"come avverrebbe qualora, all'interesse moratorio azzerato, seguisse un costo del denaro del tutto (inesistente), con l'obbligo a carico del debitore di restituire il solo capitale, donde un pregiudizio generale all'intero ordinamento sezionale del credito (cui assegna una funzione di interesse pubblico), nonché allo stesso principio generale di buona fede, di cui all'art. 1375 c.c."* (v. pag. 24 della sentenza).

Per quanto la tesi possa apparire ad una prima lettura suggestiva, in realtà, non persuade.

Ciò in quanto, in primo luogo, il debitore che adempia con regolarità, potrebbe non avere mai modo di appurare che il tasso di mora pattuito per l'erogazione del proprio credito è, in realtà, superiore alle soglie di usura. Salvo intraprendere un'azione di accertamento che, tuttavia, per come delineata dalla Suprema Corte nella sentenza in commento, rischierebbe di essere (sostanzialmente) *"inutiliter data"*, per le ragioni che verranno esposte (v. *infra* sul punto).

L'aspetto che però maggiormente pare rendere non condivisibile la tesi sostenuta dalle Sezioni Unite, è la *ratio* stessa che ha istituito la disciplina antiusura, tesa a sanzionare la condotta di colui che presta denaro ad un costo usurario, sia esso relativo agli interessi corrispettivi, sia agli interessi moratori, a prescindere dal fatto che il debitore provveda regolarmente nei pagamenti o meno.

Si ricorda nuovamente il contenuto dell'art. 1 del D.L. 29 dicembre 2000, n. 394, convertito nella L. 28 febbraio 2001, n. 24, ovvero che «*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 de loro pagamento*», dando quindi rilevanza al momento della pattuizione.

A sostegno del proprio percorso motivazionale, le Sezioni Unite hanno poi richiamato la giurisprudenza della Corte di Giustizia, in particolare la sentenza del 7 agosto 2018, Banco Santander SA, cause riunite C 96/16 e C-94/17<sup>36</sup>, in quanto la suddetta pronuncia della Corte di Lussemburgo, avrebbe concluso nel senso di mantenere in essere la pattuizione degli interessi corrispettivi anche a fronte dell'abusività della clausola relativa agli interessi di mora.

Tuttavia, il richiamo effettuato dalla Sezioni Unite non appare pertinente, in quanto i casi sottoposti all'attenzione della Corte di Giustizia avevano ad oggetto la valutazione di abusività delle clausole che stabilivano gli interessi moratori, in quanto non negoziate con il consumatore, e non l'usurarietà del suddetto saggio di interessi richiesti in pagamento<sup>37</sup>.

Un conto infatti è stabilire sulla base della disciplina consumeristica<sup>38</sup> l'eventuale abusività di determinate clausole, tali da determinare uno squilibrio dei diritti e obblighi derivanti dal contratto, come nel caso esaminato dalla Corte di Giustizia. Fattispecie ben diversa è invece l'ipotesi di pattuizione di interessi moratori usurari in violazione della disciplina antiusura.

<sup>36</sup> C. Giust. UE, sez. V, sentenza del 7 agosto 2018, cause riunite C 96/16 e C-94/17, cit.

<sup>37</sup> Si legge infatti al punto 48 della sentenza della Corte di Giustizia «*Con la seconda questione, lettera a), nella causa C 96/16 e con la prima questione nella causa C 94/17, i giudici di rinvio chiedono, in sostanza, se la direttiva 93/13 debba essere interpretata nel senso che essa osta ad una giurisprudenza nazionale, come quella del Tribunal Supremo (Corte suprema) in discussione nei procedimenti principali, in virtù della quale una clausola non negoziata di un contratto di mutuo concluso con un consumatore, che fissa il tasso degli interessi moratori applicabile, è abusiva in quanto impone al consumatore in ritardo nei pagamenti un indennizzo di importo sproporzionatamente elevato, qualora tale tasso superi di oltre due punti percentuali quello degli interessi corrispettivi previsto da detto contratto*».

<sup>38</sup> Nel caso di specie si trattava della Direttiva 93/13 concernente le clausole abusive stipulate con i consumatori, in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/LSU>.

Inoltre, risultano molto diversi la *ratio* e lo scopo sottesi alle normative esaminate. Infatti, «l'obiettivo perseguito da detta direttiva (ovvero la Direttiva 93/13, ndr) consiste nel proteggere il consumatore e nel ristabilire l'equilibrio tra le parti escludendo l'applicazione delle clausole considerate abusive, conservando al tempo stesso, in linea di principio, la validità delle altre clausole del contratto in questione (v., in tal senso, sentenze del 30 maggio 2013, *Jörös*, C-397/11, EU:C:2013:340, punto 46, e del 31 maggio 2018, *Sziber*, C-483/16, EU:C:2018:367, punto 32)» (v. punto 75 della sentenza della Corte di Giustizia)<sup>39</sup>.

Fattispecie molto diversa è la pattuizione di interessi usurari in violazione della normativa antiusura, che è stata coniata dal legislatore nazionale con scopo punitivo e preventivo nei confronti del creditore che esige una prestazione usuraria, integrante (in determinati casi) un'ipotesi di reato.

Appare quindi evidente che la decisione della Corte di Giustizia citata non possa realmente supportare l'impianto motivazionale delle Sezioni Unite, trattandosi di fattispecie non assimilabili, che rispondono a *ratio* e scopi tra loro molto diversi.

Diverso aspetto attiene invece al momento in cui la mora dovrebbe essere materialmente presa in considerazione ai fini della verifica dell'usurarietà. Ovvero se si debba considerare il momento della pattuizione dei tassi, quindi anche di quelli di mora, come parrebbe essere indicato dalla legge di interpretazione autentica del 2000 che fa riferimento al momento della "pattuizione" (c.d. scenario potenziale)<sup>40</sup>.

Diversa impostazione interpretativa, invece, afferma che la verifica del tasso moratorio dovrebbe avvenire nel momento in cui l'interesse "è effettivamente dovuto", non solo in termini di effettivo pagamento, bensì anche nel senso di attribuire rilevanza al momento in cui l'interesse dovrebbe essere pagato, a fronte dell'inadempimento o del ritardo nell'inadempimento. Ovvero, del momento in cui l'interesse o l'onere aggiuntivo, come la penale di anticipata estinzione, è diventato esigibile (c.d. scenario della

---

39 In questo senso, a parere dei Giudici di Lussemburgo, «la direttiva 93/13 deve essere interpretata nel senso che essa non osta ad una giurisprudenza nazionale, come quella del Tribunal Supremo (Corte Suprema) in discussione nei procedimenti principali, secondo la quale la conseguenza del carattere abusivo di una clausola non negoziata di un contratto di mutuo concluso con un consumatore, che fissa il tasso degli interessi moratori, consiste nella soppressione integrale di questi interessi, mentre continuano a maturare gli interessi corrispettivi previsti da detto contratto».

40 A titolo esemplificativo, si ricorda Trib. Udine, 26 settembre 2014, cit.

effettività)<sup>41</sup>.

Da tempo si discute se la mora rilevi al momento della pattuizione (c.d. "scenario potenziale") o se invece rilevi solo nel momento in cui è richiesto l'effettivo pagamento della stessa (c.d. "scenario dell'effettività") in quanto, prima di tale momento, l'interesse di mora resterebbe solo un costo "potenziale".

La sentenza delle Sezioni Unite, con tutti gli aspetti di luci e ombre che la caratterizzano, ha però affermato che gli interessi rilevano "al momento della pattuizione". Ci si chiede quindi se la Corte abbia voluto prendere posizione anche sul tema relativo al momento in cui la mora assume rilievo, sancendo la rilevanza della medesima i fini della verifica delle soglie di usura al momento in cui il tasso viene pattuito e non al momento in cui ne viene richiesto l'effettivo pagamento.

D'altro canto però la pronuncia in commento introduce il concetto di "interessi moratori in concreto applicati" (pag. 29 della sentenza), da ricondurre all'interno del T.E.G. del singolo rapporto da comparare al T.E.G.M. rilevato nel D.M. vigente al momento e conclusione del contratto «...onde poi sarà il margine, nella legge previsto, di tolleranza a questo superiore, sino alla soglia usuraria, che dovrà offrire uno spazio di operatività all'interesse moratorio lecitamente applicato» (pag. 23 della sentenza).

