

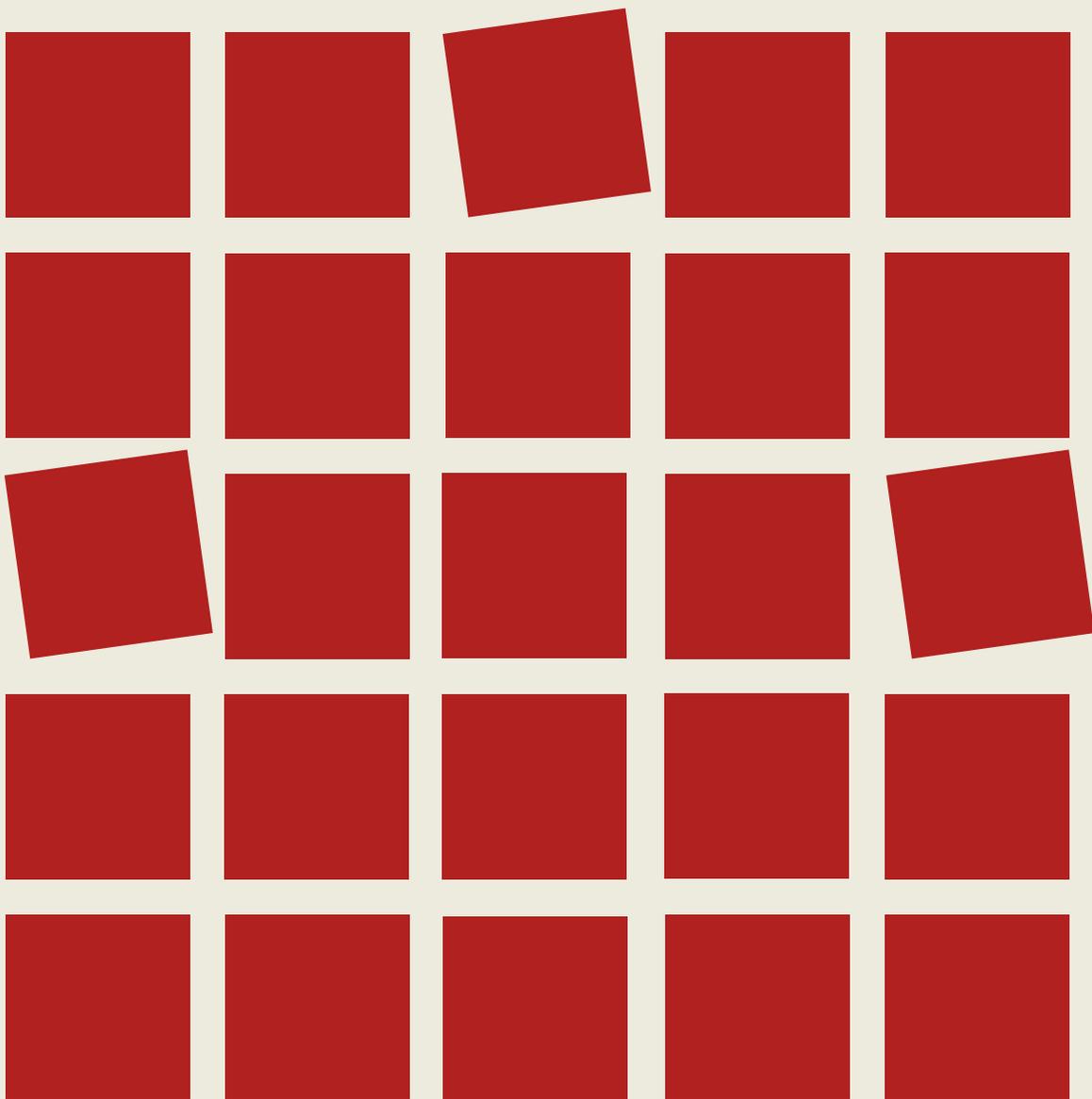
Ricerche giuridiche

ISSN 2281-6100

Vol. 9 – Num. 2
Dicembre 2020



Edizioni
Ca' Foscari



e-ISSN 2281-6100

Ricerche giuridiche

Quaderni del Progetto Dottorale di Alta
Formazione in Scienze Giuridiche e del
Centro Studi Giuridici del Dipartimento
di Economia dell'Università Ca' Foscari
Venezia

Direttore
Alberto Urbani

Edizioni Ca' Foscari - Digital Publishing

Fondazione Università Ca' Foscari

Dorsoduro 3246, 30123 Venezia

URL <https://edizionicafoscari.unive.it/it/edizioni/riviste/ricerche-giuridiche/>

Ricerche giuridiche

Rivista semestrale

Direzione scientifica Nicolò Abriani (Università di Firenze, Italia) Christian Armbrüster (Freie Universität Berlin, Deutschland) Luigi Benvenuti Carmelita Camardi Francesco Caprigione (Università Guglielmo Marconi, Roma, Italia) Marcello Clarich (Università Luiss «G. Carli» di Roma, Italia) Lorenzo De Angelis Nina Dietz Legind (Syddansk Universitet, Danmark) María Ángeles Egusquiza Balmaseda (Universidad Pública de Navarra, España) Antoine Lyon-Caen (Université Paris Ouest, France) Arturo Maresca («La Sapienza» Università di Roma, Italia) Fabrizio Marrella Roger McCormick (London School of Economics, UK) Paolo Montalenti (Università degli Studi di Torino, Italia) Christoph G. Paulus (Humboldt Universität zu Berlin, Deutschland) Adalberto Perulli Johannes Michael Rainer (Universität Salzburg, Österreich) Masaki Sakuramoto (Toyo University, Tokyo, Japan) Antonella Sciarone Alibrandi (Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, Italia) Marco Sepe (Unitelma Sapienza Università di Roma, Italia) Alessandro Somma (Università di Ferrara, Italia) Tiziano Treu (Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, Italia) Alberto Urbani Giuseppe Vettori (Università degli Studi di Firenze, Italia) Giuseppe Vettori (Università degli Studi di Firenze, Italia) Manfred Weiss (Universität Frankfurt, Deutschland)

Direttore responsabile Alberto Urbani

Comitato editoriale e di redazione Vania Brino Francesca Burigo Valentina Cagnin Cristina De Benetti Sara De Vido Claudia Irti Mariella Lamicela Bianca Longo Marco Mancini Giuliana Martina Andrea Minto Marco Olivi Andrea Pin Ilenia Rapisarda Roberto Senigaglia Gianluca Scichiero (Università Ca' Foscari Venezia, Italia) Ilaria Supino (Università Luiss «G. Carli» di Roma, Italia) Marco Ticozzi Alessandro Zanardo Giuliano Zanchi Gaetano Zilio Grandi Andrea Zorzi (Università degli Studi di Firenze, Italia)

Comitato scientifico Fabio Addis (Università di Brescia, Italia) Mads Andenas (Universitetet i Oslo, Norge) Antonella Antonucci (Università di Bari «Aldo Moro», Italia) Florence Benoit-Rohmer (EiUC, Venezia, Italia) Elisabetta Bergamini (Università di Udine, Italia) Massimo Bianca (Università di Trieste, Italia) Elena Bindi (Università di Siena, Italia) Antonio Blandini (Università di Napoli «Federico II», Italia) Laura Calafà (Università di Verona, Italia) Enrico Camilleri (Università di Palermo, Italia) Maria Teresa Carinci (Università di Milano, Italia) Carlo Cester (Università di Padova, Italia) Nis Jul Clausen (Syddansk Universitet, Danmark) Paolofesio Corrias (Università di Cagliari, Italia) Ciro G. Corvese (Università di Siena, Italia) Alessandro D'Adda (Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, Italia) Raffaele De Luca Tamajo (Università di Napoli «Federico II», Italia) Francesco De Santis (Università di Salerno, Italia) Riccardo Del Punta (Università di Firenze, Italia) Leonardo Di Brina (Università «Guglielmo Marconi», Italia) Giovanni Di Rosa (Università di Catania, Italia) Giuseppe Fauceglia (Università di Salerno, Italia) Leonardo Ferrara (Università di Firenze, Italia) Giuseppe Ferri jr. (Università di Roma Tor Vergata, Italia) Gianvito Giannelli (Università di Bari «Aldo Moro», Italia) Mauro Grondona (Università degli Studi di Genova, Italia) Delia La Rocca (Università di Catania, Italia) Valerio Lemma (Università «Guglielmo Marconi», Roma, Italia) Raffaele Lener (Università di Roma Tor Vergata, Italia) Michele Loboano (Università di Bari «Aldo Moro», Italia) Pierpaolo Marano (Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, Italia) Alessandro Melchionda (Università di Trento, Italia) Cinzia Motti (Università di Foggia, Italia) Marco Olivetti (Libera Università Maria SS. Assunta, Roma, Italia) Ugo Patroni Griffi (Università di Bari «Aldo Moro», Italia) Paolo Patrono (Università di Verona, Italia) Andrea Pertici (Università di Pisa, Italia) Henry Peter (Université de Genève, Suisse) Giuseppe Piperata (Università IUAV di Venezia, Italia) Andrea Pisaneschi (Università di Siena, Italia) Nicola Pisani (Università di Teramo, Italia) Dianora Poletti (Università di Pisa, Italia) Oreste Pollicino (Università Commerciale L. Bocconi, Milano, Italia) Nicola Rondinone (LIUC Università Cattaneo, Castellanza) Ila Sabbatelli (Università Telematica Internazionale Uninettuno, Italia) Riccardo Salomone (Università di Trento, Italia) Franco Scarpelli (Università di Milano-Bicocca, Italia) Martin Schauer (Universität Wien, Austria) Francesco Seatzu (Università di Cagliari, Italia) Laura Tebano (Università di Napoli «Federico II», Italia) Paolo Tosi (Università di Trento, Italia) Vincenzo Troiano (Università di Perugia, Italia) Fernando Valdés Dal-Ré (Universidad Complutense de Madrid, España) Francesco Vella (Università di Bologna, Italia) Michele Vellano (Università della Valle D'Aosta, Italia) Lorenzo Zoppoli (Università di Napoli «Federico II», Italia) Stefano Zunarelli (Università di Bologna, Italia) Ove non specificato, i nominativi indicati si intendono facenti riferimento, a vario titolo, all'Università Ca' Foscari Venezia, Italia

Direzione e redazione Dipartimento di Economia, Università Ca' Foscari Venezia - San Giobbe - Cannaregio 873, Fondamenta San Giobbe, 30121 Venezia ricerchegiuridiche@unive.it

Valutazione dei contributi I contributi inviati alla rivista *Ricerche giuridiche* sono oggetto di esame da parte del Comitato scientifico per la valutazione secondo le seguenti regole:

- 1 La valutazione è prevista per tutti i contributi (articoli, saggi, lavori di workshop dottorali, commenti a sentenza, ecc.).
- 2 Il contributo ricevuto è trasmesso in forma anonima, a cura della Direzione scientifica, ad uno o più componenti del Comitato scientifico per la valutazione, affinché i medesimi formulino il proprio giudizio compilando in via telematica l'apposito questionario. Trascorso il termine di trenta giorni dalla ricezione senza che il valutatore designato abbia formulato il giudizio, il contributo si intende da questi approvato.
- 3 La valutazione è calibrata sul genere letterario del contributo, e quindi sulla diversa funzione del saggio, della rassegna di giurisprudenza, del commento a sentenza.
- 4 In presenza di pareri dissenzienti, la Direzione può assumersi la responsabilità scientifica di procedere comunque alla pubblicazione, ma con indicazione del parere contrario dei valutatori interpellati. Ove invece dalle valutazioni emerga un giudizio positivo condizionato (a revisione, integrazione o modifica), la Direzione scientifica promuove la pubblicazione del contributo solo a seguito del suo adeguamento alle indicazioni ricevute dai valutatori, assumendosi la responsabilità della verifica.
- 5 In ciascun fascicolo della rivista sarà indicato, in ordine alfabetico, l'elenco dei membri del Comitato scientifico per la valutazione che hanno effettuato dei contributi pubblicati.
- 6 La Direzione scientifica della Rivista si riserva la facoltà di valutare autonomamente i contributi di alti esponenti delle istituzioni e i supplementi che raccolgono gli atti di convegni.

Sommario

ARTICOLI

- Il work for equity nelle start-up innovative a responsabilità limitata**
Giuseppe Percoco 157

PAPERS

- Brevi note in tema di marketplace lending alla luce del nuovo regolamento europeo in materia di crowdfunding**
Lucrezia Cipriani 183
- La modificabilità della proposta di aumento del capitale sociale nella s.p.a.**
Matteo Maria Marchiò 199
- Money Mules and Tumblers**
Money Laundering During the Cryptocurrency Era
Sofia Del Monaco 217
- The Dawn of Crypto Assets: A Comet or a New Universe?**
Treats and Opportunities of the Upcoming Stars of the Financial Market
Maria Vittoria Marafatto 231



OSSERVATORIO

La decisione delle Sezioni Unite in materia di contratti derivati: profili di criticità della sentenza n. 8770/2020

Nicolò Galasso

247

I contributi del presente fascicolo sono stati valutati da:
Antonella Antonucci, Ciro Corvese, Leonardo Di Brina, Valerio Lemma,
Mirella Pellegrini, Illa Sabbatelli, Marco Sepe.

Articoli

Il work for equity nelle start-up innovative a responsabilità limitata

Giuseppe Percoco

Ricercatore di Diritto commerciale nell'Università della Calabria, Italia

Abstract Law Decree no. 179 of October 12th 2012 started a process of extension of the financing channels for limited responsibility enterprises, focusing mainly on those operating in innovative sectors. One of the evolutive lines on which the intervention has focused relates to the necessity of such enterprises to lure professional competencies and specialistic, organisational skills fundamental for enterprises belonging to innovative sectors, without, however, compromising their financial sustainability. In such sense, two main institutions: the acquisition/subsorption of their holdings and the issuing of financial instruments.

Keywords Innovative Start-up. Italian S.r.l. Work for Equity. Financial structure. Quotes of S.r.l.

Sommario 1. Le difficoltà di accedere ai canali di finanziamento per le imprese innovative. – 2. Una più articolata struttura finanziaria per le S.r.l. PMI. – 3. L'assenza di una nozione univoca di PMI nell'ordinamento. – 4. La qualifica di S.r.l. innovativa o PMI come elemento funzionale per accedere a ulteriori canali di finanziamento. – 5. Il compimento di operazioni sulle proprie partecipazioni subordinato alla realizzazione di piani di incentivazione per dipendenti, collaboratori e amministratori. – 5.1. La possibilità dell'estensione analogica della disciplina prevista in ambito azionario. – 6. L'emissione di strumenti finanziari. – 7. Riflessioni conclusive.



Edizioni
Ca'Foscari

Open access

© 2020 | Creative Commons Attribution 4.0 International Public License



Citation Percoco, G. (2020). "Il work for equity nelle start-up innovative a responsabilità limitata". *Ricerche giuridiche*, 9(2), 157-180.

DOI 10.30687/Rg/2281-6100/2022/01/001

157

1 Le difficoltà di accedere ai canali di finanziamento per le imprese innovative

La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata - per come delineata nel Codice Civile - pregiudica il reperimento di risorse sul mercato, tanto per gli espliciti divieti legislativi quanto per la conformazione della quota (cfr. art. 2468 c.c.)¹.

Posto che la maggior parte delle società attive in Italia assume la forma di S.r.l. e considerato che tutte le imprese aventi ad oggetto un'attività innovativa soffrono in partenza di una maggiore difficoltà di accesso al credito, è facile concludere quanto fosse necessario un intervento normativo onde agevolare le imprese in fase di *start-up*².

È vero che nel dettato codicistico si possono rinvenire istituti, quali i diritti particolari dei soci, potenzialmente utili per reperire nuova finanza per un'impresa innovativa costituita sotto forma di società a responsabilità limitata. Tuttavia, tanto i costi di transazione per la predisposizione di un atto costitutivo *ad hoc* che contenga clausole di questo tipo, quanto le ampie difficoltà di circolazione delle quote ne limitano - in modo sensibile - le possibilità d'impiego³.

Come noto, il principale impedimento delle imprese nel reperimento dei mezzi finanziari dipende dalla difficoltà di offrire ai creditori adeguate garanzie per assicurare il rimborso del prestito. È evidente che quelle innovative incontrino ostacoli ancora maggiori, infatti, la conformazione del loro patrimonio è nettamente differente dalle altre non essendo costituito da elementi facilmente espropriabili e vendibili⁴.

¹ In tal senso, da ultimo, si è espresso S.A. CERRATO, *La parabola di start-up e pmi della s.r.l. alla S.p.A.*, in AA.VV., *La società a responsabilità limitata: un modello transtopico alla prova del Codice della Crisi*, a cura di M. Irrera, Torino, 2020, p. 42 ss.

² A. USELLI, A. TANDA, *La struttura finanziaria delle microimprese italiane: un confronto tra imprese innovative e tradizionali*, in *Bancaria*, 2019, p. 32 ss. Gli autori conducono un'approfondita analisi del sistema evidenziando le maggiori difficoltà delle imprese innovative nel reperire capitale di debito, che si sommano a quelle riscontrate da tutte le PMI. Sul tema, inoltre, P. FERONE, *La determinazione del perimetro di valutazione nelle PMI*, in *Nuovo dir. soc.*, 2019, III, p. 361 ss.

³ Rileva V. DI CATALDO, *Società a responsabilità limitata e autonomia statutaria. Un regalo poco utilizzato, e forse poco utile*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, p. 563 come «l'espressione "costi di transazione" identifica anzitutto il costo professionale della redazione di uno statuto "atipico"». Secondo l'A. uno statuto di questo tipo comporta costi di redazione - in fase di costituzione e di modifica - e di interpretazione, infatti, probabilmente si riscontreranno «problemi in ordine ai quali e di norma difficile trovare precedenti prese di posizione, sia giurisprudenziali sia dottrinali. Di conseguenza, i soci avranno minori stimoli ad abbandonare la vertenza, e quindi la società potrebbe trovare più difficile comporre razionalmente i conflitti interni che vengano eventualmente a crearsi».

⁴ Cfr. D. RIZZI, *Il finanziamento delle imprese "innovative": business angels e venture capitalist*, in *Banche e banchieri*, 2009, n. 5, p. 376. Gli studi economici hanno messo in evidenza come gli *assets* tangibili si prestino maggiormente a fungere da garanzia; al riguardo v. S. TITMAN, R. WESSELS, *The Determinants of Capital Structure Choice*, in

A ciò va aggiunto che le difficoltà aumentano ulteriormente se l'impresa è in fase di *start-up*: infatti, il canale bancario risulta poco incline a finanziare società di nuova costituzione, giacché effettua valutazioni su parametri oggettivi e criteri di bilancio che non sempre offrono sufficienti rassicurazioni⁵.

È certamente vero che nel tempo le banche hanno inserito importanti correttivi per cogliere fattori qualitativi e prospettici dell'impresa in fase di avvio utili a consentire l'accesso al credito a quelle meritevoli poiché capaci di generare redditi elevati, da valutare in base ad una logica prospettica⁶. Tuttavia, simili rimedi non paiono ancora del tutto sufficienti: oltre a dipendere comunque dall'iniziativa spontanea del ceto bancario, sembra permanere la diffusa prassi di chiedere ai soci di riferimento il rilascio di garanzie personali o reali, suscettibile di ridurre almeno in parte i vantaggi conseguibili con la limitazione della responsabilità⁷.

Nemmeno gli ulteriori canali di finanziamento risultano sempre percorribili. Insieme all'impegno in prima persona dei soci, con l'immissione di nuove risorse (*self-funding*), la società potrebbe far affidamento sul c.d. *bootstrapping*, vale a dire la possibilità di trovare clienti che siano disposti a pagare immediatamente per i prodotti acquistati o, ancora, rivolgersi a *friend, family e fool* (le cc.dd. "FFF")⁸.

Altri canali utili al finanziamento possono essere i cc. dd. *business angels* e i *venture capitalists*⁹. I primi generalmente sottoscri-

Journal of Finance, 1988, p. 1 ss. e M.J. FLANNERY, K. RANGAN, *Partial Adjustment Toward Target Capital Structures*, in *Journal of Financial Economics*, 2006, p. 469 ss. Ne consegue che in imprese - come quelle innovative - in cui la quota degli *intangibles* (ad esempio brevetti e licenze) è più elevata è più difficile l'accesso al credito.

5 In E. BONACCORSI DI PATTI, P. FINALDI, *Fragilità finanziaria delle imprese e allocazione del credito*, *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, in *bancaditalia.it*, p. 3, si rileva che a partire dal 2015 la ripresa dell'economia italiana si è associata a un lieve recupero del flusso di credito bancario alle imprese e che tuttavia questo è cresciuto per le imprese di maggiore dimensione mentre ha continuato a ridursi per quelle più piccole.

6 Si pensi all'introduzione del *rating* qualitativo, che affianca alla lettura dei dati tradizionalmente considerati e dei bilanci anche una lettura di dati qualitativi dell'azienda e dell'imprenditore; ad esempio, la managerializzazione dell'azienda oppure la sua capacità di internazionalizzazione.

7 Per un approfondimento su tale prassi - con specifico riferimento alle società azionarie sottocapitalizzate (ma estendibile anche al modello S.r.l.) - cfr. C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di dir. civ. e comm.*, continuato da P. Schlesinger, Milano, 2012, p. 459 ss.

8 Il tema è stato approfondito nella letteratura economica statunitense; per tutti, A. SCHWIENBACHER, B. LARRALDE, *Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures*, in *Electronic Journal*, 2010, 10, p. 1 ss.

9 Si tratta di un canale d'investimento, per quanto importante, ancora residuale. I numeri che si riferiscono alle operazioni condotte nel 2019 sono straordinari se confrontati a quelli degli anni precedenti, ma restano insignificanti in confronto a quelli di altri sistemi - si pensi agli Stati Uniti - ove assumono ben altra rilevanza. Come si evince da AA.Vv., *Venture Capital Monitor, Rapporto Italia 2019*, in *datocms-assets.com*,

vono quote della società e – oltre al supporto finanziario – assistono gli imprenditori fornendo consulenza nelle fasi di sviluppo dell'impresa. In genere si tratta di professionisti che hanno esperienza pregressa nel settore, nel quale talvolta ancora operano, e che confidano nell'esito positivo dell'attività. I fondi di *venture capital* sono invece operatori specializzati nel finanziamento alle società, non necessariamente in fase di avvio, che spesso operano in settori innovativi¹⁰.

Sussistono, tuttavia, diversi fattori che impediscono a *venture capitalists* e *business angels* di incidere significativamente nel tessuto imprenditoriale italiano.

Si tratta di elementi in primo luogo rinvenibili a livello culturale¹¹, ma anche riferibili alla limitata dimensione del fenomeno nel nostro Paese¹² e ai possibili problemi che potrebbero prospettarsi in rela-

2020, in Italia «l'ammontare degli investimenti complessivi nel mercato dell'*early stage* si attesta a circa 649 milioni di Euro, escludendo l'attività svolta da operatori squisitamente pubblici. Nel dettaglio, circa 366 milioni di Euro sono riconducibili ad investitori di *venture capital*, in linea con l'anno precedente, 230 ad investitori formali in collaborazione con *Business Angels* (VC&BA), mentre i *Business Angels* operanti senza la cooperazione con i fondi hanno effettuato investimenti per circa 53 milioni di Euro».

10 R. OCCHILUPO, *S.r.l. ordinaria, S.r.l. semplificata e start-up innovative costituite sotto forma di s.r.l.: quali vantaggi da una destrutturazione del diritto societario?*, in *Banca, impresa, soc.*, 2013, p. 403, rileva la presenza di una serie di previsioni che scoraggiano, per non dire impediscono, la partecipazione alle società a responsabilità limitata di soci finanziatori istituzionali, quali in particolare i fondi di *venture capital*. Nello specifico, «l'attività gestoria posta in essere dai membri dell'organo amministrativo nominati dal socioinvestitore può essere limitata dalle disposizioni sulla ripartizione delle competenze tra soci e amministratori: l'art. 2479 al suo primo comma consente ai soci che detengono almeno un terzo del capitale sociale di escludere la competenza dell'organo amministrativo su argomenti di volta in volta individuati e di sottoporli all'approvazione dei soci. L'eventuale attribuzione di talune materie alla competenza dell'organo amministrativo in cui sia rappresentato il *venture capitalist* potrebbe essere, dunque, vanificata dalla richiesta di un'approvazione dei soci, veicolata dall'imprenditore. [...] Le prerogative del socioinvestitore potrebbero, poi, essere compromesse dagli incisivi poteri di controllo e iniziativa assegnati ai singoli soci non amministratori. [...] Inoltre, il socioinvestitore potrebbe avere ripercussioni sul piano della responsabilità: [...] la responsabilità degli amministratori è estesa ai soci che hanno intenzionalmente deciso o autorizzato il compimento di atti dannosi per la società, i soci e i terzi. [...] Ulteriori ostacoli alla partecipazione nel capitale di rischio di sociinvestitori, si rinvencono nella disciplina del diritto di recesso [...] in quanto l'esigenza del *venture capitalist* di cristallizzare la compagine societaria per un dato periodo non risulta soddisfatta».

11 Evidenziano P. DI CAGNO, B. D'AGOSTINIS, *Il private equity: uno strumento innovativo per la crescita delle pmi italiane*, in *Economia, azienda e sviluppo*, 2012, I, p. 9 ss. la sussistenza di criticità che limitano la diffusione del fenomeno. Infatti, mentre «in Gran Bretagna e negli Stati Uniti, caratterizzate da mercati finanziari più strutturati, sono gli imprenditori o i *manager* a ricercare un *partner* finanziario e, quindi, le opportunità di investimento arrivano direttamente agli investitori; in Italia, a causa della scarsa conoscenza di tali strumenti da parte degli imprenditori e della loro scarsa propensione ad aprire la proprietà a soggetti esterni, sono gli investitori a dover ricercare l'azienda *target*».

12 Per un quadro analitico dei numeri del comparto dell'*early stage* italiano v. AA.VV., *Venture Capital Monitor, Rapporto Italia 2019*, cit.

zione al sistema di *governance* societaria¹³.

2 Una più articolata struttura finanziaria per le S.r.l. PMI

Per tutto quanto fino ad ora esposto, il Legislatore è intervenuto - con il d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, introducendo - accanto alle possibilità tradizionali previste nell'ambito del Codice Civile - nuovi canali di finanziamento che consentono alle *start-up* innovative a r.l.¹⁴ di

13 Non bisogna trascurare, come rilevato da A. USELLI, A. TANDA, *La struttura finanziaria delle microimprese italiane: un confronto tra imprese innovative e tradizionali*, cit., p. 36 ss., che «nel caso dell'apertura del capitale sociale a terzi, le imprese potrebbero [...] subire ingerenze o interventi nella gestione strategica e operativa del business».

14 L'introduzione nel nostro ordinamento della nozione di *start-up* innovativa - unitamente ad un peculiare statuto speciale per tali imprese - è avvenuta per mezzo dell'art. 25 del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179. Il legislatore, in particolare, ha individuato - con rigore - i requisiti che una società deve avere per ottenere tale qualifica.

Ex art. 25, co. 2, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 «l'impresa *start-up* innovativa è la società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, le cui azioni o quote rappresentative del capitale sociale non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione, che possiede i seguenti requisiti: [...] b) è costituita da non più di sessanta mesi; c) è residente in Italia ai sensi dell'articolo 73 del decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, o in uno degli Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo, purché abbia una sede produttiva o una filiale in Italia; d) a partire dal secondo anno di attività della *start-up* innovativa, il totale del valore della produzione annua, così come risultante dall'ultimo bilancio approvato entro sei mesi dalla chiusura dell'esercizio, non è superiore a 5 milioni di euro; e) non distribuisce, e non ha distribuito, utili; f) ha, quale oggetto sociale esclusivo o prevalente, lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico; g) non è stata costituita da una fusione, scissione societaria o a seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda; h) possiede almeno uno dei seguenti ulteriori requisiti: 1) le spese in ricerca e sviluppo sono uguali o superiori al 15 per cento del maggiore valore fra costo e valore totale della produzione della *start-up* innovativa. [...]; 2) impiego come dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo, in percentuale uguale o superiore al terzo della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di titolo di dottorato di ricerca o che sta svolgendo un dottorato di ricerca presso un'università italiana o straniera, oppure in possesso di laurea e che abbia svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati, in Italia o all'estero, ovvero, in percentuale uguale o superiore a due terzi della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di laurea magistrale [...]; 3) sia titolare o depositaria o licenziataria di almeno una privativa industriale relativa a una invenzione industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semiconduttori o a una nuova varietà vegetale ovvero sia titolare dei diritti relativi ad un programma per elaboratore originario registrato presso il Registro pubblico speciale per i programmi per elaboratore, purché tali privative siano direttamente afferenti all'oggetto sociale e all'attività di impresa».

L'intento legislativo è stato quello di restringere l'ambito definitorio agli enti che si trovano in uno stadio coincidente con la fase iniziale dell'attività d'impresa il quale, evidentemente, va temporalmente circoscritto, così da accordare solo a queste società uno statuto speciale.

Per le società qualificate come *start-up* innovative si introduce un regime particolare che si concretizza tanto nella disapplicazione - temporanea o definitiva - di alcune norme, quanto nell'introduzione di previsioni *ad hoc*. In questa sede basterà ricor-

«perseguire logiche di penetrazione nel mercato dei capitali [...] intercettando gli investitori per classi, dosando e calibrando i relativi diritti in funzione dei non omogenei interessi delle diverse classi, attingendo a risorse finanziarie senza spostare il baricentro del controllo sull'impresa»¹⁵.

L'ambito applicativo di tali istituti, peraltro, ha subito un progressivo ampliamento: prima con l'art. 4 del d.l. 24 gennaio 2015, n. 3, poi con l'art. 57 del d.l. 24 aprile 2017, n. 50¹⁶, molte delle possibilità previste dalla novella sono state estese, rispettivamente, alle PMI Innovative costituite sotto forma di S.r.l. e a tutte le PMI che adotta-

re che questo statuto speciale è composto da previsioni in ambito di diritto societario, finanziario, tributario, laburistico e delle procedure concorsuali.

In particolare l'art. 25, co. 2, lett. b), d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 prevede che non possa qualificarsi *start-up* innovativa un'impresa costituita da più di cinque anni. Secondo la prognosi legislativa trascorso tale periodo si è in presenza di un'impresa "matura" che è ormai in piena attività. La previsione va letta in combinato con l'art. 31, co. 4, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, che improrogabilmente fissa il termine massimo di durata dei benefici previsti per le *start-up* innovative in cinque anni dalla data di costituzione. Si tratta di un lasso temporale che - come osservato da E. FREGONARA, *La start up innovativa. Uno sguardo all'evoluzione del sistema societario e delle forme di investimento*, cit., p. 32. - involge la fase dell'attività economica «durante la quale si svolgono le operazioni di avvio, comunque iniziali, dell'attività che deve essere, infatti, nuova ed innovativa. In questo senso, [...] cinque] anni è stato ritenuto il periodo di tempo necessario per l'avviamento di un'impresa, al fine di evitare la sua "morte in culla"».

15 Proprio la possibilità di attribuire diritti particolari ai soci, con specifico riferimento al settore dell'innovazione, presenta vantaggi e, al contempo, inconvenienti applicativi. Per un verso costituisce un fattore attrattivo, giacché tale possibilità può portare a una completa immedesimazione nella struttura societaria del socio con l'idea innovativa. A quest'ultimo, anche se titolare di una quota residuale del capitale sociale, potrebbero essere attribuiti diritti tali da consentirgli di mantenere il controllo sull'ente. Si tratta di una possibilità che se opportunamente sfruttata costituirebbe un utile canale di finanziamento. Ad esempio, la società potrebbe deliberare un aumento di capitale significativo con esclusione del diritto di opzione senza che i soci originari perdano il controllo della medesima, dal momento che potrebbero conservare quale diritto particolare la prerogativa di nominare la maggior parte degli amministratori.