Ora, la locuzione "interessi moratori in concreto applicati", oltre a risultare estremamente ambigua, suscita almeno due perplessità: una, relativa alle modalità del loro computo all'interno del T.E.G. per i contratti stipulati ante D.M. 25.3.2003 e l'altra (del tutto indipendente dalla sussistenza o meno della loro rilevazione campionaria nel D.M. vigente alla data di sottoscrizione del contratto bancario) che concerne la scissione tra l'interesse moratorio convenuto e quello in concreto applicato dall'intermediario creditizio.

Ulteriore aspetto non trascurabile, sono le implicazioni di ordine penalistico che derivano dall'incentrare la sussistenza o meno dell'usurarietà del tasso limitando l'analisi solo su quello applicato "in concreto" dall'intermediario creditizio. Ciò in quanto una tale impostazione equivarrebbe ad introdurre una non prevista causa di esclusione del delitto di cui all'art. 644, c.p., nell'ipotesi in cui il tasso "in astratto",

---

41 S.V., a titolo esemplificativo, Trib. di Torino, 27 aprile 2016, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), con nota D. NARDONE - F. CAPPELLUTI, *La promessa usuraria. Costi eventuali e momento della verifica. Sulla sentenza del Tribunale di Torino del 27 aprile 2016*, Est. Dott. Enrico Astuni. Gli Autori accolgono con favore l'impostazione del Tribunale in merito al fatto che la mora debba (astrattamente) rientrare nel calcolo dell'usura. Non condividono, invece, l'assunto secondo cui, a parere dell'Organo giudicante, la mora, come altri costi eventuali ma solo promessi, non possano materialmente essere ricompresi nel calcolo se non sono divenuti concretamente esigibili (c.d. scenario dell'effettività).

ossia quello convenuto, risulti *ab origine* oltre soglia mentre quello "in concreto" risulti al di sotto della soglia<sup>42</sup>.

Come è stato acutamente osservato «*ne consegue con l'aver assunto a parametro di verifica dell'usura-rietà del tasso solo quello in concreto preteso dall'intermediario creditizio, e quindi spostare il momento della rilevazione usuraria ad uno successivo a quello della pattuizione del c.d. tasso in astratto, le Sezioni Unite qui commentate non solo si pongono in contrasto con la norma di interpretazione autentica più sopra citata ma si formulano una locuzione, che include l'aggettivo qualificativo "astratto", del tutto estraneo al linguaggio giuridico inerente alla materia degli interessi*»<sup>43</sup>.

#### **6. Ulteriori considerazioni: l'unicità del prestito e il c.d. "tasso complessivo del prestito"**

L'impostazione adottata dalle Sezioni Unite, che in caso di accertata usurarietà del tasso di interesse moratorio, prevede comunque la corresponsione del tasso di interesse corrispettivo correttamente pattuito, non considera in realtà alcuni aspetti, ovvero che il prestito erogato dalla banca in favore del cliente è unico, così come è unico l'interesse applicato al suddetto prestito, pur se calcolato con tassi differenti.

Ovvero, nel momento in cui il debitore non è più in grado di pagare le rate in scadenza, la natura del credito scaduto non cambia, bensì ad esso verrà soltanto applicato un tasso superiore, contrattualmente prestabilito e la durata del prestito diventa indefinita (fatta salva la possibilità dell'intermediario di richiedere l'immediato rientro della somma prestata, attivando la clausola di risoluzione prevista in contratto).

La situazione è molto simile a quella che si riscontra quando un affidamento in conto corrente non

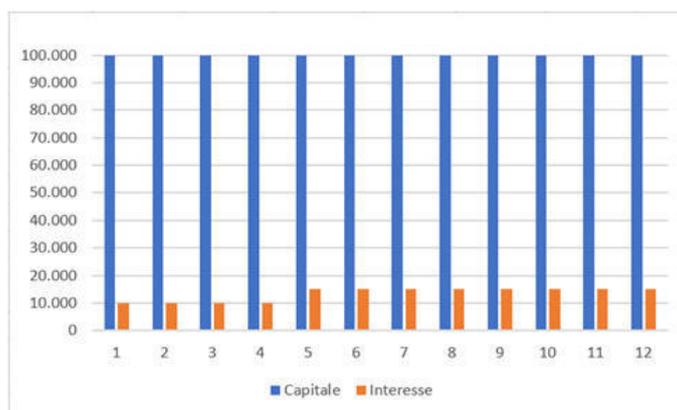
---

42 Si noti che con ordinanza n. 12964 del 13 maggio 2021, la III Sezione Civile della Corte di Cassazione, ha precisato che se «*la regola della usura vale dunque anche per gli interessi di mora [...] essa vale sol che gli interessi vengano pattuiti, in quanto l'articolo 644 c.p. qualifica come illecita la condotta di chi si fa dare, sì, ma anche semplicemente promettere, interessi a tasso usurario; senza considerare che la sanzione della nullità mira a tutelare il debitore, e sarebbe vanificata se costui potesse agire per la nullità della clausola solo dopo aver corrisposto gli interessi e dunque dopo averla attuata adempiendovi*». In conclusione, la III Sezione pare aver rigettato quella distinzione, che pure sembrava potersi trarre dalle S.U. tra interesse "convenuto" ed interesse "applicato", essendo sufficiente, affinché si determinino le conseguenze previste dalla legge, che questi siano stati "pattuiti" o "promessi" e che siano oltre il tasso-soglia.

43 U. VASSALLO PALEOLOGO, *Il finale era già noto – prime riflessioni sulla sentenza delle Sezioni Unite della Cassazione civile n. 19597/2020*, in [www.assocu.it](http://www.assocu.it), pag. 13.

viene rinnovato alla scadenza: il tasso applicato dall'intermediario al correntista sale immediatamente al livello previsto per gli "utilizzi senza affidamento", senza mutare le caratteristiche del credito. La patteggiatura ad una certa data di un tasso "entro fido" e di un tasso "extra fido" è una prassi comune per gli affidamenti in conto corrente. Per i conti correnti, infatti, non è oggetto di contestazione la continuità e l'unicità del prestito nel momento in cui l'affidamento giunge a scadenza e non viene immediatamente rimborsato. Così come non è mai stata oggetto di discussione l'usuraietà dell'intero rapporto quando uno dei due tassi, o entrambi, superano le soglie di usura, confermando di fatto l'unicità del rapporto anche quando l'utilizzo prosegue oltre la scadenza dell'affidamento. Ci si chiede quindi perché il prestito sotto forma di mutuo dovrebbe avere un diverso trattamento.

Il confronto è ancora più evidente se si considera un finanziamento a medio/lungo termine con rata trimestrale di soli interessi e rimborso integrale del capitale alla scadenza ("bullet"). Supponendo che il debitore paghi regolarmente gli interessi corrispettivi trimestrali e alla scadenza non riesca però a rimborsare il capitale, ma sussista ancora la possibilità di pagare gli interessi di mora con frequenza trimestrale, la situazione del finanziamento pre-scadenza (rate 1-4) e post-scadenza (dalla 5° rata in poi) sarebbe perfettamente identica, con interessi pagati trimestralmente sullo stesso importo, calcolati ad un diverso tasso<sup>44</sup>.



Come nel caso dell'affidamento in conto corrente scaduto, anche per il finanziamento sopra descritto la data di pagamento del capitale diventa indefinita, ed il prestito continua a tempo indeterminato fino al momento in cui l'intermediario non attiva le procedure giudiziali per il recupero della somma prestata.

44 Analisi grafica ed econometrica Ing. G. ZUCCHINALI, Zucchinali & Partners, [www.sos-derivati.it](http://www.sos-derivati.it).

Per un finanziamento con rate miste di capitale ed interessi, la situazione sopra descritta si ripete per ogni singola rata. Supponendo infatti che alla scadenza di una rata il debitore paghi solo la quota interessi, ma non la quota capitale, la frazione di prestito scaduta prosegue oltre la scadenza con la sola variazione del tasso applicato, che passa dal tasso corrispettivo a quello di mora.

La dimostrata unicità di rapporto in relazione alla singola rata a fronte dell'unicità di rapporto per l'intero capitale (tra la situazione pre-scadenza e post-scadenza) per l'ovvia unicità di rapporto esistente tra le rate di ammortamento del prestito.

L'unicità del rapporto di finanziamento nella situazione pre-scadenza e post-scadenza non è quindi in discussione e non dovrebbero, quindi, essere poste in discussione neanche le conseguenze logico-giuridiche relativamente alla verifica del superamento delle soglie di usura e alle penalità corrispondenti all'eventuale superamento delle medesime soglie da parte dall'intermediario.

Il rapporto di finanziamento è unico così com'è unica la pattuizione di interessi. Pertanto, non si giustifica neanche dal punto di vista contabile e della tecnica bancaria una scissione tra le sorti degli interessi corrispettivi e interessi di mora in caso di accertata usurarietà solo di quest'ultimi: l'intero prestito dovrà essere considerato gratuito, con restituzione sia degli interessi corrispettivi, sia di quelli moratori.

Per offrire una visione più accurata del fenomeno dell'usura nei finanziamenti, è opportuno effettuare alcune precisazioni in merito alla determinazione del c.d. "tasso complessivo del prestito", inteso come tasso medio ponderato ottenuto rapportando la somma di tutti gli interessi pagati (corrispettivi e moratori) al capitale prestato. Su questo punto la Cassazione è intervenuta (sentenza n. 17447/2019<sup>45</sup>) affermando, in *primis*, che al momento della stipula del contratto è esclusa la sommatoria dei tassi corrispettivi e moratori per la formazione del TEG da confrontare con i Tassi Soglia. L'argomentazione utilizzata dalla Suprema Corte nella citata sentenza non appare tuttavia pienamente convincente sul piano tecnico.

Infatti secondo la Cassazione «*i due tassi sono alternativi tra loro: se il debitore è in termini deve corrispondere gli interessi corrispettivi, quando è in ritardo qualificato dalla mora, al posto degli interessi corrispettivi deve pagare quelli moratori; di cui qui la conclusione che i tassi non si possono sommare perché si riferiscono a basi di calcolo diverse: il tasso corrispettivo si calcola sul capitale residuo, il tasso*

<sup>45</sup> Cass. Civ., sez III, 28 Giugno 2019 n. 17447.

*di mora si calcola sulla rata scaduta»<sup>46</sup>.*

La prima motivazione non appare del tutto condivisibile perché nel caso di ritardato pagamento, al debitore sono richiesti contemporaneamente sia interessi moratori (calcolati sulla parte di debito scaduta) sia interessi corrispettivi (calcolati sulla parte di debito non ancora scaduta). I due interessi sono alternativi (non si sommano, come ricordato poc'anzi- *paragrafo 2.2*) ma sono riferiti a due porzioni dello stesso prestito che, per le ragioni già esposte, deve considerarsi unico ed è quindi possibile calcolarne il tasso medio ponderato, ovvero il "tasso complessivo del prestito".

La seconda motivazione presuppone il mancato pagamento degli interessi scaduti mentre, come emerso negli esempi precedenti (prestito *bullet* e prestito rateale), il debitore potrebbe essere in mora con riferimento al capitale scaduto, ma essere in regola sul pagamento degli interessi scaduti. In questo caso la base di calcolo dei due tipi di interesse sarebbe identica e sarebbe quindi lecito determinare il tasso complessivo del prestito come media ponderata dei due tassi.

La seconda motivazione però non appare condivisibile neanche nel caso in cui il debitore possa essere effettivamente in mora sia con riferimento al capitale scaduto che agli interessi scaduti. Occorre infatti precisare che gli interessi scaduti contenuti in ciascuna rata non si trasformano in capitale, come affermato sentenza della Corte di Cassazione del 20 febbraio 2003, n. 2593<sup>47</sup> (e confermato poi dalla citata sentenza n. 17447/2019) secondo cui «*Occorre, in primo luogo, rilevare che in ipotesi di mutuo per il quale sia previsto un piano di restituzione differito nel tempo, mediante il pagamento di rate costanti comprensive di parte del capitale e degli interessi, questi ultimi conservano la loro natura e non si trasformano invece in capitale da restituire al mutuante, cosicché la convenzione, contestuale alla stipulazione*

---

46 Così testualmente Cass. Civ., sez III, 28 Giugno 2019 n. 17447, cit. «*gli interessi convenzionali di mora non sfuggono alla regola generale per cui, se pattuiti ad un tasso eccedente quello stabilito dalla L. 7 marzo 1996, n. 108, art. 2, comma 4, vanno qualificati ipso iure come usurari, ma in prospettiva del confronto con il tasso soglia antiusura non è corretto sommare interessi corrispettivi ed interessi moratori. Alla base di tale conclusione vi è la constatazione che i due tassi sono alternativi tra loro: se il debitore è in termini deve corrispondere gli interessi corrispettivi, quando è in ritardo qualificato dalla mora, al posto degli interessi corrispettivi deve pagare quelli moratori; di qui la conclusione che i tassi non si possano sommare semplicemente perché si riferiscono a basi di calcolo diverse: il tasso corrispettivo si calcola sul capitale residuo, il tasso di mora si calcola sulla rata scaduta; ciò vale anche là dove sia stato predisposto, come in questo caso, un piano di ammortamento, a mente del quale la formazione delle varie rate, nella misura composita predeterminata di capitale ed interessi, attiene ad una modalità dell'adempimento dell'obbligazioni gravante sulla società utilizzatrice di restituire la somma capitale aumentata degli interessi; nella rata concorrono, infatti, la graduale restituzione del costo complessivo del bene e la corresponsione degli interessi; trattandosi di una pattuizione che ha il solo scopo di scaglionare nel tempo le due distinte obbligazioni».*

47 Cass. Civ., sez. III, 20 febbraio 2003, n. 2593.

*del mutuo, la quale stabilisca che sulle rate scadute decorrono gli interessi sull'intera somma integra un fenomeno anatocistico, vietato dall'art. 1283 c.c. Il principio è stato affermato da questa Corte a partire dalla sentenza n. 3479 del 1971, la quale osservò che "il semplice fatto che nelle rate di mutuo vengono compresi sia una quota del capitale da estinguere sia gli interessi a scalare non operi un conglobamento ne vale tanto meno a mutare la natura giuridica di questi ultimi, che conservano la loro autonomia anche dal punto di vista contabile"».*

Per questo motivo gli interessi corrispettivi scaduti, non potendo essere confusi con il capitale, non possono essere inseriti al denominatore nella formula del TEG. In tal modo, poiché il denominatore della formula del TEG è il capitale prestato sia nel calcolo del tasso corrispettivo che di quello moratorio, non appare del tutto condivisibile l'affermazione secondo cui i due tassi "si riferiscono a basi di calcolo diverse".

Nella verifica dell'usurarietà di un finanziamento, occorrerà poi verificare l'ammontare del "capitale effettivo" erogato in favore del cliente. Infatti, il capitale nominale di un finanziamento è indicato nel contratto ed è la somma di denaro sulla quale l'intermediario calcola gli interessi al tasso prestabilito.

Il capitale effettivo rappresenta invece la somma "effettivamente" ricevuta dal soggetto finanziato al netto delle spese ed oneri che devono essere riconosciuti all'intermediario al momento della stipula del contratto. Occorre quindi identificare l'effettiva prestazione iniziale di denaro sulla base della quale calcolare gli interessi ed altri oneri comunque collegati all'erogazione del credito. Si richiama in merito, il contenuto degli artt. 820 e 821 c.c. e il concetto, pacifico, che l'obbligazione di interessi è accessoria a quella per il capitale, con una funzione economica propria ed autonoma e che la fonte degli interessi è unicamente il capitale. Il calcolo è poi disciplinato dagli artt. 1284 e 1283 c.c.