Al contempo, tuttavia, tale possibilità costituisce un serio ostacolo alla sottoscrizione di capitale da parte di soci finanziatori: le asimmetrie tra le partecipazioni possono precludere la formazione di un mercato nel quale esse possano essere scambiate alla stregua di azioni, così immobilizzando l'investimento per il quotista ed obbligando la società che voglia aprire la propria compagine a terzi, a procedere con l'emissione di quote "negoziate", con ciò che ne deriva in termini di costi e tempi.

Del resto, come rileva G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., p. 502 che «la partecipazione di ogni socio [alla società a responsabilità limitata è sempre] in veste di autentico contraente e non di mero aderente»; pertanto, vi sarà sempre la sua richiesta di compartecipare alla formazione delle regole statutarie.

M. CIAN, *Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*, cit., p. 11784 ss.

16 Tale Decreto - avente ad oggetto Disposizioni urgenti in materia finanziaria, iniziative a favore degli enti territoriali, ulteriori interventi per le zone colpite da eventi sismici e misure per lo sviluppo - è stato convertito in legge, con modificazioni, dall'art. 1, co. 1, l. 21 giugno 2017, n. 96.

no il tipo della società a responsabilità limitata¹⁷.

17 Le PMI Innovative, ai sensi dell'art. 4, co. 1, d.l. n. 3/2015, sono «PMI, come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE, società di capitali, costituite anche in forma cooperativa, che possiedono i seguenti requisiti: a) la residenza in Italia ai sensi dell'articolo 73 t.u.i.r., o in uno degli Stati membri dell'Unione europea [...]; b) la certificazione dell'ultimo bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato redatto da un revisore contabile o da una società di revisione iscritti nel registro dei revisori contabili; c) le loro azioni non sono quotate in un mercato regolamentato; d) l'assenza di iscrizione al registro speciale previsto all'articolo 25, co. 8, d.l. n. 179/2012; e) almeno due dei seguenti requisiti: 1) volume di spesa in ricerca, sviluppo e innovazione in misura uguale o superiore al 3 per cento della maggiore entità fra costo e valore totale della produzione della PMI innovativa. [...]; 2) impiego come dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo, in percentuale uguale o superiore al quinto della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di titolo di dottorato di ricerca o che sta svolgendo un dottorato di ricerca presso un'università italiana o straniera, oppure in possesso di laurea e che abbia svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati, in Italia o all'estero, ovvero, in percentuale uguale o superiore a un terzo della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di laurea magistrale; 3) titolarità, anche quali depositarie o licenziatarie di almeno una privativa industriale, relativa a una invenzione industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semi-conduttori o a una nuova varietà vegetale ovvero titolarità dei diritti relativi ad un programma per elaboratore originario registrato presso il Registro pubblico speciale per i programmi per elaboratore, purché tale privativa sia direttamente afferente all'oggetto sociale e all'attività di impresa».

Come si evince - dalla riportata definizione - a differenza di quanto previsto per le start-up, il legislatore non restringe l'ambito applicativo sulla base dell'innovatività dell'oggetto sociale ma affida tale selezione esclusivamente agli indici di innovatività. Questi ultimi, come rileva M. COSSU, *Nuovi modelli di s.r.l. nella legislazione recente*, cit., p. 478, «sono qualitativamente gli stessi previsti per la start up [...], salvo che il volume qualificante della spesa per ricerca e sviluppo, così come la quantità di manodopera qualificata [...] sono quantitativamente inferiori». Per una più ampia analisi degli elementi di differenziazione tra start-up e PMI innovative cfr. anche A. BOLLETTINARI, *Le novità previste dal d.l. 3/2015/2015: l'introduzione delle "piccole e medie imprese innovative" e la modifica della disciplina della "start-up innovativa"*, in *Nuovo dir. soc.*, 2015, IV, p. 43 ss.; O. CAGNASSO, *Start up e P.M.I. innovative inquadramento*, in *Giurisprudenza italiana*, 2016, p. 2285 ss.; M. CIAN, *Società start-up innovative e PMI innovative*, cit.

All'art. 4, co. 3, d.l. n. 3/2015 si prevede inoltre la necessità che le PMI Innovative si iscrivano in apposita sezione del registro delle imprese; ai successivi commi da 4 a 6 si delineano il procedimento di iscrizione, le informazioni da iscriverne, la cadenza del loro aggiornamento e la pubblicità delle medesime. Inoltre, per le società che assumono tale qualifica il legislatore prevede all'art. 4, co. 9, d.l. n. 3/2015 l'estensione di parte della disciplina di favore già valevole per le start-up innovative e, ancora una volta, gli interventi più significativi sono per le PMI innovative costituite come società a responsabilità limitata (tutte le deroghe sono riportate in Appendice III); a tale riguardo v. L. BELLAVITE, *Le agevolazioni per le pmi innovative: un intervento multidisciplinare*, in *Riv. delle operazioni straordinarie*, 2015, IV, p. 12 ss.; D.M. MASSAINI, *Pmi innovative: semplificazioni e agevolazioni*, in *Dir. e prat. lav.*, 2015, p. 1218 ss.; M.G. COLOMBO, S. RICCI, *Le PMI innovative*, in *Finanziamenti & credito*, 2015, n. 10, p. 45 ss.

Si segnala, infine, che è stata prevista un'alternatività tra la qualifica di start-up e quella di PMI innovativa (v. *supra*, lett. d) della definizione), la quale induce a concludere - anche sulla scorta delle peculiarità delle due - che la seconda qualifica costituisce un'evoluzione della prima.

Ad ogni modo, precludere l'attribuzione della qualifica di PMI innovativa alle società iscritte nella sezione speciale dedicata alle start-up innovative non implica l'impossibilità per queste ultime - in prossimità della naturale scadenza del termine - di chiedere di essere qualificate come PMI innovative. Con maggior coerenza rispetto alla logi-

Proprio con quest'ultimo intervento si assiste ad una netta inversione di tendenza: alla logica del disegno legislativo che puntava all'incentivazione delle imprese *hi tech* se ne è sostituita una nuova, più ampia e generica: per fruire delle misure di cui si dirà poco oltre è pur sempre necessaria una qualifica soggettiva; tuttavia, mentre questa era in principio piuttosto restrittiva e poggiava sull'innovatività dell'oggetto sociale, da desumere sulla base di indici predeterminati dal legislatore, ora l'elemento da considerare attiene esclusivamente al dato dimensionale¹⁸.

3 L'assenza di una nozione univoca di PMI nell'ordinamento

Per ciò che attiene al d.l. n. 50/2017 si deve rilevare che, differentemente da quanto accaduto con riferimento a *start-up* e PMI innovativa, non è stato definito in modo puntuale l'ambito soggettivo di applicazione e ciò potrebbe determinare inconvenienti interpretativi, anche in considerazione della persistente mancanza nel nostro ordinamento di una definizione univoca di piccola e media impresa¹⁹.

Nonostante si tratti di una nozione indispensabile e funzionale al fine di determinare l'applicazione di specifiche previsioni normative, il legislatore lascia all'interprete il compito di "riempire" di contenuto l'espressione "PMI"²⁰.

ca normativa, sembra di dover concludere più semplicemente per l'impossibilità di una contemporanea iscrizione in entrambe le sezioni. Non a caso, come rileva S. MICOSI, *Le imprese innovative*, cit., p. 183, le norme tecniche del Ministero dello Sviluppo Economico prevedono che «attraverso uno specifico codice l'impresa esercita simultaneamente la richiesta di cancellazione dalla sezione speciale *start-up* e richiede l'iscrizione nella sezione speciale PMI innovativa. Utilizzando questo meccanismo è possibile per l'impresa mantenere senza soluzione di continuità i benefici previsti per entrambe le predette figure di imprese innovative». Al riguardo v. anche A. SACRESTANO, *Dalle "start-up innovative" alle "PMI innovative"*, in *Corr. trib.*, 2015, p. 685 ss.

18 Con questo intervento, come osserva P. BENAZZO, *Start up e PMI Innovative*, cit., p. 492, «le agevolazioni e le deroghe al diritto comune [...vengono] a distaccarsi da qualsiasi valutazione circa la natura innovativa dell'impresa (sul piano dunque prettamente qualitativo) e a degradare invece verso semplici misure di sostegno e promozione per imprese dimensioni sulla base di un criterio esclusivamente dimensionale (secondo un criterio dunque meramente quantitativo)».

19 Ricorda O. CAGNASSO, *Tipi societari, categorie, "varianti" e la rilevanza delle dimensioni dell'impresa. Il "caso" del bilancio in forma abbreviata*, in *Giur. it.*, 2016, p. 2534 che «numerosi sono gli indici utilizzati o utilizzabili al fine di individuare le dimensioni dell'impresa. Naturalmente variano o possono variare a seconda del contesto preso in considerazione. Ed ancora, possono essere di carattere elastico e qualitativo (sia pure diretti a cogliere un profilo dimensionale), oppure rigidi e quantitativi, oppure ancora di natura quantitativa con correttivi di carattere qualitativo o anche alternativi».

20 Al contrario, come si è avuto modo di esporre, il Legislatore si è premurato di fornire una specifica definizione di *Start-up* Innovativa e di PMI Innovativa per delineare il

A tal fine, si potrebbe richiamare la definizione di cui all'art.1, § 1, della Raccomandazione 2003/361/CE della Commissione Europea - introdotta nell'ordinamento nazionale per mezzo dell'art. 2, D.M. MISE 18 aprile 2005, - in base alla quale «la categoria delle microimprese delle piccole imprese e delle medie imprese (PMI) è costituita da imprese che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di EUR oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di EUR»²¹.

Analizzando la formulazione letterale della definizione si evince come il criterio relativo al numero degli occupati sia essenziale (sulla base della nozione *de qua* non potrà mai esserci una PMI con più di 250 addetti); viceversa, in considerazione della presenza della congiunzione "oppure", gli altri due indicatori risultano alternativi.

Sebbene a tale definizione faccia rinvio l'art. 4, d.l. n. 3/2015 con riferimento alla nozione di PMI innovativa, prima di assumerla come parametro nell'ambito del d.l. n. 50/2017, occorre integrare il discorso considerando circostanze ulteriori²².

In primo luogo, la Raccomandazione è un provvedimento di *soft law*, che rappresenta un mero invito ai singoli Paesi membri ed è privo di forza cogente. Inoltre, tale provvedimento è stato adottato per fornire una linea guida agli stati nell'avviare programmi a favore delle imprese in settori suscettibili di rientrare tra gli aiuti di stato²³.

Si riscontrano peraltro due elementi che inducono a restringere l'ambito applicativo della definizione richiamata. Questa, da un lato, non considera solo i dati dimensionali della singola impresa, giacché la valuta in senso economico e quindi prende a parametro anche l'e-

perimetro di applicazione della legislazione speciale e ridurre almeno i possibili dubbi.

21 Art. 1, § 1, COMMISSIONE EUROPEA, Raccomandazione del 6 maggio 2003 relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese.

22 Ritiene M. CAMPOBASSO, *La società a responsabilità limitata. un modello "senza qualità"?*, in AA.VV., *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi, Studi in onore di Oreste Cagnasso*, cit, p. 23 ss. che «fra le varie definizioni di PMI in questo campo si debba fare riferimento a quella formulata dal diritto comunitario [...], richiamata anche per le PMI innovative (art. 4, d.l. n. 3/2015) e dalla disciplina dei portali di raccolta dei capitali (art. 1, comma 5-*novies*, t.u.f.)».

23 A tal proposito, si ricorda che il D.M. MISE 18 aprile 2005 (Adeguamento alla disciplina comunitaria dei criteri di individuazione di piccole e medie imprese), all'art. 1 precisa che le sue previsioni fungono da «indicazioni per la determinazione della dimensione aziendale ai fini della concessione di aiuti alle attività produttive e si applica alle imprese operanti in tutti i settori produttivi»; pertanto, non siamo in presenza di una definizione valevole ad ogni fine ma, esclusivamente, per la concessione di aiuti di stato. Specifica F. TRUBIANI, *La microimpresa dentro e fuori il Codice del consumo (Prima parte)*, in *Studium iuris*, 2016, p. 999 che si tratta di una nozione che «non è vincolante se non in alcune materie, come gli aiuti di Stato, l'attuazione dei fondi strutturali o i programmi comunitari, segnatamente il programma quadro di ricerca e di sviluppo tecnologico. La Commissione europea, tuttavia, incoraggia vivamente gli Stati membri, la Banca europea per gli investimenti e il Fondo europeo d'investimento ad utilizzare tale classificazione come riferimento».

ventuale gruppo di afferenza dell'ente; dall'altro, esclude l'attribuzione della qualifica in caso di partecipazione pubblica al capitale²⁴.

Ampliando allora il campo di analisi ad ulteriori definizioni di PMI, si nota che nel nostro ordinamento ne ricorrono almeno altre due, anch'esse di fonte eurounitaria. Una è quella di cui alla Direttiva 2013/34/UE²⁵ - sui bilanci delle società - attuata nel codice civile per quelli in forma abbreviata, l'altra è nel Regolamento 2017/1129/UE²⁶ in tema di prospetti di offerte pubbliche, a cui fa rinvio l'art. 1, co. 5-*novies*, t.u.f.²⁷.

Nella prima, sono dettati tre parametri - più stringenti rispetto a quelli di cui alla citata Raccomandazione 361 del 2003 - dei quali devono ricorrere almeno due. In particolare, il totale dello stato patrimoniale deve essere inferiore a 20 milioni di euro, i ricavi netti derivanti dalla vendita dei beni e delle prestazioni non devono superare 40 milioni di euro ed i dipendenti occupati durante l'esercizio devono risultare inferiori a 250 unità²⁸.

La nozione *de qua*, differentemente da quella contenuta nella precedente Raccomandazione, ha il pregio di escludere il riferimento al gruppo di afferenza. Infatti, la definizione dei gruppi di dimensioni

24 Per ciò che attiene la prima limitazione (su cui v. 9° *considerando* Racc. 361/2003), secondo P. FERONE, *La determinazione del perimetro di valutazione nelle PMI*, cit., p. 363, se per un verso tende ad «evitare il fenomeno della frammentazione volontaria delle società affinché possano essere considerate PMI pur rappresentando, nella realtà, un intreccio di partecipazioni e sinergie molto più organizzate e strutturate in termini finanziari», dall'altro tale meccanismo - facendo riferimento alle società controllate e collegate - non è adeguato giacché rischia di escludere dalla nozione di PMI società che, sebbene legate finanziariamente, non hanno alcun legame operativo tra loro.

In base al 13° *considerando* della Raccomandazione 2003/361/CE «*al fine di evitare distinzioni arbitrarie tra i vari enti pubblici di uno Stato membro e a fini di certezza del diritto, è necessario confermare che un'impresa in cui almeno il 25 % dei diritti di capitale o di voto è controllato da un organismo collettivo pubblico o da un ente pubblico non è una PMI*».

25 Art. 3, par. 3, Direttiva 2013/34/UE: «*sono medie imprese le imprese che non rientrano nella categoria delle microimprese o delle piccole imprese e che alla data di chiusura del bilancio non superano i limiti numerici di almeno due dei tre criteri seguenti: a) totale dello stato patrimoniale: 20.000.000 EUR; b) ricavi netti delle vendite e delle prestazioni: 40.000.000 EUR; c) numero medio dei dipendenti occupati durante l'esercizio: 250*».

26 Regolamento 2017/1129/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 Giugno 2017.

27 Ai sensi dell'art. 2, par. I, lett. f), punto I, Regolamento 2017/1129/UE, sono da considerare PMI le «*società che in base al loro più recente bilancio annuale o consolidato soddisfino almeno due dei tre criteri seguenti: numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250, totale dello stato patrimoniale non superiore a 43.000.000 EUR e fatturato netto annuale non superiore a 50.000.000 EUR*».

28 Soffermandoci sulla nozione recepita all'art. 2435-*bis* c.c., è evidente come sia funzionale al fine di snellire gli obblighi in tema di bilancio posti in capo alle società di minore dimensione.

medie è indicata separatamente²⁹.

In questo caso, inoltre, onde accordare tale qualifica, è sufficiente che sussistano indistintamente due dei tre indicatori. In quella esaminata *supra*, invece, era necessario che uno dei due parametri da verificare fosse necessariamente quello afferente al numero dei dipendenti.

Si tratta, tuttavia, di una nozione introdotta per semplificare gli oneri burocratici in tema di bilancio per le società di dimensione medio-piccola, ne consegue che - come per la precedente - non si ha un ambito applicativo generale ma settoriale³⁰.

Il Regolamento sul prospetto delle offerte pubbliche (2017/1129/UE), come si diceva, contiene anch'esso due distinte nozioni di PMI: una per la generalità delle società, l'altra per le sole quotate. La prima delle due è utilizzata nel nostro ordinamento dall'art. 1, co. 5-*novies*, t.u.f. per definire i portali per la raccolta dei capitali per le PMI ed è formata da tre indici dimensionali, consistenti nell'avere meno di 250 persone occupate, un fatturato annuo che non superi 50 milioni di euro ed un totale di bilancio annuo inferiore a 43 milioni di euro.

È proprio il rinvio che il d.lgs. 58/1998 fa alla definizione da ultimo esaminata che suggerisce di adottarla per determinare l'ambito applicativo dell'art. 57 del d.l. n. 50/2017. Oltre ad essere impiegata nel medesimo settore giuridico, tale definizione appare più ampia di quella di cui alla Raccomandazione 2003/361/CE³¹.

29 Cfr. art. 3, par. 6, Direttiva 2013/34/UE in base al quale «i gruppi di dimensioni medie sono gruppi che non sono piccoli gruppi e sono composti da un'impresa madre e imprese figlie da includere nel bilancio consolidato e che, su base consolidata, alla data di chiusura del bilancio dell'impresa madre non superano i limiti numerici di almeno due dei tre criteri seguenti: a) totale dello stato patrimoniale: 20.000.000 EUR; b) ricavi netti delle vendite e delle prestazioni: 40.000.000 EUR; c) numero medio dei dipendenti occupati durante l'esercizio: 250».

30 Rilevano F. FACCHINI, A. PAPINI, *Le semplificazioni del bilancio in forma abbreviata*, in *Bilancio, vigilanza e controlli*, 2018, 3, p. 19 che «il D.Lgs. 139/2015 ha introdotto significative novità per i soggetti che adottano il bilancio abbreviato, con l'obiettivo di ridurre gli oneri amministrativi conseguenti alla redazione e pubblicazione del bilancio d'esercizio, secondo quanto previsto dalla Direttiva UE 34/2013». Ciò, in particolare, si traduce in una serie di esoneri come quello dalla redazione del Rendiconto finanziario, (articolo 2435-bis, co. 2, c.c.) e della Relazione sulla gestione (art. 2435-bis, co. 6, c.c.) e in semplificazioni di esposizione, di informativa e di criteri di valutazione.

31 Qualora si adottasse la definizione di cui alla Raccomandazione della Commissione Europea 2003/361/CE, si darebbe la conseguenza per la quale una società a responsabilità limitata astrattamente qualificabile ai sensi del Testo unico della finanza come PMI non potrebbe offrire le proprie quote sui portali dal momento che non rispetterebbe i parametri di cui alla citata Raccomandazione.

Infatti, se si tiene conto di quanto osservato con riferimento alle possibili diverse combinazioni dei tre parametri che si possono avere, si desume che un'impresa con più di 250 addetti, un fatturato annuo inferiore a 50 milioni di euro e un totale di bilancio annuo non superiore a 43 milioni di euro non potrà mai essere considerata PMI ai sensi della Raccomandazione 2003/361/CE, viceversa, potrà esserlo ai sensi del Testo Unico della finanza.

Infine, occorre soffermarsi su due ulteriori aspetti. In *primis* va rilevato che a differenza di *start-up* e PMI innovativa la qualifica di PMI «non dipende né è evincibile da alcuna iscrizione nel Registro delle Imprese: decisive sono, invece, le risultanze del bilancio di esercizio; in caso di società neocostituite, i cui conti non sono ancora stati chiusi, i dati in questione [...] sono oggetto di una stima in buona fede ad esercizio in corso»³².

Peraltro, in considerazione del fatto che l'attribuzione della qualifica dipende da fattori dimensionali (per loro natura variabili nel tempo), non è detto che questi vengano rispettati in modo continuativo: potrebbero alternarsi esercizi in cui la società sia qualificabile come PMI con altri in cui superi tali limiti, in definitiva si tratta di una qualifica precariamente attribuita³³.

4 La qualifica di S.r.l. innovativa o PMI come elemento funzionale per accedere a ulteriori canali di finanziamento

Le strade tradizionali di procacciamento di risorse da parte della società a responsabilità limitata disciplinata nell'ambito del Codice Civile consistono nell'aumento di capitale, nel ricorso al credito bancario, nell'emissione di titoli di debito e nell'autofinanziamento³⁴.

La definizione *de qua* viene presa come parametro nell'ambito delle PMI S.r.l. nella prassi notarile, a riguardo cfr. M. MALTONI, A. RUOTOLO, D. BOGGIALI, *La nuova disciplina delle (PMI) società a responsabilità limitata*, in *Consiglio Nazionale del Notariato*, Studio n. 101-2018/I, p. 3 ss.

32 M. NOTARI, *Introduzione*, in AA.Vv., *PMI, categorie di quote e le nuove frontiere delle società a responsabilità limitata*, Feder Notizie, 2020, p. 5. Inoltre, come puntualizza A. BUSI, *Applicabili nelle S.r.l. molte norme delle spa: le regole nei nuovi atti costitutivi*, in *Società & contratti, bilanci & revisione*, 2018, I, p. 8, «la qualifica di S.r.l./PMI non solo non richiede una specialità statutaria (come per la S.r.l. *start up* innovativa che doveva avere come oggetto sociale prevalente un'attività innovativa), ma non richiede nemmeno una decisione degli amministratori di presentare una apposita iscrizione in una sezione del Registro delle imprese (come per la S.r.l./PMI innovativa)».

33 Secondo la ricostruzione di M. CIAN, *Dalla s.r.l. a base personalistica alle quote "finanziarie" e alla destinazione ai mercati: tante s.r.l.?*, in AA.Vv., *La società a responsabilità limitata: un modello transitorio alla prova del Codice della Crisi*, cit., p. 31 ss., proprio questo "precario" posizionamento sotto le soglie nega la possibilità che possa assegnarsi un'autonomia tipologica alla s.r.l. PMI.

34 Secondo A. BLANDINI, *Categorie di quote, categorie di soci: considerazioni sui diritti particolari dei soci di società a responsabilità limitata tra struttura personalistica e capitalistica*, Milano, 2009, p. 213, nella S.r.l. «il capitale costituisce [...] il mezzo di finanziamento dell'impresa [...] di riferimento e va recuperato secondo tecniche tradizionali, e non ricorrendo al mercato dei capitali. Così si comprende il divieto di incorporazione della partecipazione in un titolo di credito; così si comprende la possibilità esclusiva di utilizzo del titolo di debito quale strumento "specifico" di reperimento di capitali di credito».

Tuttavia, come esposto, si tratta di canali non sempre agevolmente percorribili dalle società che operano nei settori innovativi³⁵.

Tale rilievo, a tacer d'altro, trova conferma nella legislazione avviata dal citato d.l. n. 179/2012 che - oltre a consentire agli investitori una diversificazione delle opzioni di investimento - amplia i canali di finanziamento a disposizione delle *start-up* onde favorirne la crescita³⁶.

In particolare, è ascrivibile al provvedimento da ultimo ricordato l'attribuzione a queste società costituite sotto forma di società a responsabilità limitata della facoltà di:

- a. creare categorie di quote fornite di diritti diversi e, nei limiti imposti dalla legge, liberamente determinare il contenuto delle varie categorie anche in deroga a quanto previsto dall'art. 2468, co. 2 e 3, c.c. (art. 26, co. 2, d.l. n. 179/2012);
- b. creare categorie di quote, anche in deroga all'art. 2479, co. 5, c.c., che non attribuiscono diritti di voto o che attribuiscono al socio diritti di voto in misura non proporzionale alla partecipazione da questi detenuta ovvero diritti di voto limitati a particolari argomenti o subordinati al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative (art. 26, co. 3, d.l. n. 179/2012);
- c. offrire al pubblico le proprie partecipazioni, in deroga a quanto previsto dall'art. 2468, co. 1, c.c., anche attraverso i portali per la raccolta di capitali di cui all'art. 30 del d.l. n. 179/2012, nei limiti previsti dalle leggi speciali (art. 26, co. 5, d.l. n. 179/2012);
- d. compiere, in deroga al divieto stabilito dall'art. 2474 c.c., operazioni sulle proprie partecipazioni se in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l'assegnazione di quote a dipendenti, collaboratori o componenti dell'organo amministrativo, prestatori di opera e servizi anche professionali (art. 26, co. 6, d.l. n. 179/2012);
- e. prevedere, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, l'emissione di strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nelle decisioni dei soci ai sensi degli artt. 2479 e 2479-bis c.c. (art. 26, co. 7, d.l. n. 179/2012).

In forza del ricordato processo di estensione, tali istituti, ex art. 4, co. 9, d.l. n. 3/2015, dal 2015 si applicano anche alle PMI Innovative

³⁵ Per i profili peculiari all'emissione dei titoli di debito nell'ambito delle S.r.l. innovative si rinvia, in particolare, a E. FREGONARA, *Strumenti di ricorso al capitale di credito e di rischio nelle società a responsabilità limitata innovative "chiuse"*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, I, p. 613 ss.; M. GARCEA, *Le "nuove" s.r.l. e l'autonomia statutaria: partecipazione sociale, indebitamento ed emissione di strumenti finanziari*, in *RiDP*, 2014, p. 581 ss.

³⁶ Così si esprime la Relazione illustrativa al d.l. n. 179/2012.

a r.l. e dal 2017 – come previsto dall’art. 57, co. 1, d.l. n. 50/2017 – sono state rese operative (ad eccezione della possibilità di cui alla lett. e)) per tutte le società a responsabilità limitata PMI³⁷.

Così si perviene per il nostro ordinamento ad una compresenza nel medesimo tipo societario di un’accentuata autonomia statutaria (cfr. art. 2462 ss. c.c.) e della possibilità di attingere al mercato del capitale di rischio (cfr. art. 26, co. 5, d.l. n. 179/2012)³⁸.

Se assumiamo quale prospettiva i canali di finanziamento della S.r.l. ben comprendiamo come il sedimentarsi di questi interventi normativi delinea un regime a geometrie variabili che dipende dalla qualifica assunta dalla società; in particolare, si può individuare una sorta di schema piramidale:

- alla base troviamo le società a responsabilità limitata innovative – vale a dire *start-up* e PMI – che hanno facoltà di attingere a pressoché tutti i canali di finanziamento sia codicistici che di nuova introduzione³⁹;
- al livello intermedio si collocano le società a responsabilità limitata che soddisfano i requisiti per essere classificate come PMI che, rispetto alle società di cui al punto precedente, sono escluse della sola possibilità di emettere strumenti finanziari;
- al vertice abbiamo le S.r.l. di grandi dimensioni – classificate come tali in forza di una situazione di fatto negativa (non es-

37 In dottrina, A.D. SCANO, *Il “tipo”*, in AA.Vv., *Le società a responsabilità limitata*, cit., p. 79, per ciò che attiene questo provvedimento vi individua uno «sconvolgimento nel sistema delle società di capitali» (in considerazione del «rimescolamento dei confini tipologici» che l’intervento legislativo in questione ha comportato); nello stesso senso G. PRESTI, *Vent’anni vissuti pericolosamente. T.U.F. e codice civile: una convivenza difficile*, in *Analisi giur. econ.*, 2019, p. 487 secondo il quale questo provvedimento costituisce «una vera e propria rivoluzione».

38 È unanime la dottrina nel ritenere che il divieto codicistico di attingere al mercato del capitale di rischio – confermato dalla riforma del 2003 – per le società a responsabilità limitata costituisca un “contrappeso” alla spiccata autonomia statutaria che viene a questa riconosciuta. In tal senso si esprime O. CAGNASSO, *Della società a responsabilità limitata*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario*, cit., p. 1726 ss. e G. ZANARONE, *L’accentuazione dell’autonomia statutaria nella nuova società a responsabilità limitata*, in AA.Vv., *Progetto Mirone e modelli organizzativi per la piccola e media impresa*, a cura di V. Afferni, L. De Angelis, Milano, 2001, p. 212 ss.

Se infatti si fa riferimento al rapporto tra questi due elementi nell’ambito delle società di capitali, rileva V. DI CATALDO, *Società a responsabilità limitata e autonomia statutaria. Un regalo poco utilizzato, e forse poco utile*, cit., p. 561 ss., come «l’autonomia statutaria è piuttosto contenuta per le società per azioni che si collocano sul mercato del capitale di rischio, è più accentuata per le società per azioni che non si collocano sul mercato del capitale di rischio, e diviene sensibilmente più marcata per la società a responsabilità limitata».

39 Dalle definizioni di *start-up* e PMI innovative, operando un’interpretazione sistematica, si desume la costituzione della nuova macro categoria delle imprese innovative. Queste possono essere definite come quelle imprese di dimensione medio-piccola che sono impegnate in attività economiche connesse alla ricerca scientifica ed allo sviluppo tecnologico.

sere PMI) - per le quali non sono previsti scostamenti dalla disciplina codicistica, fermo restando che - come prevede l'art. 31, co. 4, d.l. n. 179/2012 - per la *start-up* costituita in forma di S.r.l., le clausole eventualmente inserite nell'atto costitutivo ai sensi dei co. 2, 3 e 7 dell'art. 26, mantengono efficacia limitatamente alle quote di partecipazione già sottoscritte e agli strumenti finanziari partecipativi già emessi.

Se si amplia il perimetro dell'indagine per comprendere come questa configurazione si rapporti con quella dei modelli azionari, la descritta piramide, secondo l'efficace immagine impiegata da autorevole dottrina, andrebbe a costituire la parte inferiore di una più ampia clessidra che si compone, nella sezione superiore di ulteriori livelli: nella parte più stretta troviamo le S.p.A. chiuse, nel mezzo le azionarie con titoli diffusi tra il pubblico in misura rilevante e in cima le società quotate in mercati regolamentati⁴⁰.

Agli estremi - inferiore e superiore - si posizionano, quindi, le società innovative e le azionarie quotate che, sebbene con differenziazioni non secondarie tra loro, possono accedere al mercato del capitale di rischio, invece, nella sezione più stretta si rinviene la S.r.l. di grandi dimensioni a cui è precluso l'accesso ai nuovi canali di finanziamento che caratterizzano gli altri segmenti⁴¹.

A questo punto della nostra indagine, con particolare riferimento alle società innovative - in ciò includendo tanto le *start-up* quanto le PMI - pare interessante soffermare la nostra attenzione sulle forme di *work for equity* introdotte dal legislatore sin dal 2012 con lo scopo di stimolare i prestatori di lavoro dell'impresa al perseguimento di risultati sempre più performanti. In questo ambito vengono in rilievo due istituti in particolare: le operazioni sulle proprie quote e l'emissione di strumenti finanziari partecipativi.

⁴⁰ N. ABRIANI, *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, cit., p. 501 ss.

⁴¹ Ricostruisce N. ABRIANI, *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, cit., p. 520 ss. che ove la S.r.l. non PMI «intenda assecondare un'ulteriore crescita ricorrendo al mercato del capitale di rischio (e senza sacrificare il numero dei dipendenti), sarà inevitabilmente sospinta dal nuovo quadro normativo a fuoriuscire dal centro della clessidra, per raggiungere la parte superiore della stessa, dove si collocano le società azionarie e al cui vertice campeggia l'auspicato approdo evolutivo finale della quotazione in borsa».