Le principali voci di costo che intervengono con una riduzione del capitale effettivamente prestato (si veda lo sviluppo della formula del TEG proposta dalla Banca d'Italia) sono le seguenti:

<b>Voci che diminuiscono il capitale finanziato</b>
<i>Spese Istruttoria</i>
<i>Costo Perizia</i>
<i>Costo Mediazione</i>
<i>Costo implicito derivati interni</i>
<i>Imposta Sostitutiva</i>

Le spese di istruttoria, il costo della perizia e della mediazione sono espressamente indicate nelle "Istruzioni per la rilevazione dei tassi effettivi globali medi" della Banca d'Italia e sono generalmente di facile individuazione nel contratto o nella contabilità del debitore.

Nel caso particolare di un finanziamento stipulato per estinguere un precedente debito con lo stesso intermediario, il capitale effettivo deve tenere conto di eventuali somme non dovute (per eventuali illegittimità pregresse) contenute nel debito in estinzione. Infatti, quando il finanziamento viene concesso allo scopo di estinguere debiti con lo stesso intermediario, riscontrabili come saldo negativo di uno o più rapporti di conto corrente o di altra natura, occorre verificare preventivamente l'intero rapporto tra il correntista e l'intermediario, al fine di evidenziare la presenza di eventuali somme illegittimamente addebitate per interessi anatocistici, interessi ultralegali, commissioni di massimo scoperto ed ogni altra, eventuale, violazione normativa.

Alla luce di tutte le considerazioni suesposte, la soluzione adottata dalla Suprema Corte con la sentenza n. 19597/2020, secondo cui in caso di accertata usurarietà degli interessi moratori sono comunque dovuti gli interessi corrispettivi correttamente pattuiti, non pare tenere in debita considerazione la natura "unica" del prestito erogato e l'unicità intrinseca degli interessi applicati al suddetto prestito, ancorché calcolati su tassi diversi (corrispettivi e moratori).

### **7. Le tutele a favore del cliente: l'azione di accertamento e la disciplina consumeristica**

Per quanto concerne le forme di tutela previste in favore del cliente, le Sezioni Unite n. 19597/2020 hanno statuito che sussiste l'interesse ad agire ex art. 100 c.p.c. per l'accertamento dell'eventuale usurarietà della clausola di interessi, sin dalla pattuizione della medesima. Ciò in quanto l'azione di mero

accertamento non implica necessariamente l'attualità della lesione di un diritto, essendo sufficiente uno stato di incertezza oggettiva (pag. 29 della sentenza).

Occorre tuttavia chiarire che sulla base di quanto statuito dalle Sezioni Unite, ove tale azione di accertamento venisse intrapresa prima dell'effettivo inadempimento, la sentenza avrebbe solo lo scopo di accertare, in astratto, l'eventuale nullità di quella specifica clausola di interessi moratori pattuiti, nel caso in cui fosse utilizzata in futuro dal finanziatore.

Di conseguenza, ciò non significa che il debitore che abbia ottenuto la dichiarazione di nullità della clausola, da quel momento in poi potrà non adempiere e pretendere che nessun interesse gli sia applicato, oltre all'interesse corrispettivo incluso nelle rate già dovute. Ciò in quanto, prima dell'effettivo inadempimento, la sentenza di accertamento non avrà ancora l'effetto di rendere dovuto solo un interesse moratorio pari al tasso di interessi corrispettivi lecitamente pattuiti (ex art. 1224 c.c.), effetto che si potrà verificare solo alla condizione che in caso di ritardato pagamento dal parte del debitore, la banca applichi proprio il tasso di interesse previsto in contratto e dichiarato poi usurario. Oppure, che il tasso "in concreto" applicato sulla base della clausola di interessi, sia effettivamente sopra soglia.

Nel caso in cui il tasso "in concreto" applicato al debitore moroso sia invece sotto soglia, egli dovrà corrisponderlo e la sentenza di accertamento non potrà essere invocata, in quanto non avrà preso in esame il tasso di interesse concretamente applicato.

Ora, non vi è chi non veda che nel caso in cui la banca dovesse essere convenuta in giudizio prima dell'inadempimento del debitore, nell'eventualità in cui nel corso del rapporto con il cliente dovesse poi subentrare un effettivo ritardo nei pagamenti da parte di quest'ultimo, la suddetta banca (ragionevolmente) non richiederà in concreto il pagamento di quel medesimo tasso di interesse eventualmente dichiarato usurario da parte della sentenza di accertamento. Pertanto, il debitore sarà comunque tenuto al pagamento di un tasso di interesse moratorio superiore al saggio di interessi corrispettivi.

Ci si chiede quindi quale possa essere utilità per il soggetto finanziato ad intraprendere un contenzioso (e sostenerne i relativi costi) teso ad ottenere l'accertamento dell'eventuale usurarietà del tasso di mora pattuito prima dell'effettivo inadempimento, in considerazione del fatto che in caso di mancato o ritardato pagamento, la banca potrà comunque richiedere la corresponsione di un tasso di interesse moratorio inferiore a quello pattuito, che è stato oggetto di accertamento.

Sulla base di tali presupposti, l'azione di accertamento rischia di essere, di fatto, *inutiliter data*, rappre-

sentando solo un costo per il finanziato, che avrà un effettivo interesse ad intraprendere un contenzioso giudiziale solo in caso di inadempimento già avvenuto, al fine di verificare l'usurarietà, o meno, dell'interesse moratorio "in concreto" richiesto in pagamento.

Tuttavia, a fronte del principio di diritto affermato dalle Sezioni Unite, anche in caso di interesse moratorio accertato come usurario, il debitore non potrà beneficiare della gratuità del mutuo, bensì dovrà comunque corrispondere gli interessi corrispettivi lecitamente pattuiti.

Tale impostazione adottata dalla Suprema Corte, non potrà che sortire l'effetto di ridimensionare notevolmente il contenzioso bancario in tema di usurarietà del mutuo, rischiando però di lasciare le parti più deboli del rapporto contrattuale, sostanzialmente, prive di tutela.

Nel caso in cui il debitore rivesta la qualifica di consumatore, la Corte ha poi riconosciuto l'applicabilità anche della disciplina consumeristica, prevedendo quindi due possibili rimedi a tutela del consumatore, il quale potrà scegliere tra le tutele previste dal codice del consumo oppure, in alternativa, ricorrere alla disciplina codicistica.

La Corte ha richiamato l'art. 33, co. 2 lett. f) del d.lgs. 206 del 2005, prevede che *"Si presumono vessatorie fino a prova contraria le clausole che hanno per oggetto, o per effetto, di (...) imporre al consumatore, in caso di inadempimento o di ritardo nell'adempimento, il pagamento di una somma di denaro a titolo di risarcimento, clausola penale o altro titolo equivalente d'importo manifestamente eccessivo"*.

Nel proprio percorso argomentativo la Suprema Corte ha richiamato anche la sentenza della Corte di Giustizia del 21 gennaio 2015 (cause riunite C-482/13, C-484/13, C-485/13 e C-487/13, Unicaja Banco e Caixabank)<sup>48</sup>, ponendo alcuni spunti di riflessione e di particolare interesse, che appare opportuno ripercorrere per meglio comprendere la portata che avrà il principio dettato dalle Sezioni Unite nella

<sup>48</sup> C. Giust. UE, sez. I, 21 gennaio 2015, cause riunite C-482/13, C-484/13, C-485/13 e C-487/13, cit.

sentenza in commento<sup>49</sup>.

Nell'ambito di tali ricorsi, il giudice si era concentrato sulla questione del carattere «abusivo» ai sensi dell'articolo 3, paragrafo 1, della direttiva 93/13, delle clausole relative ai tassi d'interessi di mora, nonché dell'applicazione di detti tassi al capitale la cui esigibilità anticipata è dovuta al ritardo nel pagamento. A tal proposito il giudice del rinvio avanzava dubbi in merito alle conseguenze da trarre dal carattere abusivo di dette clausole, alla luce della seconda disposizione transitoria della legge 1/2013. Ciò in quanto se si fosse dovuta ritenere applicabile tale disposizione, sarebbe spettato al medesimo giudice far ricalcolare gli interessi di mora conformemente al terzo comma di tale disposizione<sup>50</sup>.

La Corte di giustizia ha statuito che *"quanto alle conseguenze da trarre dalla constatazione del carattere abusivo di una disposizione di un contratto che vincola un consumatore ad un professionista, dal tenore letterale dell'articolo 6, paragrafo 1, della direttiva 93/13, risulta che i giudici nazionali sono tenuti unicamente ad escludere l'applicazione di una clausola contrattuale abusiva affinché non produca effetti vincolanti nei confronti dei consumatori, senza essere autorizzati a rivedere il contenuto della medesima. Infatti, detto contratto deve sussistere, in linea di principio, senz'altra modifica che non sia quella risultante dalla soppressione delle clausole abusive, purché, conformemente alle norme di diritto interno, una simile sopravvivenza del contratto sia giuridicamente possibile (sentenze Banco Español de Crédito,*

---

49 Nel caso sottoposto alla Corte di Giustizia, L'Unicaja Banco e la Caixabank avevano presentato, dinanzi al giudice del rinvio domande di esecuzione forzata sugli importi dovuti in applicazione dei tassi d'interesse di mora previsti in taluni contratti di mutuo ipotecario. I procedimenti principali riguardano procedimenti di esecuzione ipotecaria avviati dall'Unicaja Banco e dalla Caixabank per l'esecuzione forzata di varie ipoteche, costituite tra il 5 gennaio 2007 e il 20 agosto 2010 per importi compresi tra EUR 47 000 e EUR 249 000.

Nella causa C-482/13, il mutuo ipotecario era soggetto ad un tasso di interesse moratorio del 18%, che era suscettibile di aumento, qualora dalla maggiorazione di quattro punti del tasso di interesse modificato fosse risultato un tasso di interesse superiore, entro i limiti del massimale del 25% nominale annuo. Nelle cause C-484/13, C-485/13 e C-487/13, i mutui ipotecari erano soggetti ad un tasso di interesse moratorio del 22,5%

Inoltre, tutti i contratti di mutuo interessati nei procedimenti principali contenevano una clausola che consentiva, in caso di inadempimento del mutuatario ai suoi obblighi di pagamento, al mutuante di anticipare la data di esigibilità inizialmente pattuita e di richiedere il pagamento dell'intero capitale dovuto, maggiorato degli interessi di mora, delle commissioni e delle spese concordati.

50 Nello specifico alla Corte di giustizia, in via pregiudiziale, era stato chiesto di esprimersi se "l'articolo 6, paragrafo 1, della direttiva 93/13 debba essere interpretato nel senso che osta ad una disposizione nazionale in virtù della quale il giudice interno, investito di un procedimento di esecuzione ipotecaria, è tenuto a far ricalcolare le somme dovute a titolo della clausola di un contratto di mutuo ipotecario che prevede interessi moratori il cui tasso sia superiore al triplo del tasso legale, mediante l'applicazione di un tasso di interesse moratorio che non ecceda tale soglia".

C-618/10, EU:C:2012:349, punto 65, nonché *Asbeek Brusse e de Man Garabito*, C-488/11, EU:C:2013:341<sup>51</sup>, si veda punto n. 28 della sentenza)<sup>51</sup>.

Ai fini che maggiormente interessano in questa sede, appare particolarmente rilevante quanto indicato al punto 31 della citata sentenza, ove la Corte di Giustizia spiega la *ratio* sottesa alla direttiva europea, ovvero «*di fatto, se il giudice nazionale potesse rivedere il contenuto delle clausole abusive, una tale facoltà potrebbe compromettere la realizzazione dell'obiettivo di lungo termine di cui all'articolo 7 della direttiva 93/13. Infatti tale facoltà contribuirebbe ad eliminare l'effetto dissuasivo esercitato sui professionisti dalla pura e semplice non applicazione nei confronti del consumatore di siffatte clausole abusive, dal momento che essi rimarrebbero tentati di utilizzare tali clausole, consapevoli che, quand'anche esse fossero invalidate, il contratto potrebbe nondimeno essere integrato, per quanto necessario, dal giudice nazionale, in modo tale, quindi, da garantire l'interesse di detti professionisti (sentenze *Banco Español de Crédito*, EU:C:2012:349, punto 69, nonché *Kásler e Káslerné Rábai*, EU:C:2014:282, punto 79)*».

Pertanto, la Corte di Giustizia ha chiaramente evidenziato lo scopo di protezione verso il consumatore che è sotteso alla direttiva europea, poiché se il giudice nazionale potesse sostituire il contenuto della clausola abusiva, rimodulandolo, si perderebbe l'effetto dissuasivo sotteso alla normativa stessa, perché i professionisti avrebbero comunque interesse all'utilizzo delle suddette clausole abusive, le quali, in ogni caso, non verrebbero eliminate, bensì solo "ridimensionate" per effetto dell'intervento del giudice nazionale.

A parere di chi scrive, tale assunto appare di un certo rilievo nella lettura della sentenza della Suprema Corte in commento e induce inevitabilmente ad una serie di riflessioni.

Ciò in quanto fino alla pronuncia della Suprema Corte n. 19597/2020, la *ratio* della disciplina antiusura

---

<sup>51</sup> La Corte ha quindi affermato che l'art. 6, co. 1 della direttiva 93/13, non può essere interpretata nel senso che consente al giudice nazionale, qualora quest'ultimo accerti il carattere abusivo di una clausola penale in un contratto stipulato tra un professionista e un consumatore, di ridurre l'importo della penale imposta a carico del consumatore, anziché di disapplicare integralmente la clausola in esame nei confronti di quest'ultimo (sentenza *Asbeek Brusse e de Man Garabito*, EU:C:2013:341, si veda punto 29 della sentenza). Inoltre, ha ricordato la Corte, data la natura e l'importanza dell'interesse pubblico sul quale si basa la tutela assicurata ai consumatori, che si trovano in una situazione d'inferiorità rispetto ai professionisti, la direttiva 93/13 impone agli Stati membri, come risulta dal suo articolo 7, paragrafo 1, in combinato disposto con il ventiquattresimo considerando della medesima, di fornire mezzi adeguati ed efficaci per far cessare l'inserzione di clausole abusive nei contratti stipulati tra un professionista e i consumatori (sentenze *Banco Español de Crédito*, EU:C:2012:349, punto 68, nonché *Kásler e Káslerné Rábai*, EU:C:2014:282, si veda punto 30 della sentenza).

era quella di caducare la disposizione di interessi con la conseguente gratuità del mutuo. Lo scopo era di dissuadere, appunto, gli intermediari creditizi ma, più in generale, i creditori in senso ampio, dall'applicare tassi di interesse sopra soglia in quanto la conseguenza dell'accertata usurarietà degli interessi avrebbe determinato la perdita di tutti gli interessi.

Con la nuova impostazione adottata dalla Suprema Corte, ovvero, richiedendo comunque al soggetto finanziato il pagamento degli interessi corrispettivi correttamente pattuiti, si rischia di ottenere esattamente l'effetto non voluto dalla direttiva europea citata dalle stesse Sezioni Unite, ovvero, si perderà *"l'effetto dissuasivo esercitato sui professionisti dalla pura e semplice non applicazione nei confronti del consumatore di siffatte clausole abusive"*. Ciò in quanto se sarà in ogni caso garantita la corresponsione degli interessi corrispettivi, il creditore avrà comunque interesse ad applicare clausole abusive (usuarie)<sup>52</sup>.

Alla luce delle considerazioni esposte, pare di poter affermare che la disciplina europea considera il potere del giudice di "rimodulare" (o ridurre) il tasso di interesse considerato abusivo (o usurario) come ipotesi comunque "residuale", rispetto all'annullamento della clausola medesima, da attuarsi solo quando l'eliminazione della clausola comporterebbe anche la caducazione dell'intero contratto, determinando quindi per il debitore / consumatore un danno ancora maggiore<sup>53</sup>.