5 Il compimento di operazioni sulle proprie partecipazioni subordinato alla realizzazione di piani di incentivazione per dipendenti, collaboratori e amministratori

Importante deviazione di disciplina per le società innovative S.r.l., peraltro estesa a tutte le S.r.l. PMI, si rinviene all'art. 26, co. 6, d.l. n. 179/2012, che a certe condizioni permette a queste società di derogare al divieto di cui all'art. 2474 c.c., in base al quale la società non può acquistare o accettare in garanzia partecipazioni proprie, ovvero accordare prestiti o fornire garanzia per il loro acquisto o la loro sottoscrizione⁴².

In particolare, si prevede che tali operazioni sono legittime ove poste in essere in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l'assegnazione di quote di partecipazione a dipendenti, collaboratori o componenti dell'organo amministrativo, prestatori di opera e servizi anche professionali della società⁴³.

42 Si tratta di un divieto che la dottrina fonda sulla base di diverse circostanze. In primo luogo, G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit. p. 442 ss., osserva che ciò si giustifica in forza del principio della "confusione" di cui all'art. 1253 c.c.; infatti, in caso di acquisto o sottoscrizione di proprie partecipazioni si assommerebbero in capo alla società le posizioni di creditore e debitore di un medesimo rapporto. Al contempo, l'A. giustifica la deroga in ambito azionario rilevando come ciò sia possibile in forza delle «caratteristiche di oggettivazione, personalizzazione e destinazione alla circolazione che la partecipazione azionaria mantiene anche in assenza di incorporazione in un titolo e che mancano invece completamente nella quota di s.r.l.». Giustifica tale divieto S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata. Lezioni sul modello societario più diffuso*, cit., p. 98 ss. con la considerazione in base alla quale si ha una «più spinta personalizzazione della partecipazione sociale nella s.r.l., che ne impedisce la oggettivazione necessaria a sganciarla dalla persona del socio». E, ancora, secondo G. RACUGNO, *Le operazioni sulle proprie partecipazioni*, in AA.Vv., *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze, Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, Torino, 2011, p. 653, si tratta di un divieto che affonda le sue radici nella «tutela del capitale stesso e quindi dei creditori della società».

In caso di violazione di tale divieto, come ricostruito da N. ABRIANI, *La società a responsabilità limitata*, in AA.Vv., *Diritto delle società. Manuale breve*, cit., p. 232, si applica analogicamente «l'art. 2357-quater, commi 2 e 3: quindi esse si intenderanno sottoscritte dai soci fondatori o, in caso di aumento di capitale, dagli amministratori personalmente e in caso di acquisto da questi ultimi».

43 Riscontrano M. MALTONI, A. RUOTOLO-D. BOGGIALI, *La nuova disciplina delle (PMI) società a responsabilità limitata*, cit., p. 3 ss., che «si tratta di norma che nelle S.p.A. trova il proprio corrispondente nell'art. 2358, comma 8, che esclude l'applicabilità della disciplina delle operazioni sulle proprie azioni quando queste siano effettuate per favorire l'acquisto di azioni da parte di dipendenti della società o di quelli di società controllanti o controllate»; tuttavia, aggiunge R. OCCHILUPO, *S.r.l. ordinaria, S.r.l. semplificata e start-up innovative costituite sotto forma di s.r.l.: quali vantaggi da una destrutturazione del diritto societario?*, cit., p. 419 ss., che a queste società «è offerto uno spazio di manovra più ampio di quello consentito nella disciplina delle S.p.A. che permette l'acquisto e la sottoscrizione di azioni proprie nel caso siano finalizzati a "favorire l'acquisto da parte dei dipendenti della società"»; infatti, subito si dirà come il novero di soggetti ai quali si riferisce l'art. 26, co. 6, d.l. n. 179/2012 è più ampio.

Tale deroga, come si comprende dalla lettura del testo normativo, risulta teleologicamente orientata ad attrarre alla società competenze professionali e organizzative importanti per tutte le imprese e spesso essenziali per quelle operanti in settori innovativi⁴⁴.

Questo vincolo funzionale, di conseguenza, continua ad escludere per tali società la possibilità di porre in essere operazioni puramente speculative sulle proprie partecipazioni.⁴⁵

5.1 La possibilità dell'estensione analogica della disciplina prevista in ambito azionario

In forza dell'assenza di ulteriori specificazioni normative e, al contempo, della rilevanza di tale facoltà, l'interprete è chiamato ad un attento lavoro per individuare la disciplina applicabile. In particolare, la dottrina appare frammentata in merito alla possibilità di estendere le procedure, i limiti e i vincoli che il codice civile prevede per queste operazioni nell'ambito dei tipi azionari (cfr. art. 2357 ss. c.c.).

L'intervento più completo ed esaustivo sul tema è rappresentato dalle massime della commissione societaria del Consiglio Notarile di Milano. Vengono in rilievo, in particolare, le massime 178 (Emissione e sottoscrizione di quote proprie da parte di s.r.l. PMI) e 179 (Acquisto di quote proprie da parte di s.r.l. PMI).

Per ciò che attiene l'acquisto delle partecipazioni, in particolare, si tratta di un'operazione realizzabile ove ciò sia espressamente previsto dall'atto costitutivo della società e previa autorizzazione dei soci⁴⁶.

44 Cfr. P. BENAZZO, *Start up e PMI Innovative*, cit., p. 500 e A. BUSI, *Applicabili nelle S.r.l. molte norme delle spa: le regole nei nuovi atti costitutivi*, cit., p. 10. In particolare, rileva M.R. LENTI, *Nuove frontiere della società a responsabilità limitata: le operazioni sulle proprie quote*, in AA.Vv., *PMI, categorie di quote e le nuove frontiere delle società a responsabilità limitata*, cit., p. 115 ss., che «nelle piccole medie imprese, il coinvolgimento dei lavoratori ha un doppio obiettivo. In primis, quello di rafforzare la struttura dell'impresa, raccogliendo capitale e accogliendo nella compagine sociale il numero più alto possibile di investitori. In secondo luogo, quello di garantire il successo dell'iniziativa imprenditoriale».

45 R. OCCHILUPO, *S.r.l. ordinaria, S.r.l. semplificata e start-up innovative costituite sotto forma di s.r.l.: quali vantaggi da una destrutturazione del diritto societario?*, cit., p. 419 ss.

46 Così CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, COMMISSIONE SOCIETARIA, *Massima 179, Acquisto di quote proprie da parte di s.r.l. PMI*, che, appunto, si riferisce alla necessaria autorizzazione dei soci. Invece, O. CAGNASSO, *La S.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, in AA.Vv., *Le società a responsabilità limitata*, cit., p. 124, rileva come sia necessaria un'autorizzazione da parte dell'assemblea. Ad ogni modo, in forza del disposto di cui all'art. 2479, co. 3, c.c., il consenso - ove ciò sia ammesso dall'atto costitutivo - potrà formarsi tramite consultazione scritta o consenso per iscritto, infatti, non reputiamo che tale ipotesi possa ricondursi ai casi di cui all'art. 2479, co. 2, c.c. che indica le materie in cui la decisione è riservata all'assemblea.

Nell'ambito delle Massime viene sottolineata la sussistenza di un tetto massimo, giacché si può procedere nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili quali risultanti dall'ultimo bilancio approvato; ciò perché si ripropongono i medesimi aspetti problematici che emergono con riferimento ai modelli azionari, amplificati dalla - concreta - possibilità che la società sia dotata di un capitale irrisorio⁴⁷.

Compiuta l'operazione di *buy back* «il diritto agli utili e il diritto di opzione sono attribuiti proporzionalmente alle altre quote. Il diritto di voto è sospeso, ma le quote proprie sono tuttavia computate ai fini del calcolo delle maggioranze e delle quote richieste per la costituzione e per le deliberazioni dell'assemblea»⁴⁸.

In dottrina, inoltre, al fine di evitare il rischio di annacquamento del capitale sociale si reputa opportuno - alla stregua di quanto accade nelle S.p.A. - che si operi solo su quote interamente liberate e che si costituisca una riserva indisponibile di importo equivalente all'operazione⁴⁹.

Data la formulazione ampia della norma, deve anche ammettersi la sottoscrizione di proprie quote. Differentemente che nei modelli azionari - per i quali l'art. 2357-*quater* c.c. prevede un divieto assoluto di sottoscrizione delle proprie azioni -, ricostruisce la massima 178 che la società può deliberare un aumento di capitale gratuito che preveda l'assegnazione di quote, anche di speciale categoria, a favore della società; tuttavia, la legittimità dell'operazione è subordinata all'esistenza dei piani di incentivazione richiesti dalla norma e

47 In tal senso, oltre a CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, COMMISSIONE SOCIETÀ, *Massima n. 179*, si esprimono A. BUSI, *Applicabili nelle S.r.l. molte norme delle spa: le regole nei nuovi atti costitutivi*, cit., p. 12 ed O. CAGNASSO, *La S.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, in: AA.Vv., *Le società a responsabilità limitata*, cit., p. 124 ss. In senso contrario v. M. MALTONI, A. RUOTOLO, D. BOGGIALI, *La nuova disciplina delle (PMI) società a responsabilità limitata*, cit., p. 4 ss. secondo i quali «poiché la facoltà di operare sulle proprie partecipazioni è consentita laddove ricorra lo scopo di incentivare l'acquisto da parte dei collaboratori dell'impresa, sembra doversi escludere la possibilità di avvalersi della disciplina dettata per le S.p.A. tanto dall'art. 2357 c.c., che consente genericamente l'acquisto di partecipazioni proprie nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato, quanto dall'art. 2357-bis c.c., sui casi speciali di acquisto delle proprie partecipazioni».

48 CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, COMMISSIONE SOCIETÀ, *Massima n. 179*.

49 Per ciò che attiene il primo aspetto v. F. LAURINI, *Quote proprie di s.r.l. PMI e operazioni sul capitale*, relazione tenuta al convegno dal titolo *s.r.l. pmi e volontaria giurisdizione societaria nuovi orientamenti notarili e del tribunale delle imprese*, organizzato dal Consiglio Notarile di Milano e dalla Scuola di Notariato della Lombardia, tenutosi il 30 novembre 2018, e O. CAGNASSO, *La S.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, in: AA.Vv., *Le società a responsabilità limitata*, cit., p. 125 ss. In tal senso Cfr. anche Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, *massima I n. 13*. Invece, il secondo elemento si trova in R. OCCHILUPO, *S.r.l. ordinaria, S.r.l. semplificata e start-up innovative costituite sotto forma di s.r.l.: quali vantaggi da una destrutturazione del diritto societario?*, cit., p. 419 ss.

postula che la decisione - salva diversa previsione dell'atto costitutivo - sia assunta all'unanimità⁵⁰.

Sarà comunque necessario che per il compimento dell'operazione si impieghino «utili distribuibili e riserve disponibili in modo da consentire l'integrale liberazione delle partecipazioni sottoscritte dalla società»⁵¹.

La massima 178 ammette che i soci - nel deliberare un aumento di capitale a pagamento - autorizzino «*in sede di collocamento dell'inoptato, la sottoscrizione di quote proprie a condizione che (i) la sottoscrizione sia effettuata in attuazione di piani di incentivazione [...], e che (ii) la sottoscrizione avvenga mediante imputazione a capitale di riserve disponibili*»⁵².

Emerge dalle ricostruzioni sin qui proposte come l'attenzione della dottrina sia tesa a rivestire le operazioni di acquisto delle proprie partecipazioni di tutte le cautele previste nell'ambito dei modelli azionari. Ad ogni modo, sembra di poter ritenere che nel fare ciò non sia stato adeguatamente valorizzato il dato normativo di cui all'art. 26, co. 6, d.l. n. 179/2012.

È innegabile che anche nell'ambito delle S.r.l. PMI sussistano i rischi che dette operazioni comportano nei modelli azionari; tuttavia, si impone una regolamentazione più *soft* in forza dell'espressa limitazione all'operatività dell'istituto.

Ove tali operazioni non fossero incardinate nei piani di incentivazione di cui si è detto, infatti, riproporrebbero - con forza forse ancora maggiore - i rischi e i pericoli propri della gestione finanziaria delle partecipazioni (limiti quantitativi, computo nei *quorum*, disposizione delle partecipazioni, ecc.); tuttavia, la logica legislativa sottesa alle operazioni *de quibus* nelle S.r.l. PMI è differente rispetto a quanto previsto nei modelli azionari.

Come anticipato, l'operazione di acquisto o sottoscrizione non com-

50 Cfr. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, COMMISSIONE SOCIETÀ, *Massima n. 178 Emissione e sottoscrizione di quote proprie da parte di s.r.l. PMI*. È richiesta l'unanimità dei consensi dal momento che l'operazione lede il diritto di opzione dei soci a ricevere un numero proporzionale di quote sulla base della partecipazione al capitale sociale. L'art. 2481-ter 2° co c.c. prevede che in caso di aumento gratuito di capitale la quota di ciascun socio debba rimanere immutata; pertanto, è necessario che siano tutti i soci a rinunciare al proprio diritto onde poter realizzare l'operazione. Come osserva F. LAURINI, *Quote proprie di s.r.l. PMI e operazioni sul capitale*, relazione, cit., trattandosi di un principio «a vantaggio esclusivo dei soci [...] è derogabile o con delibera assunta all'unanimità o in virtù di apposita clausola statutaria che preveda la possibilità di decidere a maggioranza, tuttavia, tale clausola dovrà essere introdotta all'unanimità».

51 F. LAURINI, *Quote proprie di s.r.l. PMI e operazioni sul capitale*, relazione, cit.

52 CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, COMMISSIONE SOCIETÀ, *Massima n. 178*, cit. Peraltro, osserva F. LAURINI, *Quote proprie di s.r.l. PMI e operazioni sul capitale*, relazione, cit., che «la sottoscrizione continua ad essere un atto esecutivo di una delibera di aumento a pagamento il che non attiva il principio di proporzionalità stabilito dall'art. 2481-ter c.c. e ciò fa ritenere che possa essere assunta a maggioranza».

porta che le proprie partecipazioni rimangano nella disponibilità della società per un lasso di tempo indeterminato. Anzi, ancor prima dell'operazione già deve essere esplicitato l'impiego che se ne farà. Come detto, in assenza di tali piani l'operazione è illegittima; pertanto, la discrezionalità degli amministratori nella gestione delle partecipazioni e le possibilità di abusi e deviazioni sono sensibilmente più circoscritti.

Paiono, invece, fondati i timori con riferimento al momento dell'acquisto o della sottoscrizione che, di conseguenza, dovranno essere compiuti con riserve disponibili o utili non distribuiti.

6 L'emissione di strumenti finanziari

Alle S.r.l. innovative, inoltre, è stata accordata la possibilità di emettere strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nelle decisioni dei soci ai sensi degli articoli 2479 e 2479-bis c.c. (art. 26, co. 7, d.l. n. 179/2012).

Sebbene la formulazione normativa sia rivolta a tutte le *start-up* innovative (il legislatore si riferisce all'atto costitutivo delle società di cui all'art. 25, co. 2, d.l. n. 179/2012), in considerazione del fatto che per i modelli azionari è già prevista la possibilità di emettere tali strumenti (cfr. art. 2346, co. 6, c.c.) la dottrina propende per l'applicabilità del medesimo alle sole società a responsabilità limitata⁵³.

Bisogna rilevare come il grado di autonomia accordato ai soci sia elevato: il legislatore lascia all'atto costitutivo «la definizione della disciplina di questi strumenti in merito alla scelta dell'organo competente per l'emissione, al regime di circolazione, ai caratteri e ai diritti spettanti ai sottoscrittori, nonché alle sanzioni applicabili in caso di inadempimento delle prestazioni cui sono obbligati i titolari degli stessi strumenti»⁵⁴.

⁵³ Ritengono che - aldilà del dettato normativo - si tratti di una previsione specificatamente prevista per le S.r.l. anche M. MALTONI, P. SPADA, *L'impresa start-up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, in *Riv. not.*, 2013, p. 1113 ss. e L. SALVATORE, *Le start up innovative tra dato normativo e prassi contrattuale*, cit., p. 1513 ss. Tale conclusione è supportata da diversi fattori. In primo luogo, è la stessa formulazione normativa - con il riferimento esplicito agli articoli 2479 e 2479-bis c.c. - a catalizzare l'interprete verso l'applicazione della norma alle sole società per quote; inoltre, si ha un dato sistematico giacché i modelli azionari possono emettere strumenti di questo genere in forza del disposto di cui all'art. 2346, co. 6, c.c. Ne deriva che - qualora se ne predicasse l'applicazione anche per tali società - si avrebbe un'inutile duplicazione. Osserva M. GARCEA, *Le "nuove" s.r.l. e l'autonomia statutaria: partecipazione sociale, indebitamento ed emissione di strumenti finanziari*, cit., p. 598, che «per tutte le altre società, pur se non *start-up* è già testualmente riconosciuta la scelta di emettere strumenti finanziari dalla disciplina generale nel codice civile».

⁵⁴ E. FREGONARA, *L'"equity based crowdfunding": un nuovo modello di Finanziamento per le "startup" innovative*, cit., p. 2296.

Il legislatore si limita a delineare il perimetro degli apporti per l'emissione degli strumenti finanziari e ad indicare le categorie di diritti che l'atto costitutivo può attribuire ai portatori. Per ciò che attiene il primo aspetto la norma parla genericamente di apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi. Ne consegue che saranno «idonei ad essere apportati in una *start up* innovativa a responsabilità limitata beni quali denaro, crediti, prestazioni di opere e servizi, obblighi di natura contrattuale, obblighi di *non facere*, *know how* ed ogni altra entità suscettibile di una valutazione economica che possa essere utile alla società»⁵⁵.

Più articolate devono essere le riflessioni in tema di diritti attribuibili. Ancora una volta è opportuno avviare l'indagine dal dato normativo. Il ricordato art. 26, co. 7, d.l. n. 179/2012 statuisce che tali strumenti possano attribuire diritti patrimoniali o anche diritti amministrativi, salvo escludere quello di voto nelle decisioni dei soci ai sensi degli artt. 2479 e 2479-bis c.c..

Con riferimento alla prima classe di diritti l'autonomia non è assoluta. Come per le categorie di quote, si deve considerare che l'art. 25, co. 2, lett. e), del d.l. n. 179/2012 esclude per le *start-up* innovative - ma tale previsione non si estende alle PMI innovative - la distribuzione di utili. Riguardo i diritti amministrativi l'atto costitutivo potrà accentuare l'aspetto afferente all'informativa endosocietaria, ovvero, alla gestione. Di conseguenza «essi possono comprendere i diritti di informazione e controllo attribuiti al socio *ex art.* 2476 c.c.»⁵⁶.

Qualche incertezza suscita in dottrina la possibilità che si possa riconoscere agli strumentisti il diritto di nominare un amministratore; ebbene, non sembrano ricorrere ragioni tali da indurre ad escludere tale possibilità. La nomina di un rappresentante in seno all'organo amministrativo, sulla falsa riga di quanto disposto dall'art. 2351, co. 3, c.c. per gli SFP in ambito azionario - «sembra suffragata dall'identità funzionale della disciplina speciale con il modello azionario»⁵⁷. Peraltro, nel tipo a responsabilità limitata la nomina *extra* assembleare di un gerente non costituisce una novità; è pacifico che questa possa essere operata anche da un singolo socio in forza di un diritto particolare *ex art.* 2468, co. 3, c.c..

⁵⁵ S. GUIZZARDI, *L'impresa start up innovativa costituita in forma di s.r.l.*, cit., p. 576. Come rileva P. BENAZZO, *Start up e PMI Innovative*, cit., p. 500, non deve «stupire la possibilità di apporti anche di opera o servizi, che già la stessa disciplina legale di diritto comune ammette essere oggetto addirittura di conferimento a capitale di rischio».

⁵⁶ S. GUIZZARDI, *L'impresa start up innovativa costituita in forma di s.r.l.*, cit., p. 576. Anche M. CIAN, *Le società start-up innovative. Problemi definitori e tipologici*, cit., p. 425, ritiene che «il riferimento ai "diritti amministrativi" sembra potersi sicuramente riferire a diritti di informazione o di controllo, quali quelli attribuiti *ex lege* al socio (art. 2476 c.c.)».

⁵⁷ M. CIAN, *Le società start-up innovative. Problemi definitori e tipologici*, cit., p. 425.

Altro interrogativo che sorge con riferimento a tali strumenti attiene alla possibilità che questi vengano strutturati come titoli di debito ex art. 2483 c.c., in cui il carattere partecipativo sia rinvenibile solo con riferimento ai diritti amministrativi ad essi attribuiti. In particolare, è dubbio se in questi casi debbano applicarsi le regole di cui al ricordato articolo ovvero si ricada nella possibilità offerta dall'art. 26, co. 7, d.l. n. 179/2012.

Tale dubbio verte sulla nota disputa dottrinale sull'accezione con cui è impiegato il termine partecipativi in questo specifico ambito (cfr. già art. 2346, co. 6, c.c.). Mentre alcuni Autori pongono l'attenzione sui diritti che essi attribuiscono allo strumentista onde consentirgli di essere parte attiva nell'organizzazione sociale, altra parte della dottrina fonda tale qualificazione sulla partecipazione al rischio d'impresa⁵⁸.

Per quanto già argomentato in altra sede, riteniamo sussistano elementi per concludere come si tratti di strumenti che «rendono il ti-

58 Si iscrive nella prima corrente di pensiero chi ritiene che gli SFP sarebbero veri e propri titoli di debito per i quali andrebbe previsto un diritto al rimborso del capitale versato in fase di sottoscrizione; in particolare accanto alle azioni, andrebbe individuata la macro categoria degli strumenti finanziari nella quale dovrebbero annoverarsi tutti gli strumenti emessi dalle società, diversi dalle azioni. Ivi, andrebbe individuata la sottocategoria degli strumenti finanziari partecipativi, caratterizzati dalla "partecipazione alla organizzazione", non anche di quella al rischio G. FERRI JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, p. 825. In base a questa ricostruzione, agli SFP dovrebbe applicarsi la disciplina delle obbligazioni e non quella delle azioni; così B. LIBONATI, *I "nuovi" strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, p. 9 ss.; P. SPADA, *Provvista del capitale e strumenti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, p. 621 ss.; S. PERUGINO, *Gli strumenti finanziari alla luce della riforma del diritto societario*, in *Soc.*, 2004, p. 941 ss.; M. NOTARI, A. GIANNELLI, *Commento all'art. 2346, comma 6, c.c.*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, p. 84 ss.

Una seconda corrente di pensiero fonda la differenza tra strumenti partecipativi e non partecipativi sulla condivisione da parte dei possessori al rischio d'impresa. In base a tale orientamento gli SFP sono strumenti «introdotti in declinazione della disciplina del conferimento, essi gravitano sempre e comunque nell'orbita del capitale di rischio e costituiscono forme di partecipazione, diverse ed eventuali, alla, e di sopportazione dei rischi della, attività comune» (A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, Torino, 2010, p. 139). In altre parole, così come le azioni, anche gli SFP devono essere qualificati come strumenti di raccolta di capitale di rischio (L. ENRIQUES, *Quantum non datur: appunti in tema di "strumenti finanziari partecipativi" in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, II, *passim*): questi sono soggetti ad una peculiare disciplina della remunerazione dell'investimento, rappresentata da una compartecipazione al risultato d'impresa (evidentemente aleatorio tanto nel quantum, quanto nell'an); inoltre, non vi è alcun obbligo in capo all'emittente della restituzione dell'apporto ma una mera compartecipazione sul residuo (così N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in AAVv., *Trattato di diritto commerciale*, vol. IV, tomo I, *Le società per azioni*, Milano, 2010, p. 336). Del resto, osserva M. MANULI, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle S.p.A.: riflessioni critiche*, in *Società*, 2013, XI, p. 1191, come vi siano importanti elementi che facciano propendere per questa seconda ricostruzione; si pensi alla collocazione dell'art. 2346 c.c. ovvero al contenuto della relazione al d.lgs. n. 6/2003.

tolare partecipe del rischio d'impresa»⁵⁹; di conseguenza qualora la società volesse emettere strumenti che garantiscono il rimborso del capitale a scadenza dovrebbe necessariamente avvalersi dello schema dei titoli di debito di cui all'art. 2483 c.c.⁶⁰.

7 Riflessioni conclusive

Gli interventi normativi di cui si è dato conto si inseriscono in un solco legislativo - inaugurato con la riforma organica del diritto delle società - che indirizza, in modo neanche troppo celato, gli imprenditori ad adottare il tipo a responsabilità limitata.

In particolare, gli interventi in ambito di operazioni sulle proprie partecipazioni ed emissione di strumenti finanziari - sebbene i secondi riservati alle sole iS.r.l. - favoriscono proprio il tipo societario per quote giacché in questo modo una S.r.l. - alla stregua di quanto accade nei modelli azionari - è in grado di « remunerare le collaborazioni esterne senza appesantire la propria situazione finanziaria (sistemi di c.d. *work for equity*), nonché reperire provviste finanziarie senza coinvolgere i terzi nella *governance*»⁶¹.

Come si comprende dallo studio condotto sino ad ora, i due istituti - sebbene accomunabili sotto il profilo teleologico - sono profondamente diversi tra loro.

Se assumiamo quale prospettiva d'indagine quella della società ci accorgiamo come la possibilità di sottoscrivere quote proprie - meno evidente il dato è per la *buy back* - per poi attribuirle ai lavoratori e ai prestatori d'opera consente di perseguire due risultati: per un verso le risorse impiegate nella sottoscrizione rimangono nel patrimonio aziendale giacché si avrebbe una semplice partita di giro da riserve disponibili o utili non distribuiti a capitale, d'altro canto introduce uno stretto legame tra società e titolare della quota che sa-

⁵⁹ G. PERCOCO, *La conversione dei crediti bancari in strumenti finanziari partecipativi quale strategia durante la crisi temporanea dell'impresa societaria*, in *Dir. fall.*, 2017, p. 1424 al quale sia consentito rinviare per le argomentazioni a sostegno di tale conclusione.

⁶⁰ Articolata è la posizione sul punto di N. ABRIANI, *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, p. 509 ss., secondo il quale (I) tutte le società a responsabilità limitata possono emettere SFP con diritto di rimborso, trovando però in tal caso applicazione i limiti dettati dall'art. 2483 c.c. ed inoltre la preclusione al riconoscimento anche di diritti amministrativi; (II) nelle S.r.l. innovative gli SFP possono prevedere, al contempo, il diritto di rimborso unitamente a diritti amministrativi e (III) gli SFP «senza diritto di rimborso, emessi a fronte di apporti destinati a rafforzare il patrimonio netto della società, e dunque alla formazione di un'apposita riserva, possono essere emessi dalle s.r.l. innovative e possono da queste soltanto essere offerti direttamente sul mercato, senza soggiacere ai limiti di cui all'art. 2483 c.c.».

⁶¹ E. FREGONARA, *L'«equity based crowdfunding»: un nuovo modello di Finanziamento per le «startup» innovative*, cit., p. 2296.

rà così incentivato a che l'ente ottenga risultati migliori nel perseguimento dell'oggetto sociale.

L'emissione di strumenti finanziari, invece, consente alla società di acquisire prestazioni d'opera o di servizi senza dover sopportare un esborso monetario che potrebbe andare a compromettere una struttura finanziaria già fragile come quella delle società innovative in fase di avvio dell'attività.

È evidente, inoltre, che ambo gli istituti sono accomunati dalla traslazione sul quotista o sullo strumentista del rischio: infatti, in questi casi il titolare potrebbe perdere l'apporto o il corrispettivo del valore della quota in cd. *default* della società.

In definitiva si tratta di strumenti molto utili ma al contempo complessi che possono essere potenzialmente vantaggiosi per la società ma al contempo rischiosi per coloro i quali li ricevono o li sottoscrivono, pertanto, prima di procedere occorre ben temperare tutti gli aspetti connessi all'operazione.

Papers

Brevi note in tema di *marketplace lending* alla luce del nuovo regolamento europeo in materia di *crowdfunding*

Lucrezia Cipriani

Dottoranda in Giurisprudenza presso Sapienza Università di Roma, Italia

Abstract Crowdfunding platforms have been particularly relevant in the field of innovations introduced with the development of Fintech, including those that base their activity on lending (the so called “lending-based crowdfunding” platforms). The active platforms – whose number in Italy is still relatively small – carry out a market activity that facilitates the matching of interests between those who are in surplus (and wish to use money towards a return), and those who are in deficit (and wish to obtain funding). This article aims to provide a look at lending crowdfunding, with a twofold purpose: (i) understanding how the relevant platforms can be legally qualified, also with regard to their compatibility with the activities reserved by law to financial intermediaries; ii) analysing the possible scenarios related to the “European Crowdfunding Service Providers” EU Regulation (ECSP), considering that only in recent years the Commission has decided to go beyond a mere monitoring of the sector.

Keywords Fintech. Lending-based crowdfunding. Crowd-borrower. Crowd-investor. Platforms. Compliance. EU regulation. Legal certainty. Risk management. Disclosure. Credit risk assessment. KIIS. Cross-border activity.

Sommario 1. Lo sviluppo delle piattaforme di *lending crowdfunding*. – 2. Piattaforme e riserve di attività. – 3. La prospettiva degli European Crowdfunding Service Providers (ECSPs). – 4. Gestione dei rischi e obblighi di *disclosure*. – 5. Quale prospettiva regolamentare nella valutazione del merito creditizio? – 6. Conclusioni.



Edizioni
Ca' Foscari

Open access

© 2020 | Creative Commons Attribution 4.0 International Public License



Citation Cipriani, L. (2020). “Brevi note in tema di *marketplace lending* alla luce del nuovo regolamento europeo in materia di *crowdfunding*”. *Ricerche giuridiche*, 9(2), 183-198.

DOI 10.30687/Rg/2281-6100/2022/01/002

183

1 Lo sviluppo delle piattaforme di *lending crowdfunding*

Il *crowdfunding* (o finanziamento collettivo) ha acquisito un crescente rilievo nel mercato di capitale, proponendosi quale formula alternativa rivolta principalmente alla circolazione dei capitali verso le *start-up* e le PMI¹; trattasi di formule che, a ben considerare, assumono la forma di prestiti ovvero di emissione di valori mobiliari e altri strumenti ammessi.

Ed invero, si può muovere dalla considerazione secondo cui i servizi di *crowdfunding* consistono in una delle seguenti attività: i) intermediazione nella concessione di prestiti, ovvero ii) collocamento senza impegno irrevocabile - di cui all'allegato 1, sez. A, punto 7, Mifid II - di valori mobiliari e strumenti emessi da titolari di progetti o società veicolo (SPV), nonché ricezione e trasmissione degli ordini dei clienti relativamente a tali valori mobiliari e strumenti ammessi a fini di *crowdfunding*.

Trattasi, nel primo caso (i), del *lending-based crowdfunding* - spesso denominato *social lending*² - che costituisce una delle più rilevanti innovazioni introdotte con lo sviluppo del *Fintech*³, in quanto rappresenta

1 Per maggiori approfondimenti sul *crowdfunding* v., *ex multis*, BELLEFLAMME, LAMBERT, *Crowdfunding: Some Empirical Findings and Microeconomic Underpinnings*, in *Revue Bancaire et Financière*, 2014, available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2437786> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2437786>; CACCIAMANI, FIORELLI, *Il crowdfunding*, Milano, 2017; ALLISON, DAVIS, WEBB, SHORT, *Persuasion in crowdfunding: An elaboration likelihood model of crowdfunding performance*, in *Journal of Business Venturing*, 2017, pp. 707-725; PETRUZZELLI, NATALICCHIO, PANIELLO, ROMA, *Understanding the crowdfunding phenomenon and its implications for sustainability*, in *Technological Forecasting and Social Change*, 2019, pp. 138-148; WANG, LI, LIANG, YE, GE, *Understanding the importance of interaction between creators and backers in crowdfunding success*, in *Electronic Commerce Research and Applications*, 2018, XXVII, pp. 106-117; MARTÍNEZ-CLIMENT, ZORIO-GRIMA, RIBEIRO-SORIANO, *Financial return crowdfunding: literature review and bibliometric analysis*, in *International Entrepreneurship and Management Journal*, 2018, pp. 527-553; CAI, *Disruption of financial intermediation by FinTech: A review on crowdfunding and blockchain*, in *Accounting & Finance*, 2018, pp. 965-992; MANZI, *Il fenomeno del crowdfunding e del social lending: caratteristiche operative e profili contrattuali*, in *I contratti dei risparmiatori*, a cura di Capriglione, Milano, 2013, pp. 393-410.