L'impostazione data dalle Sezioni Unite con la sentenza in commento, invece, pare finalizzata a riconoscere al tasso moratorio oltre soglia una parziale esenzione dalle conseguenze della suddetta usurarietà, ammettendone la sostituzione in via di eterointegrazione con la misura validamente pattuita per gli interessi corrispettivi. Ciò probabilmente significherà incentivare gli intermediari creditizi ad incrementare il saggio della mora, anche oltre il limite dell'usura, nella consapevolezza che una volta

---

52 Per completezza si segnala che la sentenza della Corte di Giustizia ha concluso riconoscendo la possibilità per il giudice nazionale di sostituire ad una clausola abusiva una disposizione nazionale di natura suppletiva *"a condizione che tale sostituzione sia conforme all'obiettivo dell'articolo 6, paragrafo 1, della direttiva 93/13 e consenta di ripristinare un equilibrio reale tra i diritti e gli obblighi delle parti contraenti. Tuttavia, tale possibilità è limitata ai casi in cui l'invalidazione della clausola abusiva obbligherebbe il giudice ad annullare il contratto nel suo insieme, esponendo così il consumatore a conseguenze tali da esserne penalizzato (v., in tal senso, Kásler et Káslerné Rábai, EU:C:2014:282, punti da 82 a 84)"* (punto 33 della sentenza).

53 Al punto 34 della sentenza della Corte di Giustizia è stato chiarito che nei procedimenti principali, e salve le opportune verifiche da parte del giudice del rinvio, l'annullamento delle clausole contrattuali di cui trattasi non avrebbe avuto conseguenze negative per il consumatore, in quanto gli importi per i quali i procedimenti di esecuzione ipotecaria erano stati avviati, sarebbero stati necessariamente minori in assenza di maggiorazione dovuta all'applicazione degli interessi moratori previsti da dette clausole.

accertata quest'ultima, il saggio si ridurrà a quello validamente pattuito per i corrispettivi.

### **8. Considerazioni conclusive e prospettive future**

La sentenza delle Sezioni Unite n. 19597/2020 era attesa da tempo e in questa sede la Corte aveva la possibilità di stabilire, nella propria composizione più prestigiosa, un principio che poteva (finalmente) chiarire l'annosa questione connessa alla rilevanza o meno della mora, ai fini della verifica delle soglie usuarie.

A parere di chi scrive, la rilevanza dell'interesse di mora rispetto alla disciplina antiusura, era in realtà un falso problema. Ciò in quanto, come indicato nei paragrafi precedenti, non si vede ragione davvero apprezzabile che giustifichi una possibile esclusione del tasso di mora tra i costi connessi all'erogazione del credito.

Tuttavia, la questione è stata a lungo dibattuta in dottrina e in giurisprudenza e il principio di diritto enunciato dalla Suprema Corte, pur ammettendo la rilevanza della mora nella verifica del rispetto delle soglie di usura, ha in realtà determinato un sostanziale "snaturamento" della norma e della disciplina antiusura applicata sino ad oggi, per le ragioni suesposte.

Nel proprio percorso argomentativo, la Corte aveva in realtà esordito enunciando che la propria decisione avrebbe dovuto fondarsi sul "criterio - guida" *«costituito dalla ratio del divieto di usura e dalle finalità che con esso si siano intese perseguire; fermo restando che le scelte di politica del diritto sono riservate al legislatore, al giudice competendo solo di interpretare la norma nei limiti delle opzioni ermeneutiche più corrette dell'enunciato»* (s.v. pag. 10 della sentenza).

Le premesse sembravano quindi certamente più che condivisibili, in quanto i Giudici hanno richiamato, da un lato, la *ratio* che deve animare la disciplina antiusura (che dovrebbe essere da sempre tesa alla tutela del contraente più debole del rapporto contrattuale) e, dall'altro, hanno ribadito il primato del legislatore nelle scelte di politica del diritto.

Tuttavia, l'operazione ermeneutica realizzata dalla Suprema Corte pare essere andata verso tutt'altra direzione, sovvertendo i canoni normativi conosciuti e applicati sin dall'entrata in vigore dell'art. 644 c.p., come riformato dalla legge n. 108 del 1996.

E' infatti innegabile che la portata applicativa della sentenza in commento ridimensionerà sensibilmente il fenomeno usurario e le conseguenze economiche del medesimo a danno, esclusivamente, della

clientela delle banche.

Inoltre, la norma antiusura, così interpretata, perderà anche la funzione deterrente che una disposizione normativa dovrebbe possedere. Ciò in quanto l'intermediario, a fronte dell'applicazione di interessi accertati come usurari, invece che rischiare di vedersi convertire un mutuo oneroso in mutuo a titolo gratuito, e quindi restituire tutto quanto percepito fino a quel momento a titolo di interessi (come sarebbe previsto dalla lettera della norma), dovrà restituire, sostanzialmente, solo gli interessi moratori.

Con riferimento alla funzione deterrente che dovrebbe caratterizzare la disciplina antiusura, oltre alle riflessioni frutto dell'analisi della giurisprudenza europea ed esposte nei paragrafi precedenti, appare calzante quanto recentemente affermato in dottrina, ovvero che *«il vero presidio contro l'usura bancaria risiede invece nella interpretazione qui prospettata che, individuata nel secondo comma dell'art. 1815, una presunzione assoluta di gratuità del mutuo, determina, una volta accertata l'usura anche dei soli interessi moratori, la non debenza anche di quelli corrispettivi, pur se infra soglia. Solo così si può indurre il ceto bancario ad un abbattimento del costo dei finanziamenti, riducendo l'ampia forbice in atto esistente che lo separa da quello sostenuto dagli intermediari per approvvigionarsi della provvista necessaria per concedere credito»*<sup>54</sup>.

Si ricorda inoltre che l'ampia e onnicomprensiva formulazione dell'art. 644 c.p. trova la sua *ratio* nella necessità di colpire il fenomeno usurario in ogni sua forma.

L'accertamento dell'usura del contratto quindi non può certo esaurirsi nel mero confronto dei tassi indicati in contratto con il tasso soglia, ma impone di analizzare e quantificare tutti i costi legati al credito, il che a sua volta non può prescindere dalla determinazione del preciso ammontare del capitale erogato e/o effettivo (artt. 820 e 821 c.c.).

Lo scopo della normativa antiusura è infatti quello di ravvisare e colpire le forme di usura surrettizia che si attuano attraverso l'applicazione di meccanismi di calcolo non trasparenti e voci di costo fuorvianti, aspetto che aveva animato il legislatore del 1996 al fine di tutelare la parte più debole del rapporto negoziale.

Come affermato in dottrina, il fine della legge n.108/96 è appunto quello di *«debellare la piaga dell'u-*

<sup>54</sup> U. VASSALLO PALEOLOGO, *Il finale era già noto - prime riflessioni sulla sentenza delle Sezioni Unite della Cassazione civile n. 19597/2020*, op. cit., pag. 12 e ss.

*sura, inclusa quella da strada spesso dimenticata ma non per questo meno oppressiva e pericolosa di quella bancaria, piaga che costituisce un ostacolo di ordine economico che la Repubblica ha il compito di rimuovere (arg. ex art. 3, cpv., Cost.), anche al fine di assicurare un corretto ed equilibrato accesso dei cittadini al mercato del credito, tutelandoli, in quanto contraenti deboli di fronte allo strapotere bancario implementato dalla legislazione speciale bancaria. Quest'ultima, infatti, si sta sempre più distaccando dai principi fondanti il nostro ordinamento giuridico e in particolare da quello della gerarchia delle fonti, assegnando di fatto il completamento delle norme primarie ad atti amministrativi generali».*<sup>55</sup>

La sentenza in commento ha certamente destato grande interesse, suscitando anche notevoli perplessità, e da più parti ci si è chiesti se non sarebbe opportuno, a questo punto, la predisposizione di una nuova normativa antiusura.

A parere di chi scrive non sarebbe necessaria una nuova norma antiusura, bensì sarebbe sufficiente che l'attuale disciplina legislativa venisse correttamente interpretata.

La norma, così come i lavori preparatori alla medesima, hanno infatti previsto che "tutti i costi connessi all'erogazione del credito" siano inseriti nella verifica delle soglie usuarie. Soglie determinate dall'art. 644 c.p. che prevede il solo rinvio ai decreti ministeriali verificati ogni trimestre, senza che ciò determini alcuna delega legislativa a fonti secondarie. Nel caso di superamento delle medesime non sarebbero dovuti interessi, né corrispettivi, né moratori, al fine di sanzionare il soggetto che applica alla clientela costi usurari.