2 Si è intesa sottolineare, in tal senso, la possibilità di effettuare raccolta anche con finalità *non profit*. In seguito, l'espressione è stata utilizzata indifferentemente dal ricorso o meno a *social campaigns*. Altra definizione spesso utilizzata per indicare lo stesso fenomeno è quella di "*peer-to-peer (P2P) lending*", volta a sottolineare la presenza di soggetti privati sul mercato come protagonisti dell'attività di finanziamento. Cfr. SCIARRONE ALIBRANDI, BORELLO, FERRETTI, LENOCI, MACCHIAVELLO, MATTASSOGLIO, PANISI, *Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?* In Consob, *Quaderni Fintech*, 2019, V; HUMPHRIES, *Funding the Future: Marketplace Lending, Equity Crowdfunding, and Bank Lending*, in *Banking Institute Journal*, 2020; BIFERALI, *Il social lending. Problemi di regolamentazione*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2017, I, pp. 443 ss.

3 TROIANO, *Fintech tra innovazione e regolamentazione*, relazione al convegno su «Fintech: prime esperienze e prospettive di regolamentazione», Roma, Università La Sapienza, 4 dicembre 2017.

una forma di finanziamento “alternativa” alla raccolta di capitali effettuata mediante il ricorso al canale tradizionale del credito bancario⁴.

Tale *species* di *crowdfunding* è caratterizzata, pertanto, dalla raccolta di finanziamenti da parte di soggetti privati (individui o imprese)⁵ mediante l'utilizzo di una piattaforma digitale aperta al pubblico⁶. La diffusione di tali piattaforme incide sul mercato dei capitali e, nello specifico, sulle nuove forme di circolazione degli stessi, tanto sul piano oggettivo quanto su quello soggettivo. Pertanto, è opportuno tener conto che lo sviluppo delle piattaforme rappresenta attualmente una innovativa modalità di circolazione della ricchezza resa possibile dall'evoluzione tecnologica.

Ed invero, la nuova tipologia di sistemi (*i.e.* le piattaforme), si basa⁷:

- sul possesso di uno strumento elettronico compatibile (*c.d. device*);

Nel 2017 il *Financial Stability Board* (FSB) ha definito il *Fintech* come «*A technology-enabled innovation in financial services that could result in new business models, applications, processes or products with an associated material effect on the provision of financial services*». FSB, *Financial Stability Implications from FinTech - Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities Attention*, giugno 2017, p. 7. Cfr. anche la definizione del COMITATO DI BASILEA, *Basel Committee on Banking Supervision, Sound Practices: Implications of Fintech Developments for Banks*, febbraio 2017, p. 8.

4 La banca, raccogliendo il denaro presso il pubblico in forma di fondi rimborsabili, ed erogando finanziamenti a soggetti dalla medesima selezionati ai sensi dell'art. 10 t.u.b., svolge un ruolo di “intermediazione forte”, assumendo direttamente su di sé il rischio di credito, oltre che di trasformazione delle scadenze e creazione di liquidità. Ad ogni modo, il rischio di credito assunto dalle banche è mitigato dalla possibilità di costruire un portafoglio prestiti diversificato e di dotarsi di processi di valutazione del merito creditizio sia in fase di *screening* che di *monitoring*. Al contrario, i *lending marketplace* non assumono il rischio diretto dei progetti finanziati, limitandosi ad agevolare l'incontro tra domanda e offerta di fondi su una piattaforma (per questa ragione si parla, invero, di “disintermediazione del credito”). Da qui, anche lo sviluppo dello *shadow banking*, o di attività analoghe al sistema bancario tradizionale (si pensi alle Banche *Fintech*). Cfr., *ex multis*, LEMMA, *The regulation of fintech banks: questions and perspectives*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, 2019; MIGLIONICO, *Disintermediazione e digitalizzazione della moneta nel mercato finanziario*, 2019; FANG, IVASHINA, LERNER, *The Disintermediation of Financial Markets: Direct Investing in Private Equity*, in *Journal of Financial Economics*, 2015, 116.1; cfr. LEMMA, *Le piattaforme nel mercato dei capitali*, in *L'attività delle banche*², a cura Urbani, Milano, 2020, p. 83; CAPRIGLIONE, *Industria finanziaria, innovazione tecnologica, mercato*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, n. 4, pp. 386-397.

5 Con l'evoluzione dei modelli di *business* si è poi riscontrato l'ingresso, dal lato dei finanziatori, di *lenders* quali banche e investitori istituzionali, i quali si sono affiancati ai *c.d. individual lenders*. È opportuno specificare, comunque, che nelle piattaforme di *crowdlending* gli utenti che forniscono il capitale necessario a soddisfare il bisogno di finanziamento non sono “finanziatori” in senso tecnico, quanto piuttosto “investitori”.

6 Cfr., *ex multis*, FALCE, GHIDINI, OLIVIERI, *Il ruolo delle piattaforme nell'economia dei Big Data*, in *Informazione e Big Data tra innovazione e concorrenza*, Milano, 2018, p. 78 ss.

7 Cfr. LEMMA, *Le piattaforme nel mercato dei capitali*, in *L'attività delle banche*², cit, p. 81.

- sull'utilizzo di un programma informatico (ovverosia di un'applicazione);
- sull'accesso a una rete di interconnessione.

Le piattaforme attive⁸ costituiscono, in sostanza, un «sistema di informazione elettronico gestito o amministrato da un fornitore di servizi di *crowdfunding*» e svolgono un'attività di mercato che consente, da un lato, a chi è in *surplus*, di impiegare denaro in vista di un rendimento e, dall'altro, a chi è in *deficit*, di ottenere finanziamenti, così facilitando l'abbinamento tra potenziali investitori (o erogatori di prestiti) e imprese: a gestire i flussi di denaro tra le controparti è, dunque, la stessa piattaforma; la quale, operando come un sistema integrato «di funzioni sociali, informative transattive»⁹, pone interrogativi circa l'evoluzione della relativa regolamentazione in sede europea e nazionale.

Più in particolare, il *framework* regolatorio delle piattaforme si distingue in base alla funzione svolta dagli intermediari operanti nei settori della raccolta del risparmio, dell'erogazione del credito e della prestazione di servizi di investimento; inoltre, le norme nazionali in materia di *crowdfunding* (se presenti) differiscono all'interno dell'Unione per quanto riguarda sia l'ambito di applicazione delle attività autorizzate sia i requisiti per ottenere l'autorizzazione.

Con riferimento al piano internazionale, invece, rilevano gli orientamenti del *Financial Stability Board* (FSB), che sottolineano l'esigenza di monitorare le innovazioni implementando meccanismi di vigilanza e adattando l'ordinamento vigente al fine di garantire una efficiente supervisione delle imprese che ricorrono alla tecnologia¹⁰.

Al di là dei diversi regimi normativi cui sono assoggettate tali piattaforme, ad assumere rilevanza, comunque, è la *ratio* alla base della funzione regolatoria, che consiste, in ogni caso, nel garantire i) la stabilità del sistema, ii) la tutela degli investitori e del risparmio, nonché la iii) minimizzazione delle asimmetrie informative, resa possibile dall'avanzamento della digitalizzazione.

⁸ La prima piattaforma di P2P *lending* prende il nome di Zopa ed è stata fondata a Londra nel 2005. In seguito al *credit crunch* avvenuto durante Grande Crisi del 2007-2008, i *lending marketplace* hanno avuto un rapido sviluppo non solo negli USA, ma anche in Europa. A gennaio 2017, ad esempio, in Europa erano attive più di 340 piattaforme, di cui la maggior parte (267) - al di fuori del Regno Unito - occupavano circa il 90% del mercato in termini di fondi erogati.

⁹ Cfr. SCIARRONE ALIBRANDI, BORELLO, FERRETTI, LENOCI, MACCHIAVELLO, MATTASSOGLIO, PANISI, *op. cit.*, p. 28.

¹⁰ Cfr. FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB), *Fintech and market structure in financial services: Market developments and potential financial stability implications*, 14 febbraio 2017; FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB), *Fintech credit market structure: business models and financial stability implications*, 22 maggio 2017; sul punto cfr. anche LEMMA, *op. cit.*, p. 83.

2 Piattaforme e riserve di attività

Le piattaforme di *marketplace lending* favoriscono l'esecuzione di scambi e offrono una serie di servizi in modo professionale e organizzato, al fine di soddisfare le rispettive esigenze di finanziamento e di investimento di *borrowers* e *lenders*, senza assumere però su di sé il rischio di credito.

Attualmente, l'operatività di piattaforme attive in Italia è tuttavia piuttosto limitata, vuoi per la difficoltà di inquadrare il fenomeno in categorie giuridiche già esistenti¹¹, vuoi per la mancanza di certezza giuridica che abbraccia il fenomeno, caratterizzato da una crescente frammentazione normativa. In tal senso, risulta dunque indispensabile ricostruire il *framework* regolatorio di tali piattaforme alla luce della disciplina posta a presidio del sistema finanziario nel suo complesso, e tenendo conto, al tempo stesso, delle tradizionali riserve legali di attività.

Ci si riferisce, ad esempio, allo svolgimento dell'attività di «raccolta del risparmio tra il pubblico»¹², che congiuntamente all'«esercizio del credito», rappresenta uno degli elementi cardini costitutivi dell'attività bancaria ai sensi dell'art. 10 t.u.b. Come noto, tra l'altro, anche l'esercizio di attività connesse o strumentali a quella bancaria possono essere riservate a soggetti abilitati.

In generale, tutte le funzioni svolte dalle banche rivestono comunque un'importanza cruciale nel sistema economico e finanziario, non solo in relazione alla creazione di liquidità e alla trasformazione delle scadenze¹³, ma anche con riguardo ai meccanismi di trasmissione della politica monetaria e ai sistemi di pagamento¹⁴, per cui l'operatività dei gestori di portali *online* che svolgono attività di *social lending* (e di coloro che prestano o raccolgono fondi tramite i suddetti portali) è consentita esclusivamente nel rispetto delle norme che regolano le attività che la legge stessa riserva agli istituti bancari e alle altre categorie di soggetti.

Sul punto, Banca d'Italia, nella Sezione IX delle *Disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche*, ha infatti

11 In tale ottica, si richiama il principio di "neutralità tecnologica", in forza del quale vale il paradigma secondo cui «*stessi servizi, stessi rischi, stesse regole, stessa vigilanza*».

12 A livello europeo, la riserva di attività bancaria è prevista dall'art. 4 Dir. n. 2013/36/UE (CRD IV), mentre l'attività di raccolta fondi (con obbligo di rimborso presso il pubblico) è riservata alle banche ai sensi dell'art. 9 Reg. (UE) n. 575/2013 (CRR). Parimenti, nel diritto italiano la riserva in questione è contenuta nella norma di cui all'art. 11 t.u.b., che vieta "la raccolta del risparmio tra il pubblico".

13 Nel modello base di funzionamento delle piattaforme, invece, le stesse non assumono né obblighi di rimborso né l'obbligo di trasformazione delle scadenze.

14 Cfr., *ex multis*, COSTI, *L'ordinamento bancario*⁵, Bologna, 2012, *passim*; BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche*³, Bologna, 2020, pp. 17-55; DESIDERIO, *L'attività bancaria*, in *Manuale di diritto bancario e finanziario*², a cura di Capriglione, Padova, 2019, pp. 185-212.

chiarito che l'attività di raccolta può essere svolta nel rispetto delle discipline esistenti, «ferme le possibilità di raccolta senza limiti da parte di banche che esercitano attività di social lending attraverso portali *online*». A tal proposito, è opportuno quindi precisare che non costituisce raccolta di risparmio tra il pubblico la ricezione di fondi da inserire in conti di pagamento utilizzati per la sola prestazione dei servizi di pagamento da parte dei gestori, se autorizzati a operare come istituti di pagamento, IMEL o intermediari *ex art.* 106 t.u.b. autorizzati a prestare servizi di pagamento ai sensi dell'art. 114-*novies* t.u.b.¹⁵; allo stesso modo, per i *borrowers* non costituisce raccolta di risparmio tra il pubblico l'acquisizione di fondi effettuata sulla base di trattative personalizzate con i finanziatori nella stipula del contratto, nonché l'acquisizione di fondi presso soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale e operanti nell'ambito del settore finanziario, bancario, assicurativo e previdenziale¹⁶. Sul punto, stanti le modalità operative tipiche delle piattaforme di *social lending*, pare opportuno specificare che si intendono "personalizzate" le trattative che consentono ai *borrowers* e ai finanziatori di incidere con la propria volontà sulla determinazione delle clausole contrattuali, lasciando al gestore del portale un compito di mero supporto allo svolgimento delle stesse conformemente al rispetto del principio dell'autonomia contrattuale¹⁷.

In sintesi, il progressivo aumento di intermediari finanziari non bancari ha escluso dalla riserva la ricezione di fondi i) da parte di soggetti autorizzati a prestare servizi di pagamento ed emissione di moneta elettronica (se connessa all'espletamento di suddetti servizi e nel rispetto dei limiti individuati dalle normative di settore); ii) rientranti in ipotesi consentite dalla legge *ex art.* 11, co. 4, t.u.b.; iii) effettuata dalle società attraverso strumenti finanziari previsti dalle disposizioni di normativa primaria o secondaria; iv) effettuata senza emissione di strumenti finanziari, presso soci o dipendenti o altre società del medesimo gruppo, nei limiti previsti dalla delibera CICR n. 1058/2005¹⁸.

15 Sul piano europeo, già nel 2015 l'Autorità bancaria europea (EBA) era intervenuta tentando di ricondurre il *lending crowdfunding* entro le normative europee e dei singoli Stati membri. Con specifico riferimento all'attività dei gestori delle piattaforme, ad esempio, l'EBA aveva ritenuto applicabile la disciplina prevista per gli istituti di pagamento, ovvero sia la PSDII (Dir. 2015/2355/UE). V. AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA (ABE), *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding*, 26 febbraio 2015.

16 Cfr. BANCA D'ITALIA, *Provvedimento recante disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche*, 2016, in <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza>.

17 BIFERALI, *op. cit.*, p. 451.

18 Per un approfondimento cfr. MACCHIAVELLO, *Le piattaforme di marketplace lending alla prova delle tradizionali riserve di attività in ambito finanziario (e delle discipli-*

Ad ogni modo, restano precluse sia ai gestori che ai *borrowers* la raccolta di fondi a vista e ogni altra forma di raccolta collegata all'emissione o alla gestione di mezzi di pagamento a spendibilità generalizzata¹⁹.

Passando, a questo punto dell'analisi, al profilo dell'erogazione del credito, si evidenzia la sussistenza – sul piano europeo – di discipline normative differenziate di Stato membro in Stato membro.

La mancanza di una completa armonizzazione nella regolazione di tale attività ha lasciato dunque spazio a decisioni assunte arbitrariamente dai singoli Stati, laddove la normativa europea non assoggetta a una specifica riserva l'attività di erogazione del credito considerata singolarmente.

Sul piano nazionale, comunque, la riserva dell'attività di erogazione del credito in forma professionale e nei confronti del pubblico agli intermediari di cui al Titolo V del t.u.b.²⁰ non impedisce alle piattaforme di concedere finanziamenti, salvo il caso in cui le stesse non si presentino come parti del contratto di credito. Inoltre, pur in presenza di piattaforme con *status* giuridico di intermediari *ex art.* 106 t.u.b., la disciplina di trasparenza di cui agli artt. 115 e ss. t.u.b. e le norme poste a tutela dei consumatori si applicherebbero solo ai contratti sottoscritti dagli utenti con le piattaforme (non a quelli tra *lender* e *borrower*)²¹.

D'altro canto, a tale panorama va aggiunta l'osservazione che l'attività di *lending marketplace* presenta profili di somiglianza con quella del mediatore creditizio²², definito dall'art. 127-*sexies* t.u.b. come «*soggetto che mette in relazione, anche attraverso attività di consulenza, banche o intermediari finanziari previsti dal Titolo V con la potenziale clientela per la concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma*». Tuttavia, salvo eccezioni, le piattaforme attive in Italia richiedono ai *lenders* una dichiarazione di non professionalità nell'erogazione del credito e, in ogni caso, l'assimilazione del gestore della

ne connesse), in Consob, *Quaderni Fintech*, luglio 2019, V, pp. 131 ss.

19 BIFERALI, *op. cit.*, p. 451.

20 In presenza di una specifica autorizzazione tali intermediari, oltre ad erogare credito, possono anche emettere moneta elettronica, *prestare* servizi di pagamento e alcune attività di investimento.

21 L'ostacolo all'applicazione delle norme sul credito al consumo nel campo del *social lending* potrebbe ritenersi non superato anche qualora si riconoscesse, applicando l'art. 114-*undecies* t.u.b., che il rinvio contenuto nel comma 1 della norma alle disposizioni di cui al Titolo VI riguardino l'intero titolo (e, conseguentemente, anche le disposizioni sul credito al consumo). Ciò in quanto tale rinvio sottende il rispetto dei limiti di compatibilità delle norme stabilite per i rapporti creditizi tra finanziatori professionali e consumatori con quelle stabilite per i rapporti creditizi di tipo *peer to peer* (tipici del *social lending*). Cfr., sul punto, BIFERALI, *op. cit.*, p. 464; MACCHIAVELLO, *op. ult. cit.*, p. 143.

22 I mediatori creditizi risultano iscritti in un elenco tenuto dall'Organismo Agenti e Mediatori (OAM) e sono sottoposti a obblighi di indipendenza e di trasparenza propri.

piattaforma alla figura del mediatore creditizio impedirebbe al primo di porre in essere le attività di *crowdfunding* non coincidenti con quella di mediazione.

In conclusione, si può affermare che l'attività svolta dalle piattaforme pare più vicina al settore dei mercati finanziari (e.g. consulenza in materia di investimenti, gestione individuale di portafogli e dei mercati) piuttosto che al settore bancario tradizionale. Anche in questo caso, però, l'applicazione alle piattaforme della disciplina europea in tema di servizi di investimento comporterebbe la necessità di sottoporre le stesse al regime di cui alla Mifid II, pur destinata ai soli strumenti finanziari.

3 La prospettiva degli *European Crowdfunding Service Providers (ECSPs)*

Il maggior ostacolo al corretto funzionamento del mercato dei servizi offerti dalle piattaforme di *crowdfunding* è dovuto, come accennato poc'anzi, al permanere di arbitraggi regolamentari connessi alla frammentazione del quadro giuridico europeo, che comporta notevoli costi sia dal punto di vista degli investitori che da quello dei fornitori di servizi, a discapito della formazione di un mercato unico effettivo.

Se in un primo momento la Commissione europea si era limitata a studiare il fenomeno senza intervenire, attesa la natura locale dello stesso e la mancanza di un effettivo potenziale di sviluppo *cross border*²³, con l'*Inception Impact Assessment* del 2017 pare aver mutato orientamento, individuando diverse alternative regolatorie del *marketplace lending e investing* nella prospettiva di elaborare una «*Legislative proposal for an EU framework on crowd and peer to peer finance*»²⁴.

Ancora, occorre aver riguardo al *Piano d'azione per le tecnologie finanziarie* COM(2018), 109, che mira all'adozione di un quadro europeo comune (in termini di regolamentazione e vigilanza) in grado di consentire alle imprese di cogliere i benefici del *Fintech* fornendo ai clienti servizi adeguati alle nuove necessità e accessibili telematicamente²⁵.

²³ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, 2016b, che affermava «*there is no strong case for EU level policy intervention at this juncture. Crowdfunding is still relatively small and needs space to innovate and develop. Given the dynamism of crowdfunding and the potential for future cross border expansion, it will be important to monitor the development of the sector and the effectiveness, and degree of convergence of, national regulatory framework*».

²⁴ Tra le diverse opzioni regolatorie, la più accreditata prevedeva che il *crowdfunding* venisse regolato attraverso l'applicazione delle discipline in tema di mercati regolamentati e istituti di pagamento, da integrarsi mediante l'introduzione di disposizioni *ad hoc*.

²⁵ COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione 8 marzo 2018 recante un «*Piano d'azione per le tecnologie finanziarie: per un settore finanziario europeo più competitivo e inno-*

L'introduzione di un regime comune sul piano europeo per le diverse forme di *crowdfunding* costituisce pertanto un fattore di sviluppo del mercato e di incentivazione degli investimenti, consentendo ai fornitori di servizi di *crowdfunding* di richiedere un passaporto europeo in base ad una regolamentazione uniforme, il cui ambito di applicazione abbraccia non solo i portali di *equity* e *debt crowdfunding*, ma avrà ad oggetto anche quelli di *lending crowdfunding* (atteso che il *lending-based* e l'*investment-based crowdfunding* possono essere considerati come alternative di finanziamento comparabili).

In tale direzione, un'apertura rispetto al precedente atteggiamento di chiusura sembra potersi riscontrare, sul piano europeo, nell'ambito del recente intervento normativo avvenuto con il Reg. (UE) n. 1503/2020 (d'ora in poi Reg. ECSP), inteso a introdurre specifiche misure di tutela dei *crowdlenders*, in parte riprese dalla Mifid II ma adattate alle particolarità del *crowdfunding*.

La proposta iniziale di Regolamento, pubblicata dalla Commissione in data 8 marzo 2018 (*Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business*)²⁶, prevedeva un regime opzionale per i gestori delle piattaforme (regime di *opt-in*), consentendo loro - in deroga alla Mifid II - di scegliere se chiedere o meno autorizzazione all'ESMA nella prospettiva di svolgere attività *cross-border* in regime di mutuo riconoscimento²⁷.

Ai fini di garantire la certezza del diritto, contrariamente all'originaria proposta, il *Regolamento europeo relativo ai fornitori di servizi di crowdfunding per le imprese*, emanato in data 7 ottobre 2020, introduce un regime obbligatorio, per cui i *crowdfunding providers* intenzionati a operare a livello europeo possono continuare a prestare i servizi previsti dallo stesso regolamento entro il termine di un anno dalla sua entrata in vigore (10 novembre 2021), nella prospettiva di adeguare le proprie attività commerciali alle disposizioni ivi previste.

Il rilascio dell'autorizzazione da parte dell'ESMA, ad ogni modo, non sarebbe condizionato a una effettiva prestazione di servizi *cross-border*: in altri termini, il gestore potrebbe richiedere l'auto-

vativo», nella quale si precisa che «la Commissione intende dare seguito alle richieste del Parlamento europeo e del Consiglio europeo, che auspicano un quadro normativo orientato al futuro che comprenda la digitalizzazione e crei un contesto in cui prodotti e soluzioni *fintech* innovativi possano diffondersi rapidamente in tutta l'UE a vantaggio delle economie di scala del mercato unico, senza compromettere la stabilità finanziaria o la protezione dei consumatori e degli investitori».

Cfr. sul punto, CAPRIGLIONE, *Industria finanziaria, innovazione tecnologica, mercato*, cit., 398; LEMMA, *op. cit.*, p. 84.

26 COM(2018) 113 *final*.

27 D'altronde, alle imprese di investimento ex art. 7 Mifid II, che intendano offrire servizi di *crowdfunding*, è preclusa l'applicazione della disciplina di autorizzazione dell'ESMA.

rizzazione anche nella sola intenzione di vedersi applicata la normativa europea in luogo di quella nazionale.

Per quanto concerne, inoltre, i soggetti coinvolti nella prestazione di suddetti servizi, si deve tener presente che il Regolamento inciderà inevitabilmente su: i) l'organizzazione dell'intermediazione (dunque sulla funzione dei *providers* di servizi), che facilita l'incontro (*matching*), su una piattaforma *online*, tra i titolari di progetti, da un lato, e gli investitori intenzionati a finanziare attività economiche, dall'altro; ii) il titolare del progetto (ovverosia colui che propone il progetto da finanziare); iii) gli investitori (cioè coloro che finanziano il progetto proposto).

Con specifico riferimento al *lending crowdfunding*, il presente regolamento dovrebbe applicarsi, dunque, ai servizi di *crowdfunding* che consistono nell'agevolazione della concessione di prestiti, consistenti in finanziamenti nei confronti di un titolare di progetti con obbligo incondizionato di rimborsare un importo di denaro all'investitore, unitamente agli interessi maturati e secondo il piano di rimborso concordato, per cui il ruolo delle piattaforme consisterebbe nell'agevolazione della conclusione, da parte degli investitori e del titolare di progetti, di contratti di prestito, senza necessità che il *crowdfunding provider* agisca come creditore del titolare di progetti²⁸.

Nel rispetto di tale obiettivo, al fine di garantire una procedura di selezione dei progetti imparziale, professionale ed equa, i prestatori di servizi dovrebbero elaborare una politica intesa alla tutela degli investitori, alla riduzione dei rischi e a un trattamento equo dei clienti.

Ad ogni modo, l'art. 3 Reg. ECSP precisa che «*i servizi possono essere forniti solo da persone giuridiche stabilite nell'Unione e autorizzate come fornitori di servizi di crowdfunding*²⁹» secondo i progetti

²⁸ Cfr. 11° *considerando* del Reg. (UE) n. 2020/1503, secondo cui «*l'agevolazione della concessione di prestiti che rientra nell'ambito di applicazione del presente regolamento deve essere distinta dall'attività di un ente creditizio, che concede crediti per proprio conto e raccoglie depositi o altri fondi rimborsabili dal pubblico*».

²⁹ Secondo quanto prescritto dall'art. 3, co. 4, Reg. ECSP, «*i fornitori di servizi di crowdfunding possono proporre a investitori individuali progetti di crowdfunding determinati che corrispondono a uno o più parametri o indicatori di rischio specifici scelti dall'investitore. Qualora l'investitore desideri effettuare un investimento nei progetti di crowdfunding proposti, esamina e prende esplicitamente una decisione di investimento in relazione a ciascuna offerta individuale di crowdfunding*». Si precisa, come si vedrà tra poco, che «*qualora un fornitore di servizi di crowdfunding offra una c.d. "gestione individuale di portafogli di prestiti", un investitore conferisce il mandato precisando i parametri per prestare tale servizio, che include almeno due dei seguenti criteri cui tutti i prestiti del portafoglio dovranno conformarsi: a) il tasso di interesse minimo e massimo applicabile ai sensi di ogni eventuale contratto di prestito intermediato per l'investitore; b) la data di scadenza minima e massima di ogni eventuale prestito intermediato per l'investitore; c) la gamma e la ripartizione delle categorie di rischio applicabili ai prestiti; e d) ove sia offerto un obiettivo di tasso annuo di rendimento dell'investimento, la probabilità che i prestiti selezionati consentano all'investitore di conseguire l'obiettivo di tasso con un ragionevole grado di certezza*» (art. 6 Reg. ECSP). In

di *Regulatory Technical Standards* elaborati dall'ESMA³⁰, alla quale spetta l'istituzione di un registro di tutte le persone giuridiche autorizzate, stabilite nel territorio dell'Unione³¹.

Inoltre, con l'obiettivo di garantire l'effettiva vigilanza dei fornitori, si impone nei confronti degli stessi il divieto di raccogliere depositi o altri fondi rimborsabili tra il pubblico, a meno che non siano autorizzati come enti creditizi conformemente all'art. 8 Dir. 2013/36/UE; tuttavia, gli Stati membri dovrebbero garantire che la legislazione nazionale non richieda ai titolari di progetti o agli investitori un'autorizzazione come ente creditizio o qualsiasi altra autorizzazione o esenzione qualora questi raccolgano fondi o concedano prestiti allo scopo di offrire progetti di *crowdfunding* o di investire in tali progetti³².

Ancora, nell'ambito delle piattaforme di *lending crowdfunding* assume particolare rilevanza l'introduzione di una regolamentazione specifica per il servizio di "gestione individuale del portafoglio"³³, definito all'art. 2, par. c), Reg. ECSP come «*la ripartizione, da parte di un fornitore di servizi di crowdfunding, di un importo prestabilito di fondi di un investitore, che è un prestatore originario, a uno o più progetti di crowdfunding sulla sua piattaforma [...] conformemente a un mandato individuale conferito dall'investitore su base discrezionale per ciascun investitore*»³⁴. A differenza del *lending crowdfunding*, però, occorre sottolineare che la gestione di tale portafoglio è caratterizzata dalla discrezionalità del fornitore di servizi nell'allocatione delle risorse del cliente per il finanziamento di uno o più progetti di *crowdfunding*, in conformità con le istruzioni contenute nel mandato dell'investitore.

deroga a quanto previsto dall'art. 3, co. 4 Reg. ECSP, il co. 5 della stessa norma afferma che «i fornitori di servizi di *crowdfunding* che prestano servizi di gestione individuale di portafogli di prestiti possono agire discrezionalmente per conto dei rispettivi investitori nell'ambito di parametri concordati senza che gli investitori siano tenuti a esaminare e prendere una decisione di investimento in relazione a ciascuna offerta individuale di *crowdfunding*».

30 Art. 12 Reg. ECSP.

31 Ai sensi dell'art. 12 Reg. ECSP, la domanda di autorizzazione va presentata all'autorità competente dello Stato membro in cui è stabilito il *crowdfunding provider*, alla quale spetterà anche la successiva vigilanza dello stesso.

32 Cfr. 9° *considerando* del Reg. (UE) n. 2020/1503.

33 Le caratteristiche della gestione del portafoglio individuale dei finanziamenti, e la sua qualificazione giuridica in relazione al mandato sottostante, richiamano chiaramente il servizio di "gestione del portafoglio" previsto dalla MiFID II. Tale servizio di investimento comporta infatti la «*gestione di portafogli in conformità ai mandati conferiti dai clienti su base discrezionale cliente per cliente laddove tali portafogli includano uno o più strumenti finanziari*» (cfr. art. 4, par. 1, punto 8 e allegato I, punto 4, MiFid II).

34 Prima di fissare il prezzo relativo ad una determinata offerta, il *crowdfunding service provider* dovrà comunque dar luogo a una valutazione del rischio di credito, che richiama - in parte - la valutazione del *credit risk* da parte degli istituti bancari. Cfr. EBA, *Guidelines on loan origination and monitoring*, 29 May 2020, EBA/GL/2020/06.

Restano infine esclusi i servizi di *crowdfunding* forniti ai titolari di progetti rientranti nella categoria di “consumatore” ai sensi dell’art. 3 *Consumer Credit Directive*, essendo già presenti a livello europeo normative consumeristiche a tutela dei *borrowers* qualificabili come consumatori.

4 Gestione dei rischi e obblighi di disclosure

Al fine di valutare i rischi connessi ai prestiti che vengono intermediati sulla piattaforma di *crowdfunding*, appare evidente la necessità di definire l’applicazione di politiche e procedure adeguate a garantire la continuità operativa e la prevenzione dei conflitti di interesse. Per tale ragione, il Reg. ECSP assegna all’organo di gestione del *crowdfunding service provider* il compito di promuovere l’integrità del mercato attraverso l’applicazione di sistemi e controlli idonei. L’organo *de quo* è quindi tenuto a esaminare, almeno una volta ogni due anni, i presidi prudenziali³⁵, nonché il piano di continuità operativa, previsti dall’art. 12, par. 2, lett. h) e lett. j) Reg. ECSP³⁶. Al tempo stesso, i fornitori di servizi sono tenuti ad adottare tutte le misure opportune per evitare, individuare e gestire i conflitti di interesse tra i clienti e gli stessi fornitori, i loro partecipanti al capitale, dirigenti o dipendenti, o qualsiasi persona fisica o giuridica collegata a questi da un legame di controllo (quale definito nell’art. 4, par. 1, punto 35, lett. b), Mifid II)³⁷.

Inoltre, il Reg. ECSP prevede altresì in capo ai fornitori obblighi di *disclosure* concernenti la natura generale e le fonti dei conflitti di interesse, mediante comunicazione sul sito *web* dello stesso fornitore.

Estremo rilievo rivestono poi i requisiti di onorabilità, competenza ed esperienza, per cui i fornitori di servizi di *crowdfunding* devono dimostrare l’assenza di precedenti penali relativi a violazioni di norme

35 Ai sensi dell’art. 11 Reg. ECSP, i fornitori di servizi di *crowdfunding* dispongono di presidi prudenziali per un importo pari almeno all’importo più elevato tra 25.000 € e un quarto delle spese fisse generali dell’anno precedente (che devono comprendere il costo di gestione dei prestiti per tre mesi qualora il fornitore di servizi di *crowdfunding* agevoli anche la concessione di prestiti). Tali presidi possono assumere la forma di fondi propri ovvero di una polizza assicurativa, o una combinazione di entrambi. Quanto detto, tuttavia, non si applica ai fornitori di servizi che si identificano in: i) imprese soggette alla parte III, Titolo III, Reg. (UE) n. 575/2013, al Reg. (UE) n. 2019/2033, ii) agli artt. 4 e 5 dir. n. 2009/110/CE e agli artt. 7, 8, 9 dir. n. 2015/2366/CE.

36 Il piano di continuità operativa del candidato fornitore di servizi di *crowdfunding* include misure e procedure che, tenendo conto della natura, della portata e della complessità dei servizi che il candidato *provider* intende prestare, consentano la continuità della prestazione di servizi essenziali connessi agli investimenti esistenti e la buona amministrazione degli accordi tra il candidato fornitore di servizi e i suoi clienti.

37 Cfr. art. 8 Reg. (UE) n. 2020/1503.

nazionali nei settori del diritto commerciale, fallimentare, finanziario, della normativa antiriciclaggio o antifrode o degli obblighi in materia di responsabilità professionale per tutte le persone fisiche coinvolte nella gestione del candidato fornitore di servizi di *crowdfunding* e per gli azionisti che detengono il 20% o più del capitale sociale o dei diritti di voto (art. 12, par. 3, lett. a) Reg. ECSP). Allo stesso modo, il fornitore dovrebbe esercitare quantomeno un livello minimo di adeguata verifica nei confronti dei titolari dei progetti che propongono il finanziamento degli stessi attraverso la piattaforma del *provider*³⁸.

Per quanto concerne le informazioni che i *crowdfunding service providers* forniscono ai clienti su sé stessi, sui costi e sui rischi finanziari connessi ai servizi, nonché sui criteri di selezione dei progetti, si evidenzia che le stesse dovranno essere presentate in forma «*corretta, chiara e non fuorviante*» (art. 19 Reg. ECSP)³⁹. In caso contrario, gli Stati membri devono provvedere affinché alle persone fisiche e giuridiche, responsabili delle informazioni fornite nella scheda contenente le informazioni chiave o c.d. *Key Investor Information Sheet* (KIIS), si applichino le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di responsabilità civile⁴⁰.

5 **Quale prospettiva regolamentare nella valutazione del merito creditizio?**

Lo sviluppo della tecnologia e, più in generale, del *Fintech*, ha dato luogo a cambiamenti significativi nell'ambito della valutazione del merito creditizio (*credit scoring*) sia con riferimento all'oggetto (cosa viene valutato?) che con riferimento al soggetto (chi effettua tale valutazione?).

La valutazione del rischio di credito riveste molteplici funzioni, ovvero: i) concorre a preservare la buona reputazione della piat-

38 In particolare, ai sensi dell'art. 5, par. 2, Reg. ECSP, il livello minimo deve includere le seguenti verifiche: a) che il titolare del progetto non ha precedenti penali relativi a violazioni delle norme nazionali nei settori del diritto commerciale, del diritto fallimentare, della normativa sui servizi finanziari, della normativa antiriciclaggio, della normativa antifrode o degli obblighi in materia di responsabilità professionale; b) che il titolare del progetto non sia stabilito in una giurisdizione riconosciuta come non cooperativa a norma della politica dell'Unione in materia o in un paese terzo considerato ad alto rischio ai sensi dell'articolo 9, paragrafo 2, della direttiva (UE) 2015/849.

39 Si evidenzia che i fornitori di servizi di *crowdfunding* sono tenuti ad informare i loro clienti della circostanza che i loro servizi non rientrano nel sistema di garanzia dei depositi istituito in conformità della Mifid II (art. 19, par. 2, Reg. ECSP). Gli stessi fornitori si premurano di fornire ai potenziali investitori una scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento (c.d. KIIS) ai sensi dell'art. 23 Reg. (UE) n. 2020/1503, la quale contiene, inter alia, la segnalazione di rischiosità dell'investimento.

40 Sul punto, pare opportuno segnalare che eventuali errori o imprecisioni, se non corretti, potrebbero comportare l'irrogazione di sanzioni da parte dell'ESMA.

taforma; ii) consente ai *crowdborrower* di indebitarsi in modo responsabile e consapevole, sia con riferimento alla fattibilità del loro progetto che con riguardo alle condizioni economiche corrispondenti al loro profilo di rischio; iii) informa il *crowd-investor* circa il rischio di un determinato investimento in relazione a determinati rendimenti e durate, affinché questi possa assumere consapevolmente i rischi connessi all'attività di *lending*.

Nell'ambito della gestione individuale del portafoglio prestiti, ad esempio, il fornitore di servizi di *crowdfunding* deve esaminare i) il rischio di credito dei singoli progetti di *crowdfunding* che sono stati selezionati per il portafoglio dell'investitore; ii) il rischio di credito del portafoglio dell'investitore, a livello aggregato; e, infine, iii) il rischio di credito dei "proprietari" del progetto selezionati per il portafoglio dell'investitore⁴¹.

Di conseguenza, con riferimento al *lending crowdfunding*, il c.d. *assessment* viene svolto dagli stessi gestori delle piattaforme (o, in alternativa, da un terzo *provider*) per ammettere i richiedenti ai rispettivi servizi⁴².

Nonostante i notevoli passi in avanti intrapresi a livello europeo⁴³, le piattaforme riscontrano sovente una notevole difficoltà nella raccolta di dati, non essendo in possesso delle stesse informazioni degli istituti di credito. Pertanto, tali piattaforme possono entrare in possesso di una rosa di informazioni – sufficiente per esprimere una valutazione – esclusivamente attraverso il richiedente i servizi⁴⁴.

Restano inoltre notevoli criticità dovute alla circostanza che – come noto – le piattaforme, pur attenuando sensibilmente l'asimmetria informativa tra *lenders* e *borrowers*, non assumono su sé stesse il rischio di credito⁴⁵.

41 Inoltre, il fornitore di servizi di *crowdfunding* è invitato a fornire all'investitore una descrizione del metodo utilizzato per le tre tipologie di valutazioni.

42 Secondo l'art. 10 della Proposta originaria di Regolamento, l'ESMA avrebbe dovuto esercitare i poteri di vigilanza ispettiva e informativa sui gestori delle piattaforme e nei confronti dei soggetti in posizioni di management, nei confronti dei quali può perfino negare o revocare l'autorizzazione nel caso in cui ritenga che questi rappresentino una minaccia all'integrità del mercato.

43 Un passo in avanti nella circolazione di "*hard information*" è stato compiuto dalla PSD2 (dir. UE n. 2015/2366), la quale – attraverso lo sviluppo di un modello *open banking* – ha imposto a enti creditizi e istituti di pagamento di mettere a disposizione le informazioni relative ai conti di pagamento di ciascun singolo utente, in modo obiettivo, proporzionato e non discriminatorio (art. 36 PSD2), attraverso sistemi "sicuri", le c.d. *Application Programming Interfaces* (API).

44 Per ulteriori approfondimenti cfr., *ex multis*, FERRETTI, *Not so Big and Big Credit Data Between Traditional Consumer Finance, Fintech and Banking Union: Old and New Challenges in an Enduring EU Policy and Legal Conundrum*, in *Global Jurist*, Berlin-Boston, 2018.

45 Cfr., *ex multis*, MATTASSOGLIO, *Profili giuridici del servizio di valutazione del merito creditizio e di credit scoring nel contesto del marketplace lending*, in *Quaderni Fintech*, luglio 2019, V, p. 196.

6 Conclusioni

L'attività svolta dalle piattaforme di *crowdfunding* si avvicina maggiormente al settore dei mercati finanziari piuttosto che al settore bancario tradizionale; nonostante persistano ancora arbitraggi regolamentari connessi alle differenti discipline nazionali dei servizi offerti dai fornitori di *crowdfunding* (con tutto ciò che ne deriva in termini di confusione e incertezza giuridica), con l'introduzione di un regime comune sul piano europeo per le diverse forme di *crowdfunding* – sotto forma del Regolamento ECSP (che entrerà in vigore nel 2021) – verrà auspicabilmente promossa la prestazione transfrontaliera dei relativi servizi rimuovendo così gli ostacoli allo sviluppo del settore.

Ciò nonostante, restano ancora alcune zone d'ombra: si pensi all'attività stessa svolta dalle piattaforme, la quale sollecita un intervento regolatore inteso a elaborare sistemi e presidi adeguati in vista di una efficace valutazione del *credit risk* (che avviene in una modalità del tutto automatizzata). Nonostante i profili critici connessi a tale mutamento di rotta sul piano europeo e alla compatibilità della prossima regolamentazione europea con le normative già esistenti, la regolamentazione europea in tema di *crowdfunding* contribuirà non solo a regolare il relativo settore, ma anche a garantire la stabilità del sistema, la tutela degli investitori, nonché a minimizzare le asimmetrie informative.

La modificabilità della proposta di aumento del capitale sociale nella s.p.a.

Matteo Maria Marchiò

Dottorando di ricerca in Diritto, mercato, persona nell'Università Ca' Foscari Venezia, Italia

Abstract This paper aims to analyse the allocation of powers between shareholders and board of directors in the case of increase in legal capital. Even if the ICC requires the general meeting to decide on this matter, shareholders do not have the power to amend the proposal made by the management organ. This is true regardless of whether the pre-emptive rights are restricted or withdrawn in the interest of the company or not.

Keywords Legal capital. Pre-emptive right. Increase. Board of directors. Proposal. Amendment.

Sommario 1. La rilevanza gestionale ed extraorganizzativa della modificazione statutaria della cifra del capitale sociale nell'aumento a pagamento. – 2. La modificabilità in sede assembleare del progetto di aumento redatto dagli amministratori: il contemperamento tra istanze gestorie e tutela dell'investimento. – 3. La modificabilità del progetto di aumento nel caso di esclusione del diritto di opzione. – 4. Conclusioni.



Edizioni
Ca Foscari

Open access

© 2020 | Creative Commons Attribution 4.0 International Public License



Citation Marchiò, M.M. (2020). "La modificabilità della proposta di aumento del capitale sociale nella s.p.a.". *Ricerche giuridiche*, 9(2), 199-216.

DOI 10.30687/Rg/2281-6100/2022/01/003

199

1 La rilevanza gestionale ed extraorganizzativa della modificazione statutaria della cifra del capitale sociale nell'aumento a pagamento

L'istituto dell'aumento di capitale a pagamento disciplina un'operazione che attiene strettamente alla gestione dell'impresa. Tale assunto è facilmente dimostrabile se ci si interroga, anche soltanto brevemente, sulle ragioni che spingono le imprese a conformare in un determinato modo la propria struttura finanziaria.

Tra il compimento dei singoli atti d'impresa diretti alla produzione di beni o di servizi e il conseguimento del corrispettivo derivante dal loro scambio sul mercato intercorre normalmente un certo lasso di tempo. Tale *deficit* temporaneo di risorse, congiuntamente al normale utilizzo di mezzi monetari al fine di remunerare i fattori produttivi, reca con sé, come conseguenza inevitabile, un fabbisogno finanziario che può essere soddisfatto solo tramite l'apporto di liquidità da parte di operatori economici in *surplus*¹.

La prima alternativa che si presenta nella selezione delle modalità di finanziamento dell'impresa è quella tra capitale di rischio e capitale di debito. Premesso che, se l'obiettivo è quello di assicurare l'equilibrio tra le entrate e le uscite aziendali è necessario attingere a entrambi i canali di approvvigionamento, è possibile affermare che la scelta relativa al rapporto tra mezzi propri e mezzi di terzi (c.d. *leva finanziaria* o rapporto di indebitamento) è influenzata principalmente da due fattori: *i*) il volume minimo degli investimenti in attesa di realizzo in un periodo di tempo dato² *ii*) il livello di efficienza del mercato finanziario³.

1 BIANCHI, *Gli aumenti di capitale nelle imprese*, Milano, 1963, p. 1. La teoria economica identifica tali soggetti in quelle famiglie che destinano al consumo soltanto una parte del reddito che è stato ricavato mettendo a disposizione terra, lavoro e capitale. Tuttavia, anche un'impresa o un ente pubblico è definibile come unità in *surplus* laddove presenti un bilancio in positivo, cioè un'eccedenza dei ricavi sui costi sostenuti per perseguire i propri fini istituzionali: PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2018, p. 4.

2 A tale volume minimo corrisponde, infatti, la parte costante del fabbisogno finanziario da soddisfare con mezzi propri; mentre la parte variabile viene normalmente coperta con passività a breve e a media scadenza: BIANCHI, *Gli aumenti di capitale*, cit., p. 5.

3 In materia è nota la prima proposizione del c.d. *Modigliani-Miller (MM) theorem*, in base alla quale se il mercato finanziario è perfetto dal punto di vista informativo, e non sussistono altre cause di inefficienza come costi di transazione o un sistema di tassazione del capitale, la composizione della struttura finanziaria è ininfluente ai fini della determinazione del valore complessivo dell'impresa: MODIGLIANI, MILLER, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, in *American Economic Rev.*, 1958, vol. 48, n. 3, pp. 261 ss. La dottrina economica successiva, rilevando la normale presenza di asimmetrie informative tra gestori dell'impresa e investitori, ha tentato di formulare una gerarchia tra le varie fonti di finanziamento sulla base della loro sensibilità alle informazioni: le imprese, pertanto, ricorrerebbero prima all'accantonamento di utili, poi al debito e, come ultima ipotesi, alle emissioni azionarie. Per la c.d.

Occorre poi ricordare, sia pur in modo telegrafico, che nel contesto italiano è ampiamente diffusa, in particolare nelle imprese che adottano il modello della s.r.l., la prassi del ricorso, in misura preponderante rispetto ai mezzi propri, a prestiti erogati (anche solo indirettamente, tramite la concessione di garanzie reali o personali) dagli stessi soci. A tale fenomeno, che prende il nome di sottocapitalizzazione nominale, ha tentato di porre rimedio il legislatore della riforma del 2003 con l'introduzione dell'art. 2467 c.c.⁴

Una volta fissato, sulla base dei due criteri indicati, il rapporto di indebitamento ottimale, l'impresa dovrà decidere se sia economicamente più conveniente, al fine di reperire nuovo capitale di rischio, attingere direttamente al reddito prodotto nell'esercizio della propria attività oppure optare per il ricorso a nuovi conferimenti. A tale proposito, nella letteratura aziendalistica si suole distinguere tra imprese relativamente statiche e imprese in progresso e in sviluppo⁵. Le prime, proprio perché caratterizzate da una crescita dimensionale lenta e graduale, tendono a rivolgersi con maggiore frequenza all'autofinanziamento⁶ per finanziare gli impieghi in attesa di realizzo, a patto ovviamente che dal bilancio di esercizio emergano utili suscettibili di essere accantonati e posti a riserva. Le seconde, invece, preferiscono ricorrere all'emissione di nuove azioni a pagamento, dal momento che registrano consistenti e continui aumenti delle loro immobilizzazioni⁷. Invero, proprio a causa della crescita accelerata della dimensione dei processi produttivi, è raro che in tali casi il risparmio aziendale sia tanto consistente da consentire all'impresa di coprire l'intero incremento

pecking order theory v. MYERS, *The Capital Structure Puzzle*, in *The Journal of Finance*, 1984, vol. 39, n. 3, pp. 581 s.; nella letteratura giuridica v. per tutti FERRAN-CHAN HO, *Principles of Corporate Finance Law*, Oxford, 2014, p. 55.

⁴ Su cui v., per tutti, BRIOLINI, *I finanziamenti dei soci*, in *Le società a responsabilità limitata*, vol. 2, a cura di Ibbà e Marasà, Milano, 2020, pp. 1161 ss.

⁵ BIANCHI, *Gli aumenti di capitale*, cit., p. 9, il quale chiarisce che il primo termine viene normalmente utilizzato per designare complessi aziendali caratterizzati da una relativa stabilità nel tempo degli investimenti in attesa di realizzo (o da una crescita dei medesimi secondo un *trend* lineare); il secondo, invece, imprese che possiedono un elevato ritmo di accrescimento della dimensione e del volume di attività economica. Queste ultime sono anche «in sviluppo» se all'aumento dimensionale dell'attività esercitata si accompagna un incremento della redditività aziendale.

⁶ Per *autofinanziamento* si intende il reinvestimento degli utili di impresa a seguito di una loro mancata distribuzione agli azionisti: così BIANCHI, *Gli aumenti di capitale*, cit., p. 56.

⁷ V. CAVALIERI, FERRARIS FRANCESCHI, *Economia aziendale. Attività aziendale e processi produttivi*, vol. 1, Torino, 2010, p. 384, «Le immobilizzazioni riguardano tutte quelle risorse monetarie, investite in fattori a fecondità semplice e ripetuta, che non possono essere distolte dall'attuale destinazione, pena l'interruzione dell'attività aziendale o, comunque, il verificarsi di riflessi negativi sulla capacità dell'impresa di mantenersi in condizioni di equilibrio economico-finanziario nel tempo».

del fabbisogno di mezzi innescato dagli investimenti programmati⁸.

Ciò detto, risulta evidente che la pianificazione degli investimenti, il loro compimento e la correlata previsione dell'andamento dei flussi di cassa (in entrata e in uscita) determinano, unitamente al costo relativo del capitale, la decisione su quantità e qualità delle fonti di finanziamento del complesso aziendale⁹. Per questo motivo, nella realtà economica la scelta tra auto o etero finanziamento, da una parte, e tra capitale proprio o di terzi, dall'altra, cioè la *gestione finanziaria*¹⁰ dell'impresa, è affidata a un particolare soggetto: colui che, all'interno dell'organismo produttivo, detiene il potere-dovere di realizzare i singoli atti di gestione e, dunque, ha l'obbligo di valutarne l'impatto (anche) finanziario sull'organizzazione produttiva¹¹.

Spogliate le vesti dell'economista, analizziamo il dato normativo. La riforma del 2003 ha optato in maniera inequivoca per l'accentramento del potere di gestione in capo all'organo amministrativo¹². La disposizione dell'art. 2380-bis, secondo cui la gestione dell'impresa «spetta *esclusivamente* agli amministratori» i quali hanno il dovere di compiere «le operazioni *necessarie* all'attuazione dell'oggetto sociale», rappresenta uno dei cardini «per la stessa ricostruzione delle caratteristiche tipologiche della società per azioni»¹³. Essa è stata

⁸ Così BIANCHI, *Gli aumenti di capitale*, cit., pp. 9 s.

⁹ BIANCHI, *Gli aumenti di capitale*, cit., p. 35, «la natura e la durata del nuovo bisogno di mezzi da investire è in funzione della dinamica del sistema d'impresa, cioè dell'intrecciato evolversi dei processi e delle combinazioni di produzione attuati». E, più avanti, aggiunge «si dovranno considerare, nella loro vicenda di non breve periodo, afflussi e deflussi di mezzi in rapporto al complesso svolgersi della gestione».

¹⁰ CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, 1985, p. 110, in tale concetto rientrerebbero le decisioni in materia di emissione di obbligazioni, aumento di capitale, riduzione del capitale esuberante e destinazione degli utili.

¹¹ GINEVRA, *Sottoscrizione e aumento del capitale sociale nelle S.p.A.*, Milano, 2001, pp. 11 s., definisce la decisione come di alta amministrazione e ne sottolinea il carattere tecnico-aziendalistico. Sul significato sistematico dell'attribuzione agli amministratori della competenza a emettere obbligazioni: PATRIARCA, *Art. 2410*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da Abbadessa e Portale, tomo I, Milano, 2016, p. 1995, il quale qualifica l'emissione come atto di gestione o quantomeno operazione che «mirando ad accrescere la provvista finanziaria della società è prodromica allo svolgimento di atti di gestione» e quindi «in questi termini, affidare la competenza agli amministratori parrebbe del tutto naturale». Si noti, per altro, che sugli amministratori grava il dovere, a cui corrisponde la relativa responsabilità, di valutare l'adeguatezza finanziaria dell'impresa, in virtù della riconducibilità di tale concetto in quello più ampio di «adeguatezza dell'assetto organizzativo» contenuto nei co. 3 e 5 dell'art. 2381: RIVOLTA, *Brevi riflessioni sulla disciplina degli aspetti finanziari nel diritto dell'impresa e delle società*, in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, p. 525.

¹² Si v. la Relazione di accompagnamento al d.lgs. n. 6 del 2003 (§ 6.III.1).

¹³ Così GUIZZI, *Riflessioni intorno all'art. 2380-bis*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, vol. II, Torino, 2014, pp. 1043 ss. L'autore attribuisce alla disposizione la funzione tipologica di distinguere all'interno delle società

concepita non solo per rispondere a oggettive esigenze di funzionalità dell'impresa societaria in ossequio al principio di divisione del lavoro, ma anche, se non soprattutto, per garantire una gestione dell'investimento dei soci improntata a criteri di neutralità¹⁴. Ne deriva il rigido divieto sancito da una norma inderogabile (art. 2364 n. 5 c.c.) di traslare competenze dal consiglio di amministrazione all'assemblea, sia in via di fatto sia tramite clausole statutarie, qualora la legge non lo preveda espressamente.¹⁵

Orbene, l'aumento reale del capitale, in quanto diretto a dotare la società dei mezzi strumentali allo svolgimento dell'attività economica contrattualmente prevista, pare integrare, più che una modificazione dell'originario programma societario, un'operazione necessaria alla sua attuazione e quindi tipicamente gestionale. Il ricorso a nuovi conferimenti, in denaro o in natura, è espressione di precise scelte che riguardano, ad esempio, gli impieghi, la provvista finanziaria per la copertura dei costi, gli accordi stipulati nell'interesse della società con intermediari del mercato mobiliare, i quali esigono determinati termini e modalità di esecuzione della delibera di aumento. Tali scelte, alla luce del combinato disposto degli artt. 2380-bis e 2364 n. 5, rientrano nella competenza esclusiva dell'organo amministrativo e sono pertanto insindacabili dai soci¹⁶.

Ciò nonostante, in dottrina è ricorrente l'affermazione secondo cui la modificazione della cifra del capitale sociale nominale, dal momento che influisce sul *quantum* di poteri amministrativi e patrimoniali

di capitali la s.p.a. dalla s.r.l., in cui «l'esercizio delle funzioni gestorie...è pur sempre riservato, in via finale, alla collettività dei soci» (art. 2479, co. 1, cc.).

14 ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da Cicu, Messineo e Mengoni, continuato da Schlesinger, Milano, 2012, pp. 345-349; GUIZZI, *Riflessioni intorno all'art. 2380-bis*, cit., p. 1044, individua la ragione giustificativa della necessaria imparzialità degli amministratori nella naturale vocazione della società per azioni a raccogliere il risparmio tra il pubblico indifferenziato, in quanto la spersonalizzazione dell'investimento e la diversificazione degli interessi dei soci, che normalmente ne conseguono, esigono che la gestione sia affidata a un organo neutrale; CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea*, cit., p. 10, parla di *competenza funzionale* di derivazione legale poiché, una volta nominati, gli amministratori ricoprono una vera e propria funzione da esercitare nell'interesse dell'intera collettività dei soci, e non solo di chi li ha nominati. In tal senso anche LIBONATI, *Il governo del consiglio di amministrazione di società per azioni*, in *Diritto, mercato ed etica. Dopo la crisi*, Milano, 2010, p. 372.

15 PINTO, *Art. 2380 bis*, in *Le società per azioni*, tomo I, cit., pp. 1170 ss.; l'Autore giustamente rileva come sia in realtà l'art. 2364 n. 5 a regolare i rapporti tra assemblea e consiglio di amministrazione all'interno dell'organizzazione societaria, facendo riferimento al più ampio concetto di «atti degli amministratori».

16 V. TRIBUNALE DI BRESCIA, 23 ottobre 2015, in *Giur. Comm.*, 2017, II, p. 1039, «le operazioni sul capitale - quando non necessitate da esigenze di copertura di perdite - costituiscono tipica espressione di scelte gestionali riservate agli amministratori i quali devono compiere tutte le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale (art. 2380-bis)».

spettanti ai soci, avrebbe un valore prevalentemente organizzativo¹⁷.

Mentre la premessa è corretta, la conseguenza che se ne trae è criticabile per almeno due motivi.

Innanzitutto, perché presume sia corretto attribuire al capitale sociale nominale una funzione organizzativa: in base a tale concezione il capitale sociale sottoscritto fungerebbe da denominatore in una frazione in cui il valore nominale della partecipazione sociale ricoprirebbe il ruolo di numeratore¹⁸. Esso sarebbe, insomma, un semplice parametro di misurazione dei diritti e dei poteri dei soci all'interno dell'organizzazione sociale. Ragionando così, tuttavia, si tralasciano due fatti rilevanti: *in primis*, che la possibilità di misurare la posizione corporativa dei soci in base al valore nominale delle azioni, a seguito delle riforme intervenute soprattutto nel diritto azionario¹⁹, è divenuta solo eventuale²⁰; *in secundis*, che lo stesso legislatore mostra di considerare il capitale sociale non come entità puramente numerica, cioè un intero percentuale rispetto al quale determinare singole quote, bensì come quantità di valore espressa in cifra assoluta e in unità monetaria²¹.

17 Per tutti si v. GINEVRA, *Sottoscrizione e aumento*, cit., pp. 5 ss.; Id., *Ancora sulla sottoscrizione di nuove azioni (in rapporto alla modifica dell'organizzazione sociale)*, in *Studi in onore di Umberto Belviso*, 2011, passim; GINEVRA, PRESCIANI, Art. 2444, in *Le società per azioni*, II, cit., p. 2658; FERRO LUZZI, *Riflessioni sulla riforma: I: La società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, pp. 690 s.

18 SPOLIDORO, voce *Capitale sociale*, in *Enc. del dir.*, Milano, 2000, IV Agg., p. 219.

19 Ci si riferisce all'introduzione delle azioni di risparmio, di quelle senza voto, di quelle a voto plurimo, a voto condizionato o scalare, all'introduzione dell'istituto della *record date* ecc.

20 PORTALE, *Dal capitale sociale "congruo" al capitale sociale "zero" nelle società di capitali*, in *Il nuovo capitale sociale*, a cura di Capelli e Patriarca, Milano, 2016, pp. 3 s. Inoltre, il metodo di calcolo che utilizza il valore nominale delle azioni è perfettamente sostituibile da quello che si riferisce al numero di azioni possedute dal socio in relazione al totale delle azioni emesse; anzi, il secondo è normalmente preferibile dal momento che si avvale solo di numeri interi: SPOLIDORO, *Valore nominale, azioni senza indicazione del valore nominale e aumento del capitale sociale*, in *Analisi giur. econ.*, 2017, p. 71.

21 Sottolinea l'essenza monetaria della cifra del capitale sociale nominale PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, vol. 1**, Torino, 2004, pp. 3 s.; FERRI JR, *Investimento e conferimento*, Milano, 2001, pp. 208 ss., il quale sottolinea come la stessa possibilità di una rilevanza autonoma del capitale sociale si dissolve nel momento in cui lo si riduce a somma di singole quote le quali implicano logicamente già di per sé l'esistenza di un intero a cui essere riferite; in senso analogo Id., *Struttura finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale*, in *Riv. not.*, 2008, p. 758.

Secondo GINEVRA, *Oltre il capitale sociale? Spunti per la ripresa del dibattito sulla riforma della struttura finanziaria delle società di capitali*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di G.E. Colombo*, Torino, 2011, p. 15, all'istituto del capitale sociale deve riconoscersi la funzione di tutelare «l'interesse, non tanto dei creditori, ma degli investitori, alla protezione delle loro aspettative di valorizzazione dell'investimento operato, contro il pericolo di un'imprudente o fraudolenta distrazione delle risorse preventivamente destinate all'attività».

In secondo luogo, ed è questo il vero nodo della questione, poiché questo ragionamento sottende una ricostruzione della partecipazione sociale in chiave esclusivamente metaindividuale: si parla di «caratterizzazione organizzativa» della partecipazione sociale, di un fenomeno «irriducibile alla realizzazione della sfera individuale del socio», di «poteri i quali, poiché strumentali al funzionamento dell'organizzazione, non possono non variare al mutare della medesima»²². Ma, in questo modo, si rischia di risolvere il concetto di partecipazione sociale in quello necessariamente relativo di quota e, di conseguenza, di attribuire assoluta preminenza alla dimensione interna dei rapporti tra i soci e ai diritti amministrativi spettanti ai medesimi²³; mentre si relegano, compiendo una sorta di inversione funzionale, i diritti patrimoniali a svolgere tutt'al più il ruolo di meri accessori del potere, spettante al socio, di concorrere alla produzione del risultato deliberativo assembleare.

Ciò stante, in questa sede si intende proporre una diversa ricostruzione della natura normativa dell'aumento del capitale, la quale si ricollega a quella teoria, autorevolmente sostenuta in dottrina, che intende la partecipazione azionaria essenzialmente nella sua dimensione di manifestazione, sotto veste giuridica e in termini di valore²⁴, del fenomeno economico dell'investimento²⁵; fenomeno che, a partire dalla sottoscrizione del capitale, si concretizza in entrambi i suoi momenti logici: quello del costo sostenuto dal socio per conseguire un *guadagno*²⁶, e quello del ricavo, che rappresenta il risultato dell'amministrazione dei valori immessi nell'impresa societaria²⁷.

22 GINEVRA, *Ancora sulla sottoscrizione*, cit., p. 541.

23 FERRI JR, *Investimento e conferimento*, cit., p. 124.

24 Al momento dell'investimento, infatti, il valore oggetto del conferimento subisce una metamorfosi della propria forma giuridica: da quella rivestita in precedenza, ad esempio proprietà o godimento, a quella di partecipazione sociale, nella sua duplice struttura; al momento del disinvestimento, invece, avviene il fenomeno inverso: FERRI JR., *Investimento e conferimento*, cit., pp. 345 s.

25 Configurato giuridicamente come affidamento fiduciario di valori: MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Milano, 2010, p. 87, secondo cui la funzione normativa della partecipazione sociale sarebbe quella di disciplinare l'attività di gestione di un interesse del socio «alla redditività e al valore dell'investimento effettuito»; gestione che può estrinsecarsi facendo ricorso a differenti codici organizzativi.

26 Guadagno che emergerà come quantità di moneta derivante dalla «somma algebrica tra il valore del ricavo e il disvalore della spesa» solo al termine dell'operazione complessiva di investimento: FERRI JR, *Investimento e conferimento*, cit., p. 47.