Nel tempo si è invece assistito ad una progressiva erosione dei pilastri che sorreggevano la disciplina antiusura<sup>56</sup>, mettendo in discussione il fatto che gli interessi di mora potessero o meno rientrare nella verifica delle soglie di usura (come se si potesse realmente dubitare del fatto che gli interessi di mora

<sup>55</sup> U. VASSALLO PALEOLOGO, *op. cit.*, pag. 11.

<sup>56</sup> Si è poi a lungo dibattuto sulla rilevanza della Commissione di massimo scoperto, della penale di estinzione anticipata e sui costi di assicurazione, con l'intento di ridimensionarne la portata delle suddette voci di spesa per il cliente ai fini della verifica delle soglie di usura. A titolo esemplificativo s.v. quanto segue «In altri casi, invece, la mancata considerazione ai fini del TEGM, da parte delle Istruzioni della Banca d'Italia, di voci di costo che rientravano, a tutti gli effetti, nella fisiologia del rapporto s'è tradotta in un'opinabile e censurabile sottostima del costo del credito. È il caso della c.m.s. ("rilevata separatamente" fino alle Istruzioni dell'agosto 2009) e dei premi di polizza assicurativa, previsti a copertura del rischio di credito ma obbligatori per legge (esclusi dalla rilevazione ai sensi del § C4 sub 5 delle Istruzioni del febbraio 2006, ma in seguito ricompresi nelle Istruzioni dell'agosto 2009), Tribunale di Torino, 27 aprile 2016, n.14932, *cit.*

siano un costo collegato all'erogazione del credito<sup>57</sup>). La lettera della norma dispone poi un chiaro riferimento al momento della pattuizione, senza distinzione tra interessi di mora e interessi corrispettivi, in considerazione della natura del reato di usura, considerato a duplice fattispecie, che sanziona sia l'erogazione della somma usuraria sia la mera pattuizione della medesima<sup>58</sup>.

Si osserva inoltre che nella riforma avvenuta ad opera del D.L. n. 70 del 2011<sup>59</sup>, che ha alzato il tasso soglia, non vi è alcun riferimento ad un tasso di interesse differente per gli interessi di mora. Quest'ultimo risulta, di fatto, essere il frutto di una creazione giurisprudenziale realizzata da parte degli interpreti e operatori del diritto, motivata, principalmente, sulla base del fatto che gli interessi corrispettivi e gli interessi moratori avrebbero diversa natura giuridica e ciò giustificerebbe la sussistenza di un tasso soglia differente<sup>60</sup>.

Sorvolando in questa sede sul fatto che giuridicamente tale distinzione possa considerarsi corretta, in considerazione del fatto che (come più volte ricordato) appare priva di una base normativa di rango primario, quel che è certo è che nelle applicazioni concrete la "creazione" di un diverso tasso soglia per

---

57 Appare opportuno richiamare testualmente quanto stabilito da Trib. Torino, 27 aprile 2016, n.14932, *cit.*, ovvero che: «anche l'interesse di mora deve ritenersi inerente alla concessione del credito. Primo, è previsto nel contratto e come patto contrattuale deve presumersi *prima facie* condizione per la concessione del credito. Secondo, regola preventivamente le conseguenze economiche del mancato pagamento alla scadenza di una rata di rimborso del prestito concesso. Non ultimo, secondo lo stabile indirizzo della Cassazione civile, gli interessi di mora sono assoggettati all'applicazione degli artt. 1815 c.c. e 644 c.p.».

58 La Corte di Cassazione ha infatti sancito che il reato di usura si configura come reato a schema duplice e si perfeziona o con la sola accettazione della promessa degli interessi o degli altri vantaggi usurari, non seguita dalla effettiva dazione degli interessi, ovvero, quando questa segua, con l'integrale adempimento dell'obbligazione usuraria. Trattandosi di reato a schema duplice, pertanto, ne consegue che, nella prima, il verificarsi dell'evento lesivo del patrimonio altrui si attegga non già ad effetto del reato, più o meno esteso nel tempo in relazione all'eventuale rateizzazione del debito, bensì ad elemento costitutivo dell'illecito il quale, nel caso dell'integrale adempimento dell'obbligazione usuraria, si consuma con il pagamento del debito. Nella seconda, al contrario, che si verifica quando la promessa del corrispettivo, in tutto o in parte, non viene mantenuta, il reato si perfeziona con la sola accettazione dell'obbligazione rimasta inadempita (Cass. Pen., sez. II, 8 settembre 2011 n. 33331).

59 Decreto Legge 13 maggio 2011, n. 70, *Prime disposizioni urgenti per l'economia*, in G.U. Serie Generale n.110 del 13-5-2011, Entrato in vigore il 14 maggio 2011 e convertito con modificazioni dalla L. 12 luglio 2011, n. 106, in G.U. 12 luglio 2011, n. 160.

60 S.v. ad esempio Cass. Civ., 17 ottobre 2019, n. 26286, *cit.* Nella motivazione della sentenza si legge infatti che «vi è una netta diversità di causa e di funzione tra interesse corrispettivo ed interesse moratorio. L'interesse corrispettivo costituisce la remunerazione concordata per il godimento diretto di una somma di denaro, avuto riguardo alla normale produttività della moneta. L'interesse di mora, secondo quanto previsto dall'art. 1224 c.c., rappresenta invece il danno conseguente l'inadempimento di un'obbligazione pecuniaria" (...) Tale assunto nelle conseguenze porta ad individuare una soglia usura per gli interessi moratori diversa da quella fissata per i corrispettivi».

gli interessi di mora, ha indubbiamente portato ad un innalzamento del c.d. tasso "soglia moratorio".

Innalzamento a cui si è progressivamente assistito anche a fronte degli ulteriori interventi sopra ricordati che hanno interessato il tema dell'usura bancaria.

Giunti al termine del presente elaborato, appare inevitabile chiedersi quali possano essere le prospettive future rispetto del contenzioso bancario, dopo la sentenza delle Sezioni Unite in commento.

Come già anticipato, rispetto all'ipotesi di dover riscrivere la normativa antiusura, appare invece maggiormente condivisibile l'opinione di chi auspica che gli atti e le circolari di Banca d'Italia possano essere disapplicati, a vantaggio della norma primaria che non avrebbe alcuna necessità di essere riscritta.

La questione della disapplicazione dei suddetti atti e circolari della Banca d'Italia, si è infatti già posta in passato, con specifico riferimento all'ipotesi in cui i medesimi potessero contenere un errore materiale nella determinazione del tasso soglia.

Il fatto che gli eventuali errori nell'individuazione del tasso soglia comportino una responsabilità del vertice amministrativo non esclude, evidentemente, altre conseguenze né, soprattutto, il dovere del Giudice di intervenire al fine di garantire il rispetto di una primaria norma penale qual è l'art. 644 c.p. Ovvero, di impedire l'elusione di una pluralità di norme di legge e di natura imperativa, per effetto di disposizioni di natura amministrativa.

Si richiama a tal proposito l'orientamento della Corte di Cassazione espresso dalla sentenza n. 46669/11 (oltre a Cass. 12028/10, Cass. 28743/10, cit.), che ha testualmente affermato quanto segue: «... *Le circolari o direttive, ove illegittime e in violazione di legge, non hanno efficacia vincolante per gli istituti controparti sottoposti alla vigilanza della Banca d'Italia, neppure quale mezzo di interpretazione ...*»<sup>61</sup>. L'orientamento è stato confermato anche da Cass. 8806/2017<sup>62</sup> che, in materia di usura, ha ribadito la centralità sistemica dell'art. 644 c.p. rispetto alle Istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia e ai Decreti

<sup>61</sup> Cass. Civ. sez. V, 23 novembre 2011, n. 46669.