27 MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, cit., p. 192, identifica il collegamento tra i due momenti logici e cronologici dell'investimento con il concetto di *redditività*.

Seconda tale prospettiva, l'emissione di nuove azioni a pagamento - similmente alla fusione e alla scissione che possiedono analoghi risvolti di carattere finanziario - diviene inquadrabile giuridicamente come un'operazione destinata ad incidere, dal punto di vista del socio, non tanto sulla posizione ricoperta all'interno dell'organizzazione sociale, quanto sul valore reale delle azioni complessivamente detenute²⁸.

In questo senso, se proprio si vuole individuare un ulteriore profilo di rilevanza di tale vicenda societaria, si può osservare che l'aumento reale del capitale costituisce non solo una riorganizzazione della struttura finanziaria dell'impresa, come tale di competenza degli amministratori, non solo una modificazione statutaria di pertinenza dell'assemblea straordinaria, ma anche un fenomeno di trasferimento di ricchezza che, dal punto di vista giuridico, realizza una disposizione della partecipazione individuale del socio all'investimento collettivo: materia che il legislatore ha deciso di allocare in capo alla collettività degli azionisti. Infatti, poiché l'acquisizione di nuovi conferimenti è subordinata a una modificazione dell'atto costitutivo, viene concesso al socio di incrementare il proprio investimento nella società soltanto alla condizione che sia previamente intervenuta una deliberazione dell'assemblea straordinaria.

L'affermata valenza della delibera di aumento non trova un ostacolo insuperabile nel fatto che il procedimento diretto alla sua assunzione è governato da una regola tipicamente metaindividuale, quale quella di maggioranza. Ciò in quanto l'attribuzione all'assemblea straordinaria del potere di incidere sull'investimento dei soci è facilmente giustificabile nell'ottica di un ampliamento, al di là della sfera dell'organizzazione sociale, dell'ambito di competenza riservato alla collettività degli azionisti. Proprio in virtù di tale considerazione, il Codice di Commercio del 1882 attribuiva il diritto di recesso al socio dissenziente rispetto alla delibera di aumento²⁹. Ne discende che la persistente competenza assembleare, con riguardo alle ope-

28 Da intendere come *valore attuale netto*, cioè il frutto dell'attualizzazione dei dividendi futuri attesi. Per la definizione di valore attuale netto, su cui ritorneremo: MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, cit., p. 198. Tuttavia, occorre precisare che se le azioni sono quotate in un mercato regolamentato assume rilievo anche, o esclusivamente (art. 2441, co. 4, secondo periodo), il *valore di mercato* della partecipazione azionaria, considerata come oggetto di scambio.

29 Cfr. FERRI JR, *Modificabilità e modificazioni del progetto di fusione*, Milano, 1998, pp. 103 s. testo e nota 39, il quale si riferisce alla determinazione del rapporto di cambio all'interno della complessiva operazione di fusione. L'Autore rileva come la devoluzione all'assemblea straordinaria, e quindi la sottoposizione alla regola maggioritaria, di una competenza originariamente individuale - il Codice di Commercio del 1882, infatti, attribuiva al socio il diritto di recesso in occasione della fusione - non ne abbia snaturato l'originaria connotazione in senso extraorganizzativo. Allo stesso modo, non risulta contraddittorio assegnare identica natura sia all'esercizio del diritto di opzione sia alla deliberazione assembleare in materia di esclusione o limitazione dello stes-

razioni di rimodulazione dell'investimento dei soci (ma lo stesso si potrebbe dire per quelle di riorganizzazione dell'impresa, i.e. quelle di fusione e di scissione) trova giustificazione unicamente nella prospettiva, appunto extraorganizzativa, della "gestione" della partecipazione sociale³⁰.

Occorre infine precisare che, per quanto riguarda l'aumento del capitale, la progressiva torsione in senso manageriale del modello della società per azioni, principalmente motivata da un'esigenza di flessibilità e, forse ancor di più, di tempestività di intervento sul mercato del capitale di rischio, ha portato negli ultimi lustri all'accentramento in capo agli amministratori delle decisioni relative alla riorganizzazione dell'impresa e, per quanto ci interessa in questa sede, dell'investimento dei soci; fenomeno che, per la verità, parrebbe porsi in parziale controtendenza con l'affermata centralità del ruolo dell'assemblea nelle decisioni di carattere extraorganizzativo³¹.

Infatti, a seguito alla riforma organica del diritto societario, l'art. 2443 c.c. prevede che lo statuto può attribuire all'organo amministrativo (*ab origine* o con modificazione successiva a opera dell'assemblea straordinaria) tanto la potestà di deliberare l'aumento del capitale sociale, quanto quella di escludere o limitare il diritto di opzione dei soci, salva in quest'ultimo caso l'indicazione di «criteri a cui gli amministratori devono attenersi».

Ma tale apparente disarmonia è facilmente spiegabile ove solo si consideri che, con la delega della facoltà di aumentare la cifra del capitale sociale (a maggior ragione se questa comporta l'ablazione, totale o parziale, del diritto di opzione), i soci mirano a spogliarsi *ex ante* della decisione sul conflitto tra l'interesse della società all'incremento della ricchezza stabilmente vincolata al perseguimento dell'oggetto sociale e le istanze conservative connesse alle singole partecipazioni³², affidandola a un organo che, essendo destinatario di specifici obblighi di diligenza e di parametri per valutarne il rispetto³³, è in grado di operare una sintesi tra le varie ragioni che

so: quest'ultima, infatti, è il frutto dell'ampliamento al di là della sfera dell'organizzazione sociale dell'ambito di competenza della collettività dei soci in sede straordinaria.

30 Così, DELLA TOMMASINA, *Informazione preassembleare e tutela dell'investimento*, Milano, 2018, p. 30.

31 MARCHETTI, *Le novità in materia di s.p.a.*, in *Le operazioni sul capitale sociale: casi pratici e tecniche di redazione del verbale notarile*, consultabile su <http://elibrary.fondazione-notariato.it>.

32 Nel ragionamento ci riferiamo a solo due delle fattispecie di non spettanza, limitazione o esclusione del diritto di opzione poiché nelle ipotesi di c.d. esclusione semplificata (2441, co. 4, secondo periodo) e di emissione di azioni riservate ai dipendenti della società o di società del gruppo (2441, co. 8, c.c.) un tale conflitto nemmeno si pone: DELLA TOMMASINA, *Informazione preassembleare*, cit., p. 31 nota 58.

33 Accanto agli altri *accountability mechanism*: BAINBRIDGE, *Director v. Shareholder Primacy in the Convergence Debate*, in *Transnational Lawyer*, 2002, p. 60.

animano l'investimento in azioni, senza peraltro poter avvantaggiare alcuni soci a scapito di altri³⁴.

2 **La modificabilità in sede assembleare del progetto di aumento redatto dagli amministratori: il contemperamento tra istanze gestorie e tutela dell'investimento**

La forte connotazione gestoria e la capacità segnaletica³⁵ della decisione di procedere alla raccolta di nuovo capitale di rischio stimolano una riflessione su quali siano i margini di modificabilità della proposta di aumento del capitale concessi all'assemblea straordinaria.

Per giungere a una soluzione che possa considerarsi soddisfacente, occorre innanzitutto domandarsi se il significato organizzativo da riconoscere alla delibera assembleare di aumento e alle sottoscrizioni raccolte dagli amministratori, cioè quello di atti che concorrono congiuntamente alla modificazione dell'atto costitutivo³⁶, sia l'unico valore coinvolto. Nel caso in cui la risposta al quesito sia negativa, si dovrà verificare, allora, se la modificazione formale in parola non costituisca piuttosto, da un lato, il riflesso in un certo senso inevitabile di decisioni dell'organo amministrativo e, dall'altro, il risultato di una serie di atti individuali di disposizione o, più in generale, di gestione della partecipazione sociale³⁷.

Al riguardo, è d'uopo procedere distinguendo il caso in cui il diritto di opzione venga riconosciuto agli azionisti dal caso in cui, in-

³⁴ ANGELICI, *La società per azioni*, cit., p. 352; STOUT, *The Mythical Benefits of Shareholder Control*, in *Virginia Law Review*, 2007, p. 795, ove è possibile leggere: «corporate law rules that insulate boards from shareholder pressures can discourage predatory shareholders behavior. Board power serves the interests of investors who worry about director 'shirking' but fear shareholder sharking even more».

³⁵ L'aumento del capitale sociale a pagamento, a parità di livello di indebitamento, è idoneo a ridurre il *gap* informativo esistente tra *insiders* e *outsiders* (investitori potenziali e creditori), rimediando al fenomeno della selezione avversa. Quest'ultimo è causato dalla presenza contemporanea sul mercato di imprese di "buona qualità" e di imprese di "cattiva qualità", senza che gli investitori siano in grado di distinguere razionalmente le une dalle altre. L'emissione di nuove azioni, in teoria, dovrebbe segnalare ai risparmiatori la presenza di progetti di investimento che siano in grado di incrementare nel lungo periodo il valore dell'impresa; in pratica, tuttavia, l'effetto diluitivo sui precedenti titoli e il correlato timore degli investitori di vedersi offrire azioni sopravvalutate determinano nella maggior parte dei casi una reazione negativa del mercato finanziario: MAUGERI, *Struttura finanziaria della s.p.a. e funzione segnaletica del capitale nel diritto europeo armonizzato*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, pp. 29 s.

³⁶ GINEVRA, *Sottoscrizione e aumento*, cit., pp. 16 s.

³⁷ FERRI JR, *Modificabilità e modificazioni*, cit., p. 161, nt. 149, il quale prende atto dell'avvenuta attrazione della materia delle modificazioni dell'atto costitutivo, un tempo di spettanza assoluta dell'assemblea dei soci, entro certi limiti nella sfera di competenza degli amministratori.

vece, esso venga sacrificato.

Quando gli amministratori sono obbligati, nella fase esecutiva della delibera assembleare di aumento, a offrire in opzione le azioni di nuova emissione, il socio ha davanti a sé una duplice scelta “gestoria” con riferimento alla partecipazione sociale detenuta. Per prima cosa, se ha a disposizione sufficienti risorse finanziarie, può decidere di incrementare la dimensione del proprio investimento nella società sottoscrivendo un quantitativo di titoli proporzionale alle azioni possedute. In questo modo, il socio conserva sia l’influenza che è in grado di esercitare sulla formazione della volontà sociale tramite l’esercizio dei diritti amministrativi, sia la proporzione in cui partecipa alla distribuzione degli utili di esercizio e della quota di patrimonio netto in sede di liquidazione³⁸. Come seconda scelta, il socio può vendere il diritto di opzione, realizzando dal punto di vista sostanziale un *atto di disinvestimento parziale* che, sebbene cagioni una compressione dei poteri esercitabili all’interno dell’organizzazione sociale, gli consente di mantenere inalterata la sua situazione patrimoniale complessiva³⁹.

A questa conclusione potrebbe opporsi che, soprattutto nelle società a base azionaria ristretta, la valutazione e l’alienabilità del diritto di opzione potrebbero risultare, di fatto, non praticabili, a causa dell’assenza di un mercato organizzato all’interno del quale il socio possa negoziare la propria situazione di privilegio nella sottoscrizione delle azioni di nuova emissione⁴⁰. Tuttavia, tale obiezione, poiché

38 GUCCIONE, *Minimum capital requirement e tutela dei piccoli azionisti: il ruolo della disciplina degli aumenti del capitale sociale*, Relazione tenuta al III Convegno annuale dell’associazione italiana dei professori di diritto commerciale *Orizzonti del diritto commerciale*, Roma, 10 febbraio 2012, che distingue tra un aspetto reddituale, a parità di utile distribuibile, e un aspetto patrimoniale della diluizione, conseguente al mancato esercizio del diritto di preferenza accordato agli azionisti.

39 Ciò che il socio in questo caso non conserva è il valore reale della partecipazione sociale, che sarà sottoposto proporzionalmente a diminuzione. Tuttavia, la perdita verrà compensata da un’entrata patrimoniale corrispondente al corrispettivo ricevuto per il diritto di preferenza: PREITE, *Sovrapprezzo, aste competitive e mercato mobiliare*, in *Giur. comm.*, 1987, I, 899, nt. 31; MUCCIARELLI, *Il sovrapprezzo delle azioni*, Milano, 1997, pp. 204 s.; RIVOLTA, *Brevi riflessioni sulla disciplina degli aspetti finanziari*, cit., p. 550, il quale sottolinea che, quando la delibera assembleare non prevede un sovrapprezzo per le azioni da emettere, il diritto di opzione subisce una metamorfosi nel suo contenuto, risultando arricchito dell’ulteriore caratteristica dell’alienabilità; una caratteristica che si riflette nell’ampliamento degli strumenti di tutela patrimoniale a disposizione del socio.

40 Inoltre, il mercato deve essere in grado di esprimere un prezzo che rifletta il valore intrinseco del diritto di opzione: in assenza di un sovrapprezzo, infatti, i soci che, a causa dell’inefficienza informativa o della irrazionalità del mercato, non riescono ad alienare il proprio diritto di opzione per un corrispettivo pari alla differenza tra il valore attuale e il prezzo di emissione delle azioni subiscono un pregiudizio dovuto alla sottovalutazione del diritto: PREITE, *Sovrapprezzo, aste competitive e mercato mobiliare*, *ibid.*, testo e nt. 31.

di carattere eminentemente prasseologico, è irrilevante dal punto di vista giuridico. Come autorevole dottrina non ha mancato di sottolineare, il legislatore garantisce al socio l'astratta trasferibilità ma non la concreta vendita sul mercato del privilegio accordatogli, né tantomeno la possibilità di ottenere un prezzo di emissione tale da soddisfare le sue aspettative, meramente fattuali, al mantenimento della posizione economica acquisita⁴¹.

Un inconveniente analogo si presenta, altresì, nel caso in cui gli organi sociali decidano di imporre un sovrapprezzo sulle azioni di nuova emissione in misura tale da causare in concreto l'azzeramento del prezzo che i terzi sarebbero disposti ad offrire per l'ottenimento di una preferenza nella sottoscrizione. Infatti, il prezzo di mercato del diritto di opzione è funzione diretta dello scarto positivo tra il valore reale stimato (o il prezzo di mercato, se la società è quotata) delle azioni in circolazione e il corrispettivo monetario a cui è possibile sottoscrivere i titoli di nuova emissione⁴². Ma, a ben vedere, benché il diritto di opzione sia privo di valore, a causa della fissazione a opera della delibera di aumento di un sovrapprezzo elevato⁴³, sarà quest'ultimo a neutralizzare la possibilità di una diluizione patrimoniale delle azioni, ponendo il socio in una condizione di indifferenza, quantomeno dal punto di vista economico, nel *trade-off* tra esercizio o non esercizio del diritto di sottoscrizione preferenziale⁴⁴.

Da quanto detto è facile desumere che l'ordinamento giuridico, con l'assegnazione del diritto di opzione, ha inteso attuare un bilanciamento tra le esigenze gestionali dell'impresa, riflesse nella pro-

⁴¹ MUCCIARELLI, *Il sovrapprezzo delle azioni*, cit., pp. 134 e 205 s.

⁴² GUCCIONE, *Minimum capital requirement e tutela dei piccoli azionisti*, cit., p. 3. Oltre al prezzo di emissione occorre considerare anche la rilevanza quantitativa dell'emissione azionaria: v. infatti la formula per il calcolo del TERP e del VTO disponibile su <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/prezzo-teorico-ex-diritto-133.htm>.

⁴³ In passato ne è stata negata la legittimità in caso di aumento *cum right*: ROTONDI, *È compatibile col diritto d'opzione la emissione di azioni con sovrapprezzo?*, in *Riv. dir. comm.*, 1960, *passim*. Tuttavia, è maggioritaria in dottrina l'opinione favorevole, che però fa salvo il caso in cui il sovrapprezzo sia funzionale al perseguimento di un interesse extrasociale della maggioranza: NOBILI, *Contributo allo studio del diritto di opzione nelle società per azioni*, Milano, 1958, p. 179; BELVISO, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nelle s.p.a.*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da Rescigno, XVII, Torino, 1985, p. 109; ROSAPEPE, *L'esclusione del diritto di opzione degli azionisti*, Milano, 1988, p. 151; TRIMARCHI, *L'aumento del capitale sociale*, Milano, 2007, p. 302.

⁴⁴ Infatti, se non lo esercita, la conservazione del valore reale della partecipazione sociale è assicurata dal sovrapprezzo, che per azzerare il valore teorico del diritto di opzione dovrà essere tendenzialmente pari al valore attuale o al valore di mercato delle azioni; se lo esercita, invece, mantiene intatta la propria quota di partecipazione agli utili e al patrimonio netto: TANTINI, *Sulla delega ex art. 2443, come modificazione dell'atto costitutivo, e sulla delegabilità agli amministratori (anche) del potere di determinare il sovrapprezzo in sede di aumento del capitale: riflessioni a margine dell'aumento del capitale Falck*, in *Giur. comm.*, 1990, II, p. 282; BUSI, *Aumento del capitale nelle s.p.a. e ne s.r.l.*, Milano, 2012, p. 333.

posta di aumento del capitale, e la tutela della sfera patrimoniale individuale dei soci. Questi potranno decidere, alternativamente, di sottoscrivere le azioni di nuova emissione ovvero di smobilizzare in parte il proprio investimento, monetizzando il valore di scambio del diritto di opzione⁴⁵.

Da questo punto di vista, la vendita del diritto di opzione svolge la stessa funzione del *recesso parziale* dal contratto di società, quantomeno per quegli azionisti che non vogliono o non possano eseguire nuovi conferimenti in denaro. In questo senso, è possibile affermare che la riprogrammazione della spesa complessiva degli azionisti, attuata dalla maggioranza tramite la delibera di aumento, rappresenta un mutamento sostanziale delle condizioni originarie di partecipazione all'investimento collettivo, che rende l'aumento del capitale assimilabile a quelle modificazioni statutarie che legittimano il socio all'esercizio del diritto di recesso⁴⁶.

È allora ragionevole affermare che la forte incidenza sulle condizioni di rischio e sulla redditività della partecipazione sociale assumono un ruolo centrale nell'individuazione del significato normativo dell'aumento del capitale, con la differenza che nell'attuale impianto codicistico la protezione della sfera patrimoniale del socio è affidata, anziché allo scioglimento unilaterale del vincolo sociale, all'attribuzione di una preferenza assoluta nella sottoscrizione delle nuove azioni.

Se, quindi, le istanze conservative connesse al possesso azionario trovano accoglimento nel riconoscimento del diritto di opzione, è chiaro che consentire ai soci riuniti in assemblea straordinaria non solo di *condividere*⁴⁷ il nuovo grado di rischio derivante dalla riorganizzazione dell'investimento, ma anche di *modificare* elementi come la cifra complessiva della provvista finanziaria⁴⁸, la scindibilità

⁴⁵ Cfr. MUCCIARELLI, *Il sovrapprezzo delle azioni*, cit., p. 134, il quale scrive: «se il “vecchio” azionista non può (o non vuole sottoscrivere) l'aumento di capitale con sovrapprezzo, mentre il sovrapprezzo garantisce al “vecchio azionista” il mantenimento del valore patrimoniale assoluto della sua partecipazione, il diritto di opzione e la sua autonoma cedibilità gli assicurano un'ulteriore tutela».

⁴⁶ In quanto sono potenzialmente idonee a incidere sul valore e sulla redditività dell'investimento, incrementando il rischio di volatilità: MAUGERI, *Partecipazione sociale*, cit., pp. 85 ss. Il Codice di Commercio del 1882 all'art. 158, co. 1, n. 5 riconosceva il diritto di recesso ai soci dissenzienti rispetto alle delibere assembleari di aumento del capitale. Ciò dimostra l'equivalenza funzionale tra il recesso e il diritto di opzione nella loro veste di strumenti che consentono alla decisione della maggioranza assembleare di superare l'opposizione della minoranza: ABU AWWAD, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 59. Rileva come la tutela positiva del socio non si spinga fino al punto di assicurare l'effettività di esercizio del diritto di opzione: GINEVRA, *Sottoscrizione e aumento*, cit., p. 155.

⁴⁷ MAUGERI, *Struttura finanziaria*, cit., p. 34, testo e nota 102.

⁴⁸ CORTE D'APPELLO DI BRESCIA, 9 febbraio 1977, in *Giur. Comm.*, fasc. 4, Milano, 1977, II, p. 612.

dell'aumento, il termine finale per le sottoscrizioni e il prezzo di emissione⁴⁹, che presuppongono il compimento di valutazioni tecniche o l'assunzione di decisioni strategiche riservate agli amministratori, significherebbe abbattere la barriera che separa tipologicamente investitori e gestori nella società per azioni⁵⁰. Tali profili, infatti, non rappresentano soltanto i modi e i tempi di perfezionamento di una modifica dell'atto costitutivo e dei futuri atti di disposizione dei soci, ma sono il precipitato naturale di decisioni sull'amministrazione finanziaria dell'impresa⁵¹, che l'assemblea straordinaria può solo approvare o disapprovare quando è chiamata a deliberare⁵².

3 La modificabilità del progetto di aumento nel caso di esclusione del diritto di opzione

Nel caso di esclusione o limitazione del diritto di opzione, l'apporto professionale degli amministratori riveste un ruolo ancora più decisivo, in quanto la modifica statutaria del capitale può essere realizzata solo in connessione con una specifica operazione gestoria che il consiglio di amministrazione ritiene strumentale al soddisfacimento

49 Attribuisce agli amministratori l'esclusiva competenza in materia di determinazione del prezzo di emissione: GINEVRA, *La determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Riv. soc.*, 2008, p. 516; v. il verbale dell'assemblea straordinaria di Unicredit del 12 gennaio 2017, che ha affidato in toto la determinazione del sovrapprezzo agli amministratori (disponibile sul sito <http://www.unicredit.it>).

50 ANGELICI, *La riforma delle società*, cit., p. 106; ANGELICI, *La società per azioni e gli "altri"*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, Milano, 2010, p. 55; ciò contraddistingue le c.d. società da contratto dalle c.d. società da investimento: MAUGERI, *Partecipazione sociale*, cit., pp. 85 s., nt. 54; nello stesso senso MUCCIARELLI, *L'informazione societaria: destinatari e limiti posti dalla normativa in materia di insider trading*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, I, p. 746.

51 V. TRIBUNALE DI BRESCIA, 23 ottobre 2015, cit., il quale ha ritenuto legittimo il rifiuto degli amministratori di convocare l'assemblea straordinaria su richiesta dei soci (art. 2367 c.c.) per deliberare un aumento del capitale sociale a pagamento, poiché spettava al consiglio di amministratore valutare la rispondenza dell'operazione all'interesse sociale. D'altra parte, la dottrina più attenta ha ampiamente sottolineato come la classica bipartizione tra *atti di organizzazione della società* e *atti di gestione dell'impresa* sia ormai destituita di ogni fondamento, in quanto i due piani «sono sì *distinti*, ma *naturalmente compenetranti*»; il che rende possibile che uno stesso atto rappresenti al contempo una modificazione statutaria e un atto di gestione dell'investimento comune dei soci: CERRATO, *Il ruolo dell'assemblea nella gestione dell'impresa: il "sovrano" ha veramente abdicato?*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, pp. 149 s.

52 Dimostra persuasivamente l'impossibilità di riconoscere un valore procedimentale di approvazione agli emendamenti operati dai soci al progetto di fusione, redatto dagli amministratori della società incorporante, che contempra modificazioni statutarie necessarie per la realizzazione dell'operazione di fusione (tra cui proprio l'aumento del capitale sociale dell'incorporante): FERRI JR, *Modificabilità e modificazioni*, cit., pp. 163 ss.

dell'interesse sociale⁵³. Com'è possibile ricavare dalla prassi degli affari, il progetto di aumento del capitale con esclusione del diritto di opzione potrebbe prevedere l'emissione di azioni da offrire a determinati soggetti come corrispettivo di un'offerta pubblica di scambio (finalizzata all'acquisizione del controllo della società *target*); il collocamento delle azioni su un mercato regolamentato per allargare il flottante della società; la riserva di sottoscrizione a banche o intermediari finanziari che si siano obbligati a fornire liquidità a lungo termine, stipulando un c.d. *Step-up Equity Offering Agreement*⁵⁴.

In tutte queste ipotesi, le scelte gestionali degli amministratori pongono capo a un conflitto tra massimizzazione del valore globale delle azioni e diritto di opzione; tra interesse imprenditoriale della società alla concretizzazione di determinati fatti di gestione e conservazione delle posizioni contrattuali originarie⁵⁵. Per consentire la prevalenza dell'interesse della società su quello individuale dei singoli azionisti, il legislatore ha attribuito al consesso dei soggetti potenzialmente pregiudicati, cioè all'assemblea straordinaria, il potere di incidere a maggioranza sull'integrità della quota e, quindi, sulla partecipazione all'investimento collettivo. Il che rende la compressione dei poteri amministrativi e la ridefinizione delle condizioni di rischio e di rendimento delle partecipazioni azionarie - compiute in sede di adunanza assembleare tramite l'approvazione della delibera di esclusione - strettamente connesse alla sfera individuale dei soci⁵⁶.

53 Si è parlato di strumentalità dell'aumento del capitale rispetto all'interesse sociale definito con la delibera di esclusione o limitazione del diritto di opzione, che assumerebbe carattere logicamente pregiudiziale: ROBIGLIO, *Delega dell'aumento del capitale e d.P.R. 30/1986*, in *Riv. soc.*, 1991, p. 673; SANDRELLI, *Delega ad aumentare il capitale e aumenti delegati con e senza diritto di opzione: questioni aperte*, in *Analisi giur. econ.*, 2017, pp. 306 s.; COSSU, *Società aperte e interesse sociale*, Torino, 2006, pp. 199 s.

54 Si tratta di un contratto tra banca e società emittente, a cui fanno ricorso solitamente piccole e medie imprese quotate ad alto potenziale di crescita, mediante il quale la prima si obbliga a sottoscrivere l'intera *tranche* emessa in esecuzione di una delibera di aumento di capitale riservatole. L'accordo, di solito, disciplina le modalità di determinazione del prezzo di emissione, nel rispetto dei limiti di legge, e prevede l'attribuzione alla società della potestà di stabilire l'importo minimo e massimo che la banca sarà vincolata a sottoscrivere. L'obbligo di sottoscrizione dell'intermediario finanziario viene attivato con l'esercizio del c.d. *drawdown*: MACCABRUNI, *Step-up equity line e disciplina dell'aumento di capitale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, II, p. 351. Per una fattispecie analoga utilizzata da società a più alta capitalizzazione: BALP, *I c.d. Stand-by Equity Distribution Agreements: aumento di capitale ed effettività del conferimento*, in *Riv. Soc.*, 2013, pp. 696 ss.

55 «È nell'insorgere di questo conflitto che si trova la ragione, e dunque anche il limite, dell'intervento dell'assemblea»: ROBIGLIO, *Delega dell'aumento del capitale*, p. 692. Cfr. ANGELICI, *Le società per azioni*, cit., p. 111, il quale considera l'assemblea straordinaria come il luogo naturale in cui si risolvono, grazie all'applicazione della regola di maggioranza, i vari conflitti endosocietari (cioè i conflitti tra interessi che «possono essere soddisfatti *nella* e *tramite* l'attività della società»).

56 In modo analogo a quanto avviene nel procedimento di fusione, quando viene determinato il coefficiente di cambio da parte dell'assemblea v *supra* par. 1.1., nt. 29; ciò

Ed è proprio perché si è in presenza dell'esercizio di una *Gestaltungsmacht*, cioè di un *potere di conformazione* dell'investimento altrui⁵⁷, da parte organo assembleare o (in caso di delega) di quello amministrativo, che il legislatore impone al consiglio di amministrazione di predisporre un'articolata informativa che deve essere messa a disposizione dei soci prima della celebrazione dell'assemblea (art. 2441, co. 6, c.c.) o della delibera consiliare. Tale informativa è destinata a mettere gli azionisti di minoranza nelle condizioni di poter valutare e apprezzare la convenienza economica dell'operazione «in relazione a uno specifico interesse sociale suscettibile di prevalere sulle concorrenti istanze conservative dei singoli azionisti»⁵⁸.

A tale proposito, è interessante notare che l'istruzione preventiva disciplinata all'art. 2441, co. 6, c.c. non si svolge secondo schemi procedurali differenti a seconda che la competenza a deliberare spetti agli amministratori ex art. 2443, co. 1, secondo periodo, piuttosto che all'organo assembleare.

Ciò depone a sostegno della tesi secondo cui l'illustrazione delle ragioni imprenditoriali alla base dell'esclusione, il parere dell'organo di controllo sulla congruità del sovrapprezzo e la documentazione prescritta nel caso di conferimenti in natura non esauriscono il proprio ruolo all'interno dell'organizzazione sociale, quali mezzi di istruzione di un'adottanda delibera assembleare, che potrebbe ben mancare. Al contrario, le potenzialità di utilizzo della menzionata informativa si estendono al di fuori della dimensione organizzativa, investendo la sfera amministrativa e patrimoniale del singolo socio. E, in questo senso, sono qualificabili come complesso informativo unitario teleologicamente orientato a consentire alla minoranza l'autotutela dell'investimento effettuato⁵⁹. Nella stessa prospettiva deve essere interpretato l'obbligo degli amministratori di determinare il prezzo di emissione delle nuove azioni in misura pari al valore patrimoniale delle stesse (c.d. sovrapprezzo)⁶⁰, il quale ha come *ratio* quella di

che infatti distinguerebbe le società per azioni da un qualsiasi fondo comune di investimento è «l'infedeltà presenza di una figura rappresentativa dei titolari dell'interesse gerito la quale viene chiamata... a delineare le 'condizioni generali' della partecipazione all'attività e il suo profilo di rischio e rendimento», oltre a nominare i soggetti preposti alla gestione dei valori immessi nell'impresa collettiva»: così MAUGERI, *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 351.

57 Su cui v. PINTO, *Funzione amministrativa e diritti degli azionisti*, Torino, 2008, p. 50.

58 DELLA TOMMASINA, *Informazione preassembleare*, cit., p. 30.

59 DELLA TOMMASINA, *op. cit.*, pp. 93-99. Sulla *disclosure* nel contesto societario come mezzo che "also permits principals to determine the extent to which they wish to remain owners, or rather exit the firm": ARMOUR, HANSMANN, KRAAKMAN, *Agency problems and Legal Strategies*, in *The Anatomy of Corporate Law-A Comparative and Functional Approach*, Oxford, 2017, p. 38.

60 MUCCIARELLI, SPOLIDORO, *Diffusione delle azioni fra il pubblico, ammissione alla quotazione e determinazione del sovrapprezzo*, in *Riv. Soc.*, 1986, pp. 57 s.; MIGNOLI, *Deter-*

proteggere la minoranza azionaria da una sostanziale espropriazione, parziale o totale, dell'investimento a favore dei terzi beneficiari della riserva di sottoscrizione delle nuove azioni⁶¹.

Se la protezione del socio si colloca in un contesto squisitamente extraorganizzativo, spetta allora al consiglio di amministrazione, che in ogni caso detiene in via esclusiva la titolarità dell'iniziativa sul piano procedimentale, definire l'interesse sociale alla base del sacrificio del diritto di preferenza⁶². Dal canto loro, i soci non possono emendare il programma imprenditoriale contenuto nella proposta degli amministratori (modificando, ad esempio, il bene oggetto di conferimento in natura), giacché è a loro vietata ogni forma di avocazione di competenze gestionali⁶³. Nell'esercizio del voto, essi saranno guidati da considerazioni attinenti alla corrispondenza dell'esclusione o della limitazione del diritto di opzione ai loro interessi in quanto parti del contratto di società. Di talché è altamente probabile che sulla stessa operazione si formino valutazioni contrastanti, vista l'odierna moltiplicazione e parcellizzazione della nozione di interesse sociale⁶⁴.

minazione dell'entità del sovrapprezzo, in *Riv. Soc.*, 1982, pp. 527 s.

61 Infatti, tramite il sovrapprezzo, viene tutelato l'interesse dei soci a non vedere anacquato il valore patrimoniale delle proprie azioni: MACCABRUNI, *Step-up equity line*, p. 361; MARCHETTI, *Le novità in materia di s.p.a.*, in *Le operazioni sul capitale sociale: casi pratici e tecniche di redazione del verbale notarile*, Atti del Convegno tenutosi a Milano il 29 marzo 2008, consultabile su <http://elibrary.fondazione-notariato.it/articolo.asp?art=16/1601&mn=4&aut=153>.

62 I soci, infatti, non hanno neppure la possibilità di dare impulso, tramite richiesta di convocazione inoltrata agli amministratori, all'adunanza assembleare in cui si discuterà e voterà sull'esclusione del diritto di opzione (art. 2367, co. 3, c.c.); quest'ultima decisione, infatti, non può essere assunta «se non nel quadro e in collegamento di una precisa 'operazione' economica prospettata dall'organo di gestione»: GINEVRA, *Art. 2441, in Le società per azioni*, II, cit., p. 2632; ROBIGLIO, *Delega dell'aumento del capitale*, cit., p. 674.

63 ROBIGLIO, *Delega dell'aumento del capitale*, cit., p. 680.

64 Si noti che non soltanto i soci interessati a conservare la propria quota di potere nella società potrebbero opporsi all'operazione di aumento del capitale che riserva le azioni a terzi. Anche all'interno della categoria dei c.d. soci risparmiatori, la propensione al rischio e, di conseguenza, la valutazione sulla convenienza di una determinata operazione possono variare di molto, a seconda dell'orizzonte temporale dell'investimento (breve, medio o lungo periodo) e dell'utilizzo o meno della tecnica di portafoglio. Infatti, da una parte, i soci che attraverso la diversificazione hanno provveduto a coprire il c.d. rischio specifico, poiché si trovano in una posizione di sostanziale indifferenza all'eventuale cattivo esito dell'operazione, sono portati a rischiare maggiormente rispetto a quelli che hanno concentrato il proprio investimento in un'unica società: dall'altra, i soci che prevedono di disinvestire nel breve periodo potrebbero non trarre giovamento dall'incremento del valore delle azioni, dovuto alla cooptazione di terzi nella compagine sociale, se questo necessitasse di un discreto lasso temporale per concretizzarsi: sul punto cfr. ANGELICI, *op. cit.*, p. 92, testo e nt. 32; sulla molteplicità di interessi che trovano fondamento nel contratto di società: LIBONATI, *Riflessioni su "L'interesse sociale" di Pier Giusto Jaeger*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, cit., p. 77.

Quanto alla determinazione del sovrapprezzo, poiché l'art. 2441, co. 6, ultimo inciso, impone di salvaguardare quantomeno la quota di liquidazione del socio, è sufficiente che la proposta degli amministratori determini (e giustifichi) un prezzo minimo⁶⁵. Contestualmente, la relativa decisione potrà essere delegata all'organo amministrativo che potrà effettuarla anche in un momento successivo alla raccolta delle sottoscrizioni (c.d. *open price*)⁶⁶. Va da sé che il prezzo di emissione definitivo dovrà essere stabilito facendo riferimento al *valore attuale netto* (o valore reale) delle azioni.

4 Conclusioni

In conclusione, dalle superiori considerazioni emerge un quadro abbastanza rigido, in cui ai soci è formalmente assicurata l'ultima parola sulla decisione sulla modifica in aumento il capitale sociale, ma allo stesso tempo fuoriesce dalla loro competenza la determinazione del contenuto concreto dell'operazione di riorganizzazione dell'investimento complessivo. Aggiungasi che, trattandosi pur sempre di materia su cui l'assemblea delibera sulla base di una proposta, di una relazione o comunque di un progetto predisposto dal consiglio di amministrazione, a questo punto potrebbe non essere peregrino sostenere, facendo leva sul dato testuale dell'ultimo comma dell'art. 2367 c.c., che ai soci sia precluso il potere di dare impulso al procedimento assembleare anche laddove la proposta di aumento del capitale non contempra l'ablazione del diritto di opzione dei soci, almeno in quelle ipotesi in cui gli amministratori ritengano, con valutazione discrezionale, che la stessa possa recare pregiudizio all'interesse della società⁶⁷.

65 MUCCIARELLI, *Il sovrapprezzo delle azioni*, cit., p. 173.

66 Come accade nel caso di ricorso a tecniche di c.d. *bookbuilding*; sulla legittimità del versamento del sovrapprezzo dopo la sottoscrizione delle azioni, ma prima dell'integrale esecuzione dell'aumento del capitale sociale: BAZZANO, *Determinazione ex post del prezzo di emissione ad opera degli amministratori, derogabilità dell'obbligo di versamento immediato del sovrapprezzo e compatibilità con il diritto di opzione*, 2003, pp. 1088 ss.

67 Cfr. BALLERINI, *La convocazione dell'assemblea di s.p.a. su richiesta dei soci*, *Giur. comm.*, 2017, II, p. 1059.

Money Mules and Tumblers Money Laundering During the Cryptocurrency Era

Sofia Del Monaco

Dottoressa triennale in Commercio Estero nell'Università Ca' Foscari Venezia, Italia

Abstract Money laundering activities related to the cryptocurrency market have seen an exponential increase over the last fifteen years as a consequence of technological developments and economic distresses, as the 2008 crisis and the 2020 pandemic. This essay will analyse the European Union legislation created in order to tackle this phenomenon, dwelling on the Fifth Anti-Money Laundering Directive and its similarities among international laws. In particular, it will display the importance of intermediaries, such as money mules and mixing services, to ease money laundering and increase the anonymity. In this framework, the European Union finds itself almost powerless: the legality of the virtual currency source is assessed only when entering and exiting the virtual market and not during in-market transactions as well as a complete lack of legislation on mixing services activities. Therefore, how can the European Union stem the misuse of such intermediaries with *ex-ante* and *ex-post* interventions? And, finally, are the European privacy policies so important to outrank the risk related to money laundering activities? This paper shows that one way to prevent cryptocurrency money laundering pullulation is launching sensitization and awareness programmes since young age through educational institutions and, most importantly, a narrower legislation is required, implementing those laws that proved to be effective in other countries, in defiance of privacy policies.

Keywords Money laundering. 5th Anti-Money Laundering Directive. Mixing service. Money mule. Virtual Currency. EMMA. Dark Web.

Summary 1. Introduction. – 2. Cryptocurrencies. – 3. EU Anti-Money Laundering Legislation. – 4. Money mules. – 5. Cryptocurrency Mixing Services. – 6. Conclusion.



Edizioni
Ca' Foscari

Open access

© 2020 | Creative Commons Attribution 4.0 International Public License



Citation Del Monaco, S. (2020). "Money Mules and Tumblers. Money Laundering During the Cryptocurrency Era". *Ricerche giuridiche*, 9(2), 217-230.

DOI 10.30687/Rg/2281-6100/2022/01/004

217

1 Introduction

In the past thirty years the digitalization of operations has seen a concrete increase in everyday life. Many firms and organizations have embraced this new era, enhancing cross border operations and the electronic payments. As a consequence of this shift in carrying out activities and making transactions, criminals have evolved their business too, exploiting banks and financial institutions in order to disguise the illicit origin of their properties. This is what led the European Union to issue Directives «on the prevention of the use of the financial system for the purpose of money laundering» (Directive 91/308/EEC). However, the creation, and later diffusion, of virtual currencies undermined the transparency of the financial system with a pullulation of money laundering and scam activities. Virtual Assets have the perk of removing intermediaries, such as banks and financial institutions, in transferring funds. This system allows a reduction in commission fees on one side, and a subsequent decrease of transparency on another. As a result, in 2018 the 5th Anti-Money Laundering Directive was drafted in order to tackle the huge impact of crypto-assets illegal operations on the virtual economy. In particular, the Directive tries to uncover what make cryptocurrency so special for the user: the anonymity.

However, criminals have found a way to clean their funds through transactions with other firms (“shell companies”), institutions and people which have nothing to do with the original source of the money, deceiving the legislations. Is it possible to stem money laundering activities by sensitising citizens from the risk they are incurring in investing and exchanging crypto assets? How can the European Union Anti-Money Laundering legislation improve in order to tackle these cryptocurrency intermediaries? And, finally, are the European privacy policies so important to outrank the risk related to money laundering activities? This paper will analyse the risks related to the usage of virtual currencies in particular for those citizens that most of the time are not even aware of being accomplice of a felony. Firstly, the paper will analyse what a cryptocurrency is and the European legislation created in order to prevent money laundering activities, dwelling on the latest Fifth Anti-Money Laundering Directive of 2018, analysing pros and cons, and its transposition in the various European member states. Secondly, the essay will examine the money mules’ figure and its core role as mediator in the money laundering transactions, exploring the EMMA operations and the pullulation of money mules during the COVID-19 pandemic. Finally, the paper will explain the cryptocurrency mixing services, their controversial role in the virtual currency exchange and their requirements imposed by the different legislations across the European Union and the United States of America.

2 Cryptocurrencies

It is not easy to define what cryptocurrencies are. The European Union, in the 5th Anti-Money Laundering Directive of 2018 (5AMLD), tried to find a suited definition for the macro category to which they belong. Initially, the 5AMLD tried to cover all the potential uses and misuses of virtual currencies by defining them in negative (art. 10), underlining what they are not: «Virtual currencies should not to be confused with electronic money...nor with in-games currencies, that can be used exclusively within a specific game environment...nor with...». Finally, the 18 Amendment to Directive 2015/849 declares virtual currencies as a «digital representation of value that is not issued or guaranteed by a central bank or a public authority, is not necessarily attached to a legally established currency and does not possess a legal status of currency or money, but it is accepted by natural or legal persons as a medium of exchange and which can be transferred, stored and traded electronically». The singularity and the growing importance of cryptocurrencies lays on the way in which transactions are carried out. In order to have a clearer idea, a comparison with electronic payment system will help. Imaging wanting to buy a toy in a shop: the shop worker provides the card details to the bank which checks the records in the owner's bank account to verify if he has enough money; if that so, the bank gives the authorisation to the worker to proceed with the sale, updating the records of both accounts and taking a commission. On the other hand, the virtual currency system represents a good compromise to avoid bank fees and be sure that accounts will not be altered or cheated in any way. The idea behind this system lays on a decentralized record of transaction, thus having many identical ledgers around the world for which every time a transaction is carried out, every ledger will update consequently. In this case, for buying a toy with cryptocurrencies, the shop worker provides the details to all the bookkeepers (computers) which will checks all their records to verify if he has enough money; if that so, all the computers give the authorisation to proceed with the sale, updating all the records. In this manner, transaction fees are insignificant, and it is unlikely to succeed in forging the owner's financial availability, resulting in a rejection of the payment authorization request. Moreover, virtual currencies are easy to set up and fast, being constrained only by the processing speed of the computers upon what they are based on.

However, as much as cryptocurrency is one of the quickest and most transparent media of exchange, it has also contraindications. As a matter of fact, all transactions are recorded permanently, which means that are irreversible. This implies that operational risk represents a very concrete part of the usage of virtual currencies, with transactions that may never be executed, and erroneous transactions

cannot be reversed. In addition, even though the decentralized system helps in securing transactions, in the first half of 2019, attacks against cryptocurrency exchanges and infrastructure passed \$ 480 million¹. Finally, another peculiarity of virtual currencies is the anonymity². Although cryptocurrencies ledgers are completely open for the public to view, what they lack is the openly available identity data: all transactions are conducted between unique wallet addresses, which can be considered pseudonyms. Therefore, once two owners' wallet account identities are revealed, according to virtual currencies transparency features, it is possible to potentially reveal all transaction history between those two owners. However, the possibilities to trace back the identity of a wallet address, are negligible. This is the reason behind the increasing importance of virtual currencies among criminals, who have in this way the possibility to conceal or disguise the illicit origin of their funds, thus facilitating money laundering and terrorist financing³.

3 EU Anti-Money Laundering Legislation

The first step in containing and combating money laundering activities at global level was taken with the creation of the Financial Action Task Force (FATF) in 1989⁴. This policymaking body was established by the Ministers of its Member jurisdictions and, nowadays, it counts with more than 200 countries and jurisdiction committed to implement the international standards created. The inter-governmental body has developed a series of recommendations and promotes effective implementation of legal, regulatory, and operational measures for ensuring a co-ordinated global response to prevent money laundering, terrorist financing and corruption, holding countries accountable for their compliance to the requirements of the international financial system. In addition, it helps authorities to follow the flows of money of criminals dealing in illegal drugs, human trafficking, and other crimes.

Since 1989, the European Union has adopted the FATF recommendations by redacting five Directives⁵, as a consequence of the contin-

1 CIPHERTRACE, *Cryptocurrency Crime and Anti-Money Laundering Report*, 2020, <https://ciphertrace.com/2020-year-end-cryptocurrency-crime-and-anti-money-laundering-report/>.

2 BRYANS, DANTON, *Bitcoin and Money Laundering: Mining for an Effective Solution*. 89 *Ind. L.J.* 441, 2014, <https://ssrn.com/abstract=2317990>.

3 SILVA, *Criminals hide billions in cryptocash*, in *bbc.com*, 2018, <https://www.bbc.com/news/technology-43025787>.

4 FATF website, <https://www.fatf-gafi.org/>.

5 Dir. Un. Eur. Directive 91/308/EEC, Directive 2001/97/EC, Directive 2006/70/EC, Directive (EU) 2015/849 and Directive (EU) 2018/843.

uous review of new money laundering and terrorist financing techniques and strengthen its standards to address new and relatively unknown risks. As a matter of fact, the 5th Anti-Money Laundering Directive, which had to be transposed into national legislations by the 10th January 2020, represents an important new legislative step in the treatment of virtual currencies. Although much of the Directive updates the Directive (EU) 2015/849, it introduces clearer and stricter measures. In preventing and combating money laundering, it considers two new obliged entities: virtual currency exchange platforms and custodian wallet providers, which both represent the providers «engaged primarily and professionally in exchange services between virtual currencies and legally established currencies as well as offering custodial services of credentials necessary to access virtual currencies»⁶. These subjects are facing the same CFT/AML regulations already in place for financial institutions, credit institutions, auditors, real estate agents, casinos and notaries and legal professionals in exercising business and management related representation⁷. In fact, virtual currency exchange platforms and custodian wallet providers have the duty to perform customer due diligence (CDD), submit suspicious activity reports (SAR), record-keeping and internal controls. In addition, the 5AMLD grants additional power to the Financial Intelligence Unit (FIU), giving it the authority to obtain the addresses and identities of owners of virtual currency and, in so doing, to steam the anonymity associated with the use of cryptocurrency⁸. The FIU, one for each member countries, has the duty: to collect suspicious transactions reports, to analyse them and confront them in its database, pinpointing anomalous conducts and providing guidelines, as well as transmitting suspicious transactions report to the National Finance Police for further investigations and notifying the judicial authorities of any penal relevant findings. Finally, the Directive (EU) 2018/843 introduces the requirement for providers of cryptocurrency exchange and wallets to be registered with the competent authorities in their domestic location, as BaFin is in Germany.

In any case, a large majority of member states failed to introduce or to fully transpose by the 10th January 2020 the 5th AML Directive. Therefore, at the beginning of February, the European Commission sent a formal notice to Austria, Belgium, Czech Republic, Estonia, Greece, Ireland, Luxemburg and Poland, warning them that they have only partially implemented the latest Directive. On the other

⁶ Dir. Un. Eur. 12/2016 Committee on Legal Affairs opinion (PE594.003) 4 art. 2, co. 5, Directive (EU) 2015/849.

⁷ Dir Un. Eur. art. 2, co. 5, Directive (EU) 2015/849.

⁸ QUINTEL, *Follow the money, if you can - Possible solutions for enhanced FIU cooperation under improved data protection rules*, 2019, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3318299>.

hand, countries like Cyprus, Hungary, the Netherlands, Portugal, Romania, Slovakia, Slovenia and Spain, have not transposed any of the 5AMLD measures at all⁹. As a consequence, any state that fails to provide a satisfactory response to the European Commission's latest letters within four months, will be sent a reasoned opinion, as to say, a formal request to comply with the EU Directive, explaining the reason why the Commission considers a country breaching the EU law. If the breaching country still does not comply, the Commission may decide to refer the matter to the Court of Justice and ask it to impose penalties¹⁰.

3.1 Similarities with international legislations

It is important to mention that the establishment of a laws at European level followed the lead of many national governments in the Asian Pacific region (APAC), as Hong Kong and Singapore, which by mid-2019 had already made legislative progress in integrating cryptocurrency with financial markets, including new licencing rules and oversight the virtual currencies trading¹¹. This approach is completely different from the Chinese one. In the Chinese Republic, the cryptocurrency market is indeed legal, but financial institutions are not permitted to facilitate Bitcoins transactions, prohibiting them from handling virtual currencies; moreover, since January 2018, People's Bank of China (PBOC) banned Bitcoin mining operations¹². On the other hand, the United States of America reserve an almost equivalent legislation to the European Union in relation to the virtual currency Anti-Money Laundering legislation¹³. According to an Allen & Overly report¹⁴, two of the main differences lie on the fact that: a gov-

⁹ Act London, 17 EU countries fail to implement 5AMLD, <http://www.act.london/17-eu-countries-fail-to-implement-5aml/>.

¹⁰ European Commission website, infringement procedure, https://ec.europa.eu/info/law/law-making-process/applying-eu-law/infringement-procedure_en.

¹¹ LEE, *Will the FIFA bribery scandal spur money laundering law reform in Hong Kong? Comparing Hong Kong's anti-money laundering regime with the Financial Action Task Force recommendations*, in *Peking University Law Journal*, vol. 4, n. 1, 2016, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2768584.

¹² Regulation of Cryptocurrency: China; Library of Congress, <https://www.loc.gov/law/help/cryptocurrency/china.php>.

¹³ FRASHER, AGNEW, *Multinational banking and conflicts among US-EU AML/CTF compliance & privacy law: operational & political views in context*, SWIFT Institute Working Paper No. 2014-008, 2016, <https://ssrn.com/abstract=2803944>.

¹⁴ STETTNER, HOLMAN, *Anti-Money Laundering Regulation of Cryptocurrency: U.S. and Global Approaches*, in Allen & Overly, 2019, <https://www.allenoverly.com/en-gb/global/news-and-insights/publications/the-international-comparative-legal-guide-to-anti-money-laundering-2019>.

en cryptocurrency may alternatively be considered a currency, a security, a commodity or more than one option at once, according to the overlapping US regulatory regimes; and, the US declared obliged entities all money transmitters and anonymizing services, as to say mixer services (*v. supra*, par. 4), that do a substantial amount of business in the U.S.

3.2 Pitfalls in the 5AML D

The Directive (EU) 2018/843, as presented in the *v. supra*, par. 2, has improved the transparency in an almost unregulated market. However, in order to apply all measures requested, crypto firms are facing an increase in compliance costs. In the wake of this growth, smaller crypto firms also face the possibility of consolidation with larger firms, or closure under the burden of heightened administrative costs, provoking market failures. According to a Coin Desk report, 2018 saw a collapse of around 2000 cryptocurrencies leading to 80% loss of their aggregate market cap, combined with the devaluation in particular of Bitcoin after its 2017 rise¹⁵.

In addition to a rise in administrative costs for cryptocurrency firms, the 5AML D presents a judicial pitfall too, which could possibly undermine the efficacy of the Directive. Provided that the new obliged entities are the ones related to the authorization in accessing to virtual currency and converting them in legally established currencies, an owner account is monitored only when holders enter or exit from the virtual currencies' markets. In so doing, their ledgers will not be controlled every time a transaction is carried out, since it is possible to purchase goods and services without requiring an exchange into a legally established currency¹⁶. This blind spot may potentially lead to a proliferation of money laundering activities on the already established virtual currency accounts, which, at the moment, are not affected by the Directive (EU) 2018/843.

4 Money mules

How can criminals clean their illegally acquired money? There are many ways for doing so, as using shadow financial infrastructures:

¹⁵ CASEY, *Crypto Winter Is Here and We Only Have Ourselves to Blame*, in CoinDesk, 2018, <https://www.coindesk.com/markets/2018/12/03/crypto-winter-is-here-and-we-only-have-ourselves-to-blame/>.

¹⁶ POTTS, *Blockchain and government*, in Data61 'Future of Blockchain' Report, 2019, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3404406>.

funds will be transferred through various front enterprises (often called “shell companies”) whose purpose is to make losing tracks of the origin of money flows. However, offenders can rely on other people too to disguise the source of their cash. These intermediaries are called “money mules” as to say people who serve as middlemen for criminals and criminal organizations in exchange for a commission, a reward for helping them in transferring the money¹⁷. However, not always a money mule is aware of being part of a larger money laundering scheme. This category falls into the unwitting or unknowing money mules. They are usually being asked by someone they have never met to use their established personal bank or virtual currency accounts or open a new account in their true name in order to receive a transfer of money. It is very common for them to be solicited via, for example, an online job scheme or emails. On the other hand, there are also the witting or complicit mules who can be wilfully blind to their money movement activity or advertise their service as a money mule on the Darknet, describing what they are willing to do and at what prices. Nevertheless, money mules, just like fraudsters, are guilty of illegally transporting fraudulently gained money and can be prosecuted for this. Europol underlined that the most targeted individuals in money mulling are newcomers to the country, often selected soon after the arrival, as well as unemployed people, students and those in economic hardship. In particular, the most likely targets are people under 35 years old, even though recently criminal groups have begun recruiting younger generations, from 12 to 21 years old.

In 2019, according to Europol, 90% of money mulling in the European Union territory was related to cybercrime, mainly cryptocurrency, enabled by a dynamic underground economy. In this framework, many illegal products and services are typically sold on Dark Web marketplaces which offer a wide range of items, ranging from drugs to digital products, such as malware kits, stolen data, hacking for hire or money laundering services. Even though a law enforcement took down three of the main Dark Web marketplaces in 2017¹⁸, many higher-skilled cyber-criminals employ their own website to sell services. The main payment medium on the Dark Web is cryptocurrency, for which Bitcoin remains the most popular one, followed by Litecoin and Dash, respectively useful for its speed (four times fast-

17 OERLEMANS et al., *Cybercrime and Money Laundering: Bitcoins, Payment Service Providers and Other Methods of Laundering Banking Malware and Ransomware Profits*, in *Cybercrime En Witwassen: Bitcoins, Online Dienstverleners En Andere Witwasmethoden Bij Banking Malware En Ransomware*, Onderzoek en beleid WODC no. 319, 2018, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3118269>.

18 EUROPOL, *Massive blow to criminal dark web activities after globally coordinated operation*, <https://www.europol.europa.eu/media-press/newsroom/news/massive-blow-to-criminal-dark-web-activities-after-globally-coordinated-operation>.

er than Bitcoin) and its privacy focused¹⁹.

4.1 Operation EMMA

In the European Union, between 2016 and 2019, five European Money Mule Actions (EMMA) have been carried out by law enforcement authorities from 31 countries with the support of Europol's European Cybercrime Centre (EC3), the Joint Cybercrime Action Taskforce (J-CAT), Eurojust, the European Banking Federation (EBF), 650 banks and 17 bank associations, as well as other financial institutions. The EMMA is a pilot operational project under the flag of EMPACT Cybercrime Payment Fraud Operational Action Plan, designed to combat online and payment card fraud. EMMA is created upon a Dutch operation successfully carried out in recent years in the Netherlands. These actions have represented «a successful example of public-private cooperation at the closest level through and effective partnership between the police, the prosecution and the banking sector at the national and international level» according to the chief executive of the European Banking Federation Mijs. In this wake, the latest operation, EMMA 5, which ran from September to November 2019, reported 75,200 illegal money mule transactions, preventing a total loss of € 12.9 million. According to Europol's press release, it resulted in the identification of 3,833 money mules, alongside 386 money mule recruiters, of which 228 were arrested. 1,025 criminal investigations were open and many of them are still ongoing.

4.2 COVID-19 Scams

As mentioned in *v.supra*, par. 3, criminals target people in financial distress. The new 2020 pandemic represented the perfect timing for increasing the number of unwitting and witting money mules²⁰. In the United States, the fear and uncertainty for the financial stability of families was leveraged, according to an FBI press release, «to steal money and launder it through the complex cryptocurrency ecosystem»²¹. The FBI, in fact, registered an increase in blackmail

19 BARYSEVICH, SOLAD, *Litecoin Emerges as the Next Dominant Dark Web Currency*, 2018, RecordedFuture, <https://www.scmagazine.com/news/cryptocurrency/litecoin-emerges-as-popular-bitcoin-alternative-among-dark-web-underground-community>.

20 ESOIMEME, *How banks can detect money mules in the time of COVID-19*, in *Financial Regulation International*, June 2020 special issue, vol. 23, n. 5, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3513558>.

21 FBI, *FBI and Secret Service Working Against COVID-19 Threats*, [https://www.fbi.gov/news/press-releases/press-releases/fbi-and-secret-service-working-against-covid-](https://www.fbi.gov/news/press-releases/press-releases/fbi-and-secret-service-working-against-covid-19-threats)

attempts, work from home scams, paying for non-existent treatments or equipment and investment scams COVID-19 related. A similar scenario happened in the United Kingdom in which scammers claimed to be affiliated with, for example, the World Health Organization (WHO). Scammers purported to have a list of COVID-positive residents, where the victim can only gain access if they either go to a credential-stealing page or make a donation using a Bitcoin account²².

5 Cryptocurrency Mixing Services

Money mules are not the only intermediaries in illegal transactions. In fact, there are services that help to protect the anonymity of transactions: the mixing (or tumbler) services²³. They swap many cryptocurrency owners' streams with each other in order to obscure the trail back to the fund's original source and making impossible to establish a link between a sender and a receiver²⁴. This system was born as a consequence of the complete transparency of virtual currency transactions. In fact, as stated in *v. supra*, par 1, once a criminal transaction has been discovered, it becomes incredibly easy to find all the previous interactions between those two accounts. With the tumblers' intermediation there will be no connection between the two original addresses. It is important to underline that the transaction can be split up in many small partial payments spread over a longer period of time, helping the anonymity. The tumbler service usually charges a fee that could range from 0.25% to 3% of the total amount to be mixed. At the moment, there is no legislation in the European Union that regulates and states whether mixing services are illegal or not. Surely, cryptocurrency owners can ask to tumbler their funds to increase their privacy²⁵; however, it is impossible to deny that virtual currencies mixing services are handful for criminals who want to clean their funds. In June 2019 the Dutch Financial Crime Investigative Service, seized the website of a popular Bitcoin mixing service: *Bestmixer.io*. The service started in May 2018 and achieved a turnover of at least \$ 200 million in a year's time and

19-threats.

²² Fintechnews Switzerland, *Crypto Scams Rampant in the UK Amidst COVID-19*, https://fintechnews.ch/blockchain_bitcoin/crypto-scams-rampant-in-the-uk-amidst-covid-19/34044/.

²³ PHILLIPS, *What is a Bitcoin tumbler? Are they legal?*, <https://blocksdecoded.com/what-is-bitcoin-tumbler/>.

²⁴ CUSTERS et al., *Banking malaware and the laundering of its profits*, in *European Journal of Criminology*, 2019, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3411486.

²⁵ Dir. Un. Eur. The General Data Protection Regulation (EU) 2016/679.

guaranteed that the customers would remain anonymous. Europol stated that most of the cryptocurrency passing through Bestmixer had «a criminal origin or destination» and, helped by the authorities, seized six services based in Luxembourg and the Netherlands²⁶.

However, in spite of the money laundering risk associated with cryptocurrency mixing services, tumblers are used for lawful activities more often than for illegal ones. In fact, according to Elliptic, a blockchain analysis firm, only 16% of the funds going through a mixer service came from an illicit activity: the remaining 84% was due to cryptocurrency owners wanting to improve their privacy²⁷.

5.1 Unregulated Cryptocurrency Exchanges

The most of virtual currencies money laundering activities is carried out through an unregulated cryptocurrency exchanges, instead of using a cryptocurrency tumbling service. With this system, a criminal has the possibility to send illicit funds to an unregulated exchange, swap them among several other types of virtual currencies, and send them to an anonymous account. According to CipherTrace's cryptocurrency Anti-Money Laundering report²⁸, between January 2009 and September 2018, 97% of illegal Bitcoin has been processed using unregulated exchanges which, in particular, receive 36 times more criminal Bitcoins if stationed in countries where AML legislation is either weak or not enforced. Contrary to the European Union non-regulation of money mixers services, on 19th August 2018 the US FinCEN remarked that businesses that provide anonymizing services, which try to disguise the source of the transaction of virtual currency, are money transmitters (regulated by the BSA legislation) when they accept and transmit convertible virtual currency²⁹. In doing so, they have regulatory obligations under the BSA. With this declaration, the US made tumblers subjected to the Anti-Money Laundering/Combating the Financial Terrorism requirements of the Bank Secre-

²⁶ D'ELIA, *Sequestrato uno dei più grandi cryptocurrency mixer*, in *Tom's Hardware*, <https://www.tomshw.it/altro/riciclaggio-bitcoin-sequestrato-uno-dei-piu-grandi-cryptocurrency-mixer/>.

²⁷ MOISEIENKO, KRAFT, *From Money Mules to Chain Hopping*, in *RUSI*, 2018, <https://rusi.org/explore-our-research/publications/occasional-papers/money-mules-chain-hopping-targeting-finances-cybercrime>.

²⁸ CIPHERTRACE, *Cryptocurrency Anti-Money Laundering Report*, cit.

²⁹ Financial Crime Enforcement Network, *Prepared Remarks of FinCEN Director Kenneth A. Blanco, delivered at Morehouse College*, <https://www.fincen.gov/index.php/news/speeches/prepared-remarks-fincen-director-kenneth-blanco-delivered-morehouse-college>.

cy Act (BSA) and its implementing regulations³⁰. On 13th February 2020, the US Department of Justice announced that Larry Harmon, the operator of a Dark Web site cryptocurrency laundering service that was mixing Bitcoins called Helix, had been arrested based on a federal indictment that charged him with money laundering conspiracy, operating an unlicensed money transmitting business and conducting money transmission without a District of Columbia licence. The mixing service operated from 2014 to 2017, allowing customers, for a fee, to send Bitcoin to other Bitcoin accounts in a manner that was impossible to distinguish the source or the owner of the money³¹. This tumbler service was advertised in the Dark Web as a mean of concealing transaction from law enforcement. In four years, Helix moved more than \$ 300 million, as to say 350,000 Bitcoins, on behalf of customers, with the largest volume of Bitcoin coming from Dark Web markets, as AlphBay, later seized by law enforcement in 2017.

6 Conclusion

In this paper, it has been analysed the role of the European Directives in preventing and prosecuting money laundering activities through intermediaries such as money mules and mixing services. The transparency required by the Anti-Money Laundering legislations has been challenged by the pullulation of the crypto assets' importance as a medium of exchange. Its anonymity makes hard for the authorities to verify the legitimacy of the transactions. The correlation between financial distress and rise in money mulling is undeniable. During the COVID-19 pandemic it has been glaring how many scam text messages and email an individual might receive over a certain period of time, especially if there are financial sufferings. However, it is possible to raise awareness and sensitising citizens from this type of frauds, teaching them how to protect themselves and what to do if they become victims. It is important to explain these illegal activities since the young age, possibly through educational institutions and events on how to prevent these scams, not only through the already implemented #DontbeaMule hashtags. However, even though money mulling activities are illegal, hence the only way to reduce their amount is to combat them (ex-post), the European Union can still intervene at legislative level (ex-ante) to tackle those mixing service activities that can potentially launder money. By regulating on-

30 Office of the Comptroller of the Currency website, <https://www.occ.treas.gov/topics/supervision-and-examination/bsa/index-bsa.html>.