<sup>62</sup> Cass. Civ., sez. I, 5 Aprile 2017, n. 8806, est. A.A. Dolmetta, che nel confermare che le spese di assicurazione rientrano nel calcolo dell'usura, ha affermato che "non avrebbe neppure senso opinare diversamente nella prospettiva della repressione del fenomeno usurario, l'esclusione di talune delle voci per sé rilevanti comportando naturalmente il risultato di spostare - al livello di operatività della pratica - la sostanza del peso economico del negozio di credito dalle voci incluse verso le voci escluse".

Ministeriali. Recentemente la Corte di Cassazione con la sentenza n. 20464/2020<sup>63</sup> ha ribadito che «può dirsi acquisito, nella giurisprudenza di questa Corte, che gli atti e circolari della Banca d'Italia (...) debbono comunque rispettare le norme di legge (costituzionale e ordinaria) posto che si tratta di atti a queste comunque soggetti (cfr., in proposito, specialmente le decisioni di Cass., 7 novembre 2019, n. 28803). Con la conseguenza che, nel caso di riscontrata violazione di legge da parte di uno di questi atti, "si imporrebbe ... al giudice ordinario di prendere atto della legittimità degli stessi "e disapplicarli" (cfr. così, in termini puntuali, la pronuncia di Cass. SS.UU., 20 giugno 2018, n. 16303)».

In altri termini il predetto orientamento della Corte di Cassazione è espressione del principio generale che impone il rispetto della gerarchia delle fonti e della conseguente necessità di procedere alla disapplicazione degli atti sottordinati in quanto in contrasto con le disposizioni di legge<sup>64</sup>.

Tutte le argomentazioni e criticità suesposte, ovvero l'aggiornamento non tempestivo dei decreti ministeriali, la non verificabilità dei medesimi, il fatto che prendano in considerazione solo un numero limitato di classi di operazioni creditizie ecc., appaiono ragioni sufficienti per poter ipotizzare una disapplicazione degli stessi.

Ancora, alla luce di tutti gli aspetti critici evidenziati, appare inevitabile chiedersi se nel prossimo futuro, una sezione semplice potrà rimettere nuovamente la questione dell'usurarietà degli interessi moratori all'attenzione delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione.

63 Cass. Civ., sez. VI, 28 settembre 2020, n. 20464, est. A. A. Dolmetta.

64 S.v. da ultimo Cass. Civ., sez. VI, 26 novembre 2021, n. 37058, che ha recentemente ribadito il principio della centralità della fattispecie usuraria come definita dall'art. 644 c.p. comma 5, norma alla quale si devono necessariamente uniformare e coordinare le diverse disposizioni che intervengono in materia bancaria. Il riferimento appare chiaro dalle Istruzioni della Banca d'Italia che costituiscono la base per la formazione dei Decreti Ministeriali di rilevazione del TEG. E', altresì, condiviso il principio secondo il quale la mancata inclusione della voce di costo del credito dalle stesse istruzioni della Banca d'Italia (nello specifico i costi assicurativi) «... non comporta l'esclusione di tale voce ai fini della determinazione della soglia usuraria, imponendo semmai al Giudice ordinario di prendere atto della illegittimità dei decreti e disapplicarli». La Corte ha proseguito il percorso argomentativo ribadendo l'irrilevanza del principio secondo cui, ai fini della verifica del superamento del tasso soglia, si dovrebbero confrontare esclusivamente grandezze cd omogenee, poiché la nota pronuncia delle Sezioni Unite n. 19597/2020 ha chiarito che la voce di costo colpevolmente, esclusa dalle Istruzioni della Banca d'Italia per la rilevazione del TEG, potrà trovare dimora nel margine di tolleranza (cd "cuscinetto") previsto dal legislatore per la determinazione del TEG (conf. Trib. Torino, sez. VI, sentenza 31 ottobre 2014 e 27 aprile 2016, dott. Astuni, cit.)

A tal proposito è stato ricordato in dottrina<sup>65</sup> che l'art. 374, co. 3 c.p.c. dispone che «se la sezione semplice ritiene di non condividere il principio di diritto enunciato dalle sezioni unite, rimette a queste ultime, con ordinanza motivata, la decisione del ricorso».

Pertanto, la questione relativa all'usurarietà degli interessi moratori potrà essere nuovamente posta all'attenzione delle Sezioni Unite, a condizione che l'ordinanza di rimessione si fondi su argomentazioni differenti rispetto a quelle già affrontate da una precedente sentenza delle Sezioni Unite.

Alla luce di tutto quanto esposto, pare di poter affermare che allo stato attuale vi siano molteplici aspetti critici, che giustificerebbero una riproposizione del tema alla Corte di Cassazione nella sua composizione più prestigiosa.

Nell'attesa dei futuri sviluppi, non si deve comunque dimenticare che per quanto sia indubbia la funzione nomofilattica della Corte di Cassazione, in particolare a Sezioni Unite, al fine appunto di conservare una linea interpretativa uniforme, ai giudici di merito residua comunque la possibilità di discostarsi dalle pronunce rese dalla Suprema Corte, purché tale scelta sia supportata da un'ampia base motivazionale, idonea a giustificare le ragioni logico – giuridiche che hanno indotto il giudicante a non adeguarsi alla suddetta sentenza del Supremo Consesso.

Si veda sul punto quanto affermato dalla Corte Costituzionale secondo cui: «l'orientamento espresso dalla decisione delle Sezioni unite della Corte di Cassazione "aspira indubbiamente ad acquisire stabilità e generale seguito: ma si tratta di connotati solo tendenziali, in quanto basati su una efficacia non cogente, ma di tipo essenzialmente persuasivo. Con la conseguenza che, a differenza della legge abrogativa e della declaratoria di illegittimità costituzionale, la nuova decisione dell'organo della nomofilachia resta potenzialmente suscettibile di essere disattesa in qualunque tempo e da qualunque giudice della Repubblica, sia pure con l'onere di adeguata motivazione; mentre le stesse Sezioni unite possono trovarsi a dover rivedere le loro posizioni, anche su impulso delle sezioni singole, come in più occasioni è in fatto accaduto»<sup>66</sup>.

Opinare diversamente vorrebbe dire minare alla radice i principi costituzionali di imparzialità e indipendenza dei giudici, che sono alla base della nostra Costituzione (art. 101 cost.).

<sup>65</sup> Per ulteriori approfondimenti, anche in relazione al rapporto tra Sezioni Unite e Sezioni semplici e alla portata dell'art. 374, co. 3 c.p.c., s.v. A. DIDONE, *Le Sezioni Unite e l'usura degli interessi moratori*. Spunti critici, cit. pag. 107 e ss.

<sup>66</sup> Corte Cost., 12 febbraio 2012, n. 230 in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it). Per ulteriori spunti di riflessione rispetto alla vincolatività delle sentenze della Suprema Corte s.v. Cass. Ord. 09 gennaio 2015, n. 174.

A fronte di tutte le considerazioni esposte, anche da parte dei vari interpreti che hanno provveduto a commentare la sentenza delle Sezioni Unite n. 19597/2020 fino ad ora, pare di poter certamente affermare che ai giudici di merito e di legittimità a sezioni semplici, non mancheranno spunti di riflessione e analisi sul tema, per arricchire la base motivazionale di eventuali sentenze che si dovessero discostare dal principio di diritto enunciato dalla sentenza in commento.

Un primo passo verso questa direzione può essere rappresentato dalla recente sentenza della Corte di Cassazione, sez. III, n. 12964/2021<sup>67</sup>, commentata favorevolmente «non solo per la correttezza del principio enunciato, ma anche per il metodo seguito: anziché rimettere nuovamente la questione alle Sezioni Unite, infatti, la Corte – stante l'evidente contrasto del principio di diritto enunciato nella sentenza n. 19597 del 2020 con la legge n. 108 del 1996 – ha preferito emettere una pronuncia di stampo “correttivo”, saltando sostanzialmente la prescrizione fissata dall'art. 374, 3° comma, c.p.c.»<sup>68</sup>.

67 Cass. Civ., sez. III, 13 maggio 2021, n. 12964, cit.

68 A. DIDONE, *L'usura moratoria e la Cassazione: un (primo?) passo indietro (a proposito di Cass. 13 maggio 2021, n. 12964)*, [www.diritto bancario.it](http://www.diritto bancario.it), giugno 2021.