31 United States Department of Justice, News, <https://www.justice.gov/usao-sdny/pr/operators-global-cryptocurrency-ponzi-scheme-and-attorney-charged-fraud-and-money>.

ly those entities that handle the exchanges between cryptocurrencies and legally established currencies, the European Union keeps out from being regulated all those exchanges that can still happen inside the virtual currency markets, without being transformed in legal tenders. In fact, an implementation of requirements for tumbler services, such as the US licencing according to the BSA regulation, could steam the illegal money exchanges happening every day in the cryptocurrency markets. Privacy, especially identity and personal data, in the European member states plays a fundamental role in every transaction and contracts, as well as in the communication system. Nevertheless, the European Union should ponder the actual benefits of this cryptocurrency privacy with the imminent and concrete risk that clean money will flow into the underground economy and subsequently decide which will be a smaller impact in European people's life. To conclude, until now the European Union has followed the changes in the market, trying to contain the threats as they arise. Financial markets are changing constantly, and crypto assets might become of vital importance in the next future. Acting with small changes in the legislation, during a long period of time, will not help stopping money laundering. The European Union needs to understand the crypto currency market and make it its own, by implementing measures that help in preventing illegal activities in a non-transparent trading system in the most efficient way.

The Dawn of Crypto Assets: A Comet or a New Universe? Treats and Opportunities of the Upcoming Stars of the Financial Market

Maria Vittoria Marafatto

Studentessa magistrale in Economia e Finanza nell'Università Ca' Foscari Venezia, Italia

Abstract The aim of this elaborate is to analyse the main features of crypto assets, highlighting both the benefits and drawbacks, paying particular attention to crypto securities. Starting from an overview of these financial instruments, it focuses more specifically on different categories of tokens. Once outlined the classification boundaries, the paper narrows the key opportunities and major threats of the market presented by the literature available on the object. Starting from Security Token Offering, it delineates the steps and the entities involved throughout the life of these new instruments. Towards the end, all the features are compared to attempt to understand whether they are going to remain on the market.

Keywords Crypto-assets. EU Regulation. MICAR. MiFID.

Summary 1. Introduction. – 2. The Essence of Crypto Assets. – 3. Strengths on the Ground. – 4. The STO and the Crypto Assets Value Chain. – 5. Covered and Visible Threats. – 6. Are Tokens Going to Be the Assets of Tomorrow?



Edizioni
Ca'Foscari

Open access

© 2020 | Creative Commons Attribution 4.0 International Public License



Citation Marafatto, M.V. (2020). "The Dawn of Crypto Assets: A Comet or a New Universe?. Treats and Opportunities of the Upcoming Stars of the Financial Market". *Ricerche giuridiche*, 9(2), 231-244.

DOI 10.30687/Rg/2281-6100/2022/01/005

231

1 Introduction

The world of tokenization and crypto-assets is blooming and gaining traction. Proof of this is the regulatory agitation around these innovative instruments, intending to harmonize and coordinate its regulation. The potential of this new category of assets is theoretically unlimited and ideally, any asset can enter the blockchain system. The possibility to overcome obstacles and make the financial industry more accessible, cheaper, more agile and simpler is triggering investors' minds and wallets¹. However, there are still dark spots and grey areas to be lighted up by regulation and regulators. Delaware and Switzerland have opened the discussion regarding the advantages and disadvantages of such processes. Nowadays, the use of such techniques is limited, but its potential applications and revenues sources know no boundaries².

The first player entering the field were cryptocurrencies, which made their debut in the financial market more than a decade ago, precisely in 2009³. The newest entrants, the equity tokens, have the right credentials to break through traditional market schemes. A wave of new market participants has started in 2018, making crypto assets a valuable alternative to more traditional and established securities, making it impossible to ignore this new asset class any longer⁴. The entrance of cryptocurrencies in the market back in the day has provoked a domino effect for legislative changes and trading innovations. The Blockchain network had faced a constantly growing trend in popularity over the past years and the introduction of digital currencies has established a new way of thought in the financial sectors across the world. The decentralized nature of the structure is perceived as its main peculiarity and surely one of the greatest benefits of these innovative financial products⁵. Other exclusive features of these assets have impacted the latest trend and growth of both the technological industries and the financial markets. Crypto-

1 LAURENT et al., *The tokenization of assets is disrupting the financial industry. Are you ready?*, in *Inside magazine issue 19 - Part 02: from a core transformation/technology perspective*, 2018, p. 2.

2 YOUNG, *Tokenization of assets - Decentralized Finance. Spot on: Fundraising and Stable coins in Switzerland*, 2020, p. 4 ff. https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_ch/topics/blockchain/ey-tokenization-of-assets-broschure-final.pdf.

3 BORSA ITALIANA, *Bitcoin: cos'è e come funziona*, in *FTA Online News*, 2019. <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/bitcoin-172.htm>.

4 GHOSH et al., *Institutionalization of crypto assets. Crypto assets have arrived. Are you ready for Institutionalization?*, in *KPMG*, 2020, p. 4.

5 FEBRERO, PEREIRA, *Cryptocurrency Constellations Across the Three-Dimensional Space: Governance Decentralization, Security, and Scalability*, in *IEEE Transactions on Engineering Management*, 2020, pp. 3 ff. <http://doi.org/10.1109/TEM.2020.3030105>.

currencies initiated a process of informatization that paved the way to the tokenization of assets, of which company shares tokens are certainly leading the midst.

With the blockchain world expanding increasingly fast, many companies may find it more and more convenient to raise capital using digitalised assets instead of traditional ones. The trading process is following a similar path, but the target of the trade is different. In the mainstream market, the buyer, after an order, ends up with a “piece of paper”, a receipt, as proof of ownership. Whereas in the blockchain universe the ownership right is stored and proved by a digital representation of the shares, and these tokens are virtually contained in Blockchain hosted accounts⁶.

Before analysing in-depth, the specific features and describing the implications in different existing scenarios of this world, that is establishing itself every day more as the hedge of both the financial and the tech industry, it might be best to picture the topic from a broader perspective to understand the true nature behind such processes and understand the euphoria gravitating around them.

2 The Essence of Crypto Assets

A crypto-asset can be described as «a digital representation of a value or right which may be transferred and stored electronically using Distributed Ledger Technology (DLT) or similar technology»⁷. Tokens may be essentially grouped into two broad categories: fungible and non-fungible tokens. The former can be exchanged for other assets of the same type and with similar characteristics. Examples of assets of this type are mainstream financial products such as bonds, shares or currencies. On the other hand, the latter embodies all the assets that are not interchangeable and are unique, such as paintings or real estate. Indeed, two tokens digitally representing distinct art pieces are not interchangeable and cannot be exchanged at equivalency⁸.

Switzerland has been the frontrunner in crypto-assets legislation, and their official categorization and recognition are usually attributed to Swiss legislation, which divided the world of crypto assets in three⁹. As a matter of fact, tokens, as digital assets, can be

⁶ COLLET et al., *Are token assets the securities of tomorrow?*, in Deloitte, 2020, p. 5 ff., <https://www2.deloitte.com/ie/en/pages/financial-services/articles/are-token-assets-securities-tomorrow.html>.

⁷ EUROPEAN COMMISSION, “Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-Assets and amending Directive (EU) 2019/1937 (MiCA)”, 2020, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52020PC0593>.

⁸ YOUNG, *Tokenization of assets*, cit., p. 18.

⁹ YOUNG, *Tokenization of assets*, cit., p. 7.

categorized into three major subgroups, according to their aim and scope. The first category is the so-called currency, or payment, tokens, used both to transfer and store value and also as a unit of account. In fact, their value does not depend on any underlying assets. Cryptocurrencies, such as Bitcoins, belong to this group. The second category is represented by utility tokens. Their objective stands in allowing customers to benefit from a good or a service provided by the issuer, and their return is not in monetary or financial terms. An example of this type of digital token is a prepayment of licence fees. The third and last category of tokens is represented by security tokens. They represent a segment of ownership in the assets considered, therefore their value is inevitably tied to the underlying asset (e.g., a share that represents fractional ownership right over the company). Following this logic, they function similarly to a traditional share: they simply represent quota ownership in the assets considered. Differently from the utility tokens, the security ones offer a return in terms of future cash flows¹⁰.

The rise of these new asset classes, because they do not fit any conventional asset classes, has brought up the need for specific regulation to cover and discipline these innovative instruments, as well as their exchange and markets. Anti-Money Laundering (AML), Know Your Customer (KYC) regulation and Markets in financial instruments directive (2004/39/EC), the so-called MiFID¹¹ - in force from 31st January 2007 to 2nd January 2018 and replaced by MiFID II (2014/65/EU) on 3rd January 2018, apply to the token economy¹². Indeed, the security assets embody all the characteristics of the financial instruments, therefore they belong to the perimeter of legislation of the MiFID. However, an old label has been attached to a new product, as well as a traditional regulatory measure has been applied to non-traditional instruments, and this may give rise to some difficulties and doubts in the effectiveness of its implementation¹³.

To overcome the issue of dark spots and uncovered digital financial instruments, the European Commission has planned some additional regulations. The final aim is to create a pan-European legislative system for crypto assets. These new regulations are grouped in the Markets in Crypto Assets (MiCA) Regulation, which at the moment is at the proposal stage, aimed at legislating the grey area outside the MiFID. Indeed, it covers all the instruments that do not fall

10 ZETZSCHE et al., *The Markets in Crypto-Assets Regulation (MICA) and the EU Digital Finance Strategy*, in *European Banking Institute Working Paper Series*, 2020, 77, pp. 5-7.

11 LAURENT et al., *The tokenization of assets*, cit., p. 6.

12 <https://www.consob.it/it/web/area%E2%80%91pubblica/>.

13 ZETZSCHE et al., *The Markets in Crypto-Assets Regulation*, cit. p. 8.

under the regulatory perimeter of MiFID¹⁴.

To project the evolutionary path of crypto assets, whether they are here to stay or are just a temporary phenomenon, the first step to take is the analysis of the users of these innovative assets to spot the durability and the resilience of their operations. There have been identified at least four categories of users who will assure the survival of the market in the long term. The first segment of libertarians and techno-anarchists can be highlighted. These individuals simply prefer non-government regulated economies for their political philosophy. For this exact reason, cryptocurrencies and crypto-assets perfectly suit them, considering their decentralized nature. The second class of users, always characterized by government distrust, is represented by people holding crypto assets as a store of value independent from government management, much like hiding piles of cash underneath the mattress. The third category of users is composed of individuals wanting to maintain their anonymity. Leaving aside criminals, dealers, traffickers and other lawbreakers, some people just want to preserve their privacy and their unconventional beliefs, especially if living in authoritarian countries. Finally, there are the technical users, who may find crypto assets as a more convenient and agile way of payment or an attractive way to fund organizations. Adding to these four categories of active users, some investors and speculators bet on market fluctuations, trying to exploit arbitrage opportunities for short-, medium- and long-term gains. They are not directly considered active users due to the mere speculative nature of their goals. We have left them on the side due to their short-term orientation, which is not consistent with the endurance of the sector in the long run¹⁵.

3 Strengths on the Ground

Among all the assets, the tokenization of securities, both equity and debt, is by far the sector with the most imminent potential for growth. Security tokens can be directly issued on the Blockchain, and in this case, they constitute a “native” type of token¹⁶. On the other hand, they can be issued via traditional methods and converted into digital form at a later date. Through the tokenization process, an

¹⁴ ZETZSCHE et al., *The Markets in Crypto-Assets Regulation*, cit. p. 10 ff.

¹⁵ ELIOTT, DE LIMA, *Crypto-Assets: Their Future and Regulation*, in Oliver Wyman, 2018, pp. 4-5, <https://www.oliverwyman.com/our-expertise/insights/2018/oct/crypto-assets.html>.

¹⁶ KAOUSAR NASSR, *The Tokenisation of Assets and Potential Implications for Financial Markets*, in *OECD Highlights*, 17 January 2020, p. 25 ff. <https://www.oecd.org/finance/The-Tokenisation-of-Assets-and-Potential-Implications-for-Financial-Markets.htm>.

“on-chain” asset is created, which embodies all the characteristics and carries all the rights of the asset it is representing. Therefore, the “on-chain” and the “off-chain” assets always communicate and the token acts as a store of both value and rights. However, the direct issue on “on-chain” systems is easier for a bond than for stocks for their very own intrinsic nature. Indeed, for the so-called bearer bonds, *i.e.*, those bonds that do not keep track of ownership, possession grants ownership, even if it ultimately depends on the belonging jurisdiction. On the contrary, when dealing with digital representations of shares we are considering all the rights attached to them. Therefore, they have to be recognized as assets of the company and not just as mere digital representations of them. This recognition would imply a change in corporate legislation. It is worth mentioning that the State of Delaware has formally regulated the process of tokenization of shares, allowing investors to attach the very ownership granted by the stocks to the tokens¹⁷.

This innovative and dynamic procedure could represent a threat to investors and also many industries that are not adjusting fast enough to the new scenario that is currently taking form. This world is growing quickly, and the financial sector cannot risk being left behind. Considering these new trends, a question arises: are established players ready to take part in the industry shift?¹⁸

The application of DLTs assets tokenization has two prongs: on one side it entails many benefits and helpful implications that may positively impact all the market participants and attract investors’ attention. On the other side, its digital nature and the absence of a uniform legislative code give rise to some concerns.

Among the benefits, particular attention has to be paid to the simplification of the process and the efficiency gains obtained from it. In fact, the transfer of value, given the absence of intermediary figures, results to be significantly faster, cheaper and allows for frictionless transactions¹⁹. Cryptology replaces the third parties in all of the transactions taking place. In this streamlined process, central players are smart contracts. These contracts, based on the function «IF X/THEN Y», could potentially automatize corporate operations such as dividend payments or collateral management by further smoothing the process. This process of automation may apply to the whole life of the security, starting from the issuance, the so-called STO which will be described afterwards²⁰. On this matter, the auto-

17 KAOUSAR NASSR, *The Tokenisation of Assets*, cit., p. 47 ff.

18 YOUNG, *Tokenization of assets*, cit., p. 1.

19 YOUNG, *Tokenization of assets*, cit., p. 2 ff.

20 AQUARO, *Smart contract: cosa sono (e come funzionano) le clausole su blockchain*, in *Il Sole 24 Ore*, 24 June 24 2019. <https://www.ilsole24ore.com/art/smart-contract-co>

mation of the issuance process, of the channel of distribution and on their management and the efficiency gain in corporate action may result in a cost reduction for investors and issuers. Indeed, automation reduces the administrative burden and the transactions fees, due to the lower number of players and intermediaries²¹.

These assets can be traded on the secondary market and thanks to their nature and their embodied characteristics they call for a broader audience of potential buyers and sellers, increasing trade volumes. In fact, they can be fragmented, allowing the buyer to purchase just a small piece of the underlying asset. The chance to reduce the committed amount per investor while at the same time enlarging the base of traders provides greater liquidity to the market. Hence, crypto-assets benefit from the so-called liquidity premium. Liquidity and accessibility also reduced the mandatory investment period due to the possibility of being traded in the secondary market, reducing further illiquid commitments²².

Transparency is another major benefit of asset tokenization. This transparency is mainly attached to transactional data and information of the issuers along with the characteristics of the asset itself. It may benefit both traders and regulators. The procedure of tokenization allows embedding legal rights and responsibilities directly imprinted on the token itself, proving greater transparency during transactions. This information allows the parties involved to know the history and chronology of the assets and their ownership. This transparency, if correctly managed and channelled, may help identify and prevent illegal trades. In addition, given the fact that the whole process is automated, and the system is managed via smart contracts, a mismatch between the contract and the programmed regulatory restriction would be promptly spotted out and automatically notified to the competent authority²³. It should be highlighted, however, that the quality of the data is a key driver for the successful use of crypto assets. Indeed, they need to rely on a robust set of information to be recorded and shared to be fully transparent. The lack of quality data may significantly impact the outcome of the transaction²⁴.

From the just-mentioned benefits analysis, it is possible to understand that the process of tokenisation of assets could smooth the process of investing in both primary and secondary markets, providing

sa-sono-e-come-funzionano-clausole-blockchain-ACsDo2P.

21 LAURENT et al., *The tokenization of assets*, cit., p. 2.

22 LAURENT et al., *The tokenization of assets*, cit., p. 2.

23 RASKIN, *The Law and Legality of Smart Contracts*, in *Georgetown Law Technology Review*, 2017, 304, p. 315 ff.

24 CAPIELLO et al., *Data Quality Control in Blockchain Applications*, in *Business Process Management: Blockchain and Central and Eastern Europe Forum*, 2019, pp 2-3.

the system with an easier and faster way of wealth transfer. Comparing the two processes, the traditional and the innovative there is a further difference worth to be underlined. The traditional way of raising capital has to follow some strict rules in terms of book-keeping and accounting maintenance, under stock exchanges regulation. There may be obstacles on the way such as credit scoring of banks that may make them reluctant to grant credit. In this matter, the crypto assets provide investors with a flexible vehicle for raising funds²⁵.

4 The STO and the Crypto Assets Value Chain

The advantages of these new assets are recognised and acknowledged by many players in the market. As previously mentioned, their potential knows no boundaries. These benefits are intrinsic of their nature and are therefore attached to them throughout their whole life: from issuance to maturity. In this short chapter, we will describe the very first step of their life and the different phases they have to come through.

Investors can purchase tokenized stocks via a Security Token Offering, or STO. This process has both similarities and differences with the Initial Coin Offering, or ICO, concerning the cryptocurrencies. The STO consists of a “digital encryption” which outcome is an asset that embodies all its features and information and represents its market value. The STO is regulated under the MiFID regulation and is performed following the existing regulations in terms of financial assets. In fact, it follows the same steps of an Initial Public Offering (IPO) of a company²⁶. As for the IPO, one of the central concepts is the prospectus. It is important in terms of transparency and unambiguity of data communication, and it contains all the information and features of the asset considered. It has to follow a specific scheme and it has to be endorsed by the National Competent Authority, such as Consob for Italy²⁷. Differently from the white paper in the context of utility tokens. The prospectus and the white paper pursue the same informative objective, but the latter does not follow a rigid formulation and drafting procedure and does not require the Authorities’ endorsement²⁸.

25 MAZZORANA-KREMER, *Blockchain-Based Equity and STOs: Towards a Liquid Market for SME Financing?*, in *Theoretical Economics Letters*, 2019, 9, p. 2 ff.

26 COLLET et al., *Are token assets the securities of tomorrow?*, cit., p. 10 ff.

27 COLLET et al., *Are token assets the securities of tomorrow?*, cit., p. 14.

28 FREG et al., *Initial Coin Offerings, Blockchain Technology, and White Paper Disclosures*, 2019, p. 2. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3256289>.

Given the stricter regulation regarding STO, they are considered to be safer in terms of fraud risk. Indeed, an investor who is willing to purchase security issued in the “traditional” way should be as comfortable as purchasing a tokenised security, given the fact that the latter is just a digital representation of the material financial asset and the regulatory regime applied is the same. The only relevant difference is the presence of the certificate of ownership in digital form²⁹.

It is speculated that STO is going to be the issuance process of the future, they have all the right credentials and features to reshape the entire issuance process. The use of a smart contract allows the security to contain the terms, features and prospectus embodied in the digital certificate. This last, in turn, is embedded in the security itself. A further advantage is provided by the transparency which makes easier the documentation and compliance with Anti Money Laundering and Know Your Customers usual practices. STO also allows smoothing the monitoring phase of the investment by exchanging information clearly and transparently among all players in the field.

In addition to the issuance and the monitoring phases, even the listing process may be improved. As a matter of fact, they may result in a “leaner and meaner” procedure compared to the listing process in other regulated stock markets.

To conclude, the STO may result to be time and cost-efficient, in terms of both issuing and compliance processes. In addition, it may increase the number of assets available to investors, it will provide greater liquidity to illiquid assets and it would allow fractional and fragmented ownership. As already stated, all the benefits are incorporated in the process from the very first start.

However, STO is only the first step. Moving further down the line, the entire crypto assets value chain may be segmented into four core stages: the issuance in the primary market, the trade in the secondary market, the port-trade phase, and the asset servicing phase. All these trading stages are respectively divided into additional sub-phases³⁰.

The process starts with the issuance in the primary market, the listing, and the admission to trading which is entailed in the STO process previously described. After this very first step that constitutes the creation of the asset itself, the value chain includes the CSD, or “Central Securities Depository”. This entity performs three main activities: the settlement service for newly issued securities, the notary service aimed at recording newly entrants in the market via a

²⁹ COLLET et al., *Are token assets the securities of tomorrow?*, cit., p. 11.

³⁰ COLLET et al., *Are token assets the securities of tomorrow?*, cit., p. 18 ff.

book-entry system, and the central maintenance service to keep track of all accounts at the top tier level³¹.

After the first issuance, the crypto asset can be traded. The accessible markets are the regulated market, the Multilateral Trading Facility (MTF) and the Organized Trading Facility (OTF) markets. A regulated market is normally managed by government bodies, which are also entitled to control its regulation. In addition, Governments decide who can enter the market and set the prices. A regulated market can also be managed by industry or labour group, even though, to be fair, this second scenario is rare³². On the other hand, an MTF market is managed by private parties and it conveys multiple traders for buying and selling listed securities³³. If a market does not belong to any of the aforementioned categories, it is an OTF. This type of market allows third parties to interact through a contract to trade different financial instruments such as bonds, secured finance products, emissions allowances, and derivatives³⁴.

After the trading phase, there are the clearing and the central Counterparty Clearinghouses (CCPs) and the Central Securities Depositories, or CSD, settlement. CCPs plays a central role. They have to manage the credit and liquidity risks and distribute them among the different players in the market. Their managing task is finalized to tackle the rise of new risks that may undermine the market and its stability. On their side, there are CSDs, which are entitled to the securities settlement systems. They perform many tasks, among them the most important concerns the registration and preservation of securities, the permission of securities settlement in exchange for cash, the record-keeping of the subject and the object of the issue and the maintenance of the track record of the changes in ownership of the securities³⁵.

After the post-trading activity, the last phase of asset servicing takes place. It is divided into custody, security lending and collateral management and asset service. The custody phase is managed by a custodian or a custodian bank. They act as real custodians of the financial asset to protect them and avoid their stealing and loss. They may keep and hold both physical and digital assets. Given the large amount of money they have in custody and the particular task they are performing, they tend to have a good reputation and be of con-

31 EUROPEAN CENTRAL SECURITIES DEPOSITORIES ASSOCIATION, *The role of CSDs as financial market infrastructures*, <https://ecsd.eu/faq>.

32 <https://www.emissions-euets.com/trading-venues>.

33 <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/multilateral-trading-facilities.html>.

34 COLLET et al., *Are token assets the securities of tomorrow?*, cit., p. 18.

35 EUROPEAN CENTRAL BANK, *Central Counterparty Clearing Houses and Financial Stability*, in *Financial Stability Review*, 2005.

siderable size. Then, there is the lending phase. It consists of lending shares of stocks, commodities, derivatives, and securities to investors. To perform such trading, the investor needs to perfect its borrowing with collateral as a form of protection from the default of the counterparty. Examples of collateral may be cash collateral or certificates of deposits. With this process, the ownership and the title of the security are assigned as well to the borrower. In exchange for this service, a fee and interest on the loan are paid. The original holders receive a payment for the loaned security. These practices provide liquidity to the market and are a form of additional earning for long-run focus investors. In addition, they permit short selling. Finally, the asset servicing. It considers all the activities linked with assets and wealth management.

5 Covered and Visible Threats

The other fundamental aspect to consider when forecasting the future of this new asset class is the risks attached to them. As crypto assets, they bring along with them the DLT risks. They can be summed up in three major categories: the transparency risk, the risk of hacking, attached to any digital asset, and the operational risk³⁶. Transparency is a double edge sword in this context, on one hand, it facilitates the transaction and the monitoring phase, on the other it may give rise to some complications when the data should remain confidential. In fact, an ESMA concern is about the market abuses that may be facilitated by transparency³⁷. The risk of hacking is intrinsic to any digital asset. The hacker usually attacks and damage the weaker links inside the ledger and this will result in an erroneous distribution of data. Strictly linked to the hacking risk, there is the operational risk: both concerns the links inside the ledger. The operational risk deals with errors and bugs implemented through the ledger. This coding error makes the software more vulnerable to hacking attacks and negatively affects its performance³⁸.

In addition to the intrinsic and already described risks attached to the trading of these financial instruments, there is also a regulatory problem that needs to be addressed. As already mentioned, the financial instruments fall under the scope of the MiFID Regulation. However, there is a taxonomy problem underneath the existing reg-

36 COLLET et al., *Are token assets the securities of tomorrow?*, cit., p. 15.

37 <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-sees-high-risk-investors-in-non-regulated-crypto-assets>.

38 MCFARLAND et al., *Blockchain Threat Report*, p. 2, <https://www.mcafee.com/enterprise/en-us/assets/reports/rp-blockchain-security-risks.pdf>.

ulation. The existing piece of law has been created to capture the national peculiarities of different financial instruments. According to art. 4.1 (44) (c) of MiFID, the “transferable securities” which fall under its control are shares, bonds, and “any other securities giving the right to acquire or sell any such transferable securities or giving rise to a cash settlement determined by reference to transferable securities, currencies, interest rates or yields, commodities or other indices or measures”³⁹. This means that even financial instruments, similar to shares and bonds, will fall under the MiFID scope even if they are not grouped in the category of shares or bonds but are a hybrid of the two and their characteristics depend on the bylaw of the issuing company. With this third category, the MiFID is trying to create a level playing field and capture all the different peculiarities of the different member states. Indeed, every country has its own laws and definitions⁴⁰. With the rise of tokens, it has been necessary to categorize them in one of the aforementioned categories and this process gives place to some issues and difficulties for what concerns a uniform and univocal categorization. This happens for two main reasons: the lack of a unique language across Europe and the issue related to the so-called “negotiability”. Considering the former case, a definition provided by a country may be different from the one provided by another member state. For example, as reported by Professor Filippo Nunziata in his seminar “Towards an EU legislation of crypto assets: MiCAR proposal” on 11th March 2021, in France a share cannot be deprived of its voting rights, otherwise, it is not considered as share in the financial sense. On the contrary, the Italian regime recognizes shares that do not embody voting. This difference may give rise to some inconsistencies in the MiFID application. For what concerns the latter, the negotiability, in fact, to fall under the scope of MiFID the financial instrument needs to be negotiable, otherwise it is regulated by the upcoming MiCA Regulation. Even in this case, the tokenization process may generate some issues. Useful again to clarify such issues is an example presented by Professor Nunziata during the abovementioned seminar. Let us consider a share, clearly recognized as such by the jurisdiction where it has been issued. Let us move a step forward: a token of that share is created. After this second step of tokenization, the outcome does not necessarily fall under the scope of MiFID. In fact, it depends on whether it is negotiable or not. If the financial product is negotiable, it will be regu-

39 Art. 4.1 (44) of DIRECTIVE 2014/65/EU OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU (recast).

40 NUNZIATA, *Seminar Towards an EU legislation of crypto assets: MiCAR proposal*, March 11, 2021, Venice.

lated according to the MiFID regulation, otherwise, it will fall under the scope of MiCA Regulation. The core problem is that the concept of negotiability is not clearly defined, even if it is an overextending requirement of this piece of law. Once again, the problem of a jeopardized law system arises. Indeed, different countries attribute different definitions to the concept of “negotiability”, creating a major overlapping problem between MiFID and MiCAR areas of application. At this stage, a linking regulation that precisely draws the boundaries is necessary and not accessory⁴¹.

6 Are Tokens Going to Be the Assets of Tomorrow?

Once the analysis in terms of advantages and disadvantages has been carried out, it is time to highlight the core characteristics that will support their longevity in the market.

Crypto assets, and in specific crypto securities, needs to overcome some obstacles to remain not only relevant but allowed in the market. On one hand, investors’ euphoria gravitates around them fuelled by the novelty and the limitless potential of such products. On the other hand, there are major legislative issues that need to be addressed. The creation of a pan-European market will help to change investors minds and allow them to fully exploit their potential. Crypto assets are facing difficulties caused by the lack of availability of regulated secondary market infrastructures to support investors both in the trading and in the post-trade phases. Regarding this matter, there are currently many initiatives aimed at facilitating the circulation and the usage of crypto assets as means of payment.

If we discharge the problem of regulatory compliance, the already mentioned benefits and efficiencies make these financial instruments the present stars of the financial sector and the whole DLT system along with them. Of course, opportunities do not come alone but they go hand in hand with new market entrants. These two factors are the true catalyst of this whole innovative process. In addition, this entire process will truly benefit SMEs. They are going to have easier and faster access to capital, provided also by the introduction or the development of smart contracts inside their company processes. Furthermore, traditional financial markets do not want to be left behind. They are working on new DLT platforms to implement an end-to-end settlement process.

If we change our perspective to process one, our attention will be focused on “native” security tokens. As already stated, they are issued, traded, and settled directly on the DLT and they are held in an

⁴¹ ZETZSCHE et al., *The Markets in Crypto-Assets Regulation*, cit., p. 21 ff.

encrypted “digital wallet”. This kind of virtual bundling facilitates the flow of information among stakeholders and regulators. Indeed, it facilitates record-keeping and safekeeping and provides a virtual box holding all the information regarding the asset transparently and truthfully.

Considering these virtual boxes of information, new regulation and new rules should be drafted to ensure a correct record and safekeeping of access keys. In this matter the role of custodians and their growth in future years is essential.

However, the regulatory burden still cannot be ignored. The lack of harmonization and a pan-European market, both in terms of regulation and taxonomy, which at the moment is the greatest obstacle to surmount.

From all perspectives, we are on a verge of a radical shift, a real turning point, and all the answers to the questions we might have depended on what is next.

Osservatorio

Cass., Sez. Un., 12 maggio 2020, n. 8770

Petitti Presidente – Genovese Estensore

Contratti derivati - Requisiti (elementi del contratto) - Causa (nozione, distinzioni) - Derivati conclusi da enti pubblici - Autorizzazione - Organo competente

(Codice civile, artt. 1322, 1343, 1933, 1346; d.lgs., 18 agosto 2000, n. 267, art. 42, co. 2)

I contratti derivati swap sono configurabili come negozi a causa variabile, perché suscettibili di rispondere ora a una finalità assicurativa ora di copertura di rischi sottostanti, così che la funzione, che l'affare persegue, va individuata esaminando il caso concreto. In mancanza di una adeguata caratterizzazione causale, detto affare sarà pertanto connotato da una irresolutezza di fondo, che renderà nullo il relativo contratto perché non caratterizzato da un profilo causale chiaro e definito (o definibile).

Sulla base della disciplina vigente fino al 2013 (quando la legge n. 147/2013 ha escluso la possibilità di farvi ulteriore ricorso) e della distinzione tra derivati di copertura e derivati speculativi, i contratti derivati swap potevano essere utilmente ed efficacemente conclusi dai Comuni italiani solo in presenza di una precisa misurabilità/determinazione dell'oggetto contrattuale, comprensiva sia del criterio del mark to market, sia degli scenari probabilistici, sia dei c.d. costi occulti, allo scopo di ridurre al minimo e di rendere consapevole l'ente di ogni aspetto di aleatorietà del rapporto, costituente una rilevante disarmonia nell'ambito delle regole relative alla contabilità pubblica,



Edizioni
Ca'Foscari

Open access

© 2020 | Creative Commons Attribution 4.0 International Public License



Citation Galasso, N. (2020). "La decisione delle Sezioni Unite in materia di contratti derivati: profili di criticità della sentenza n. 8770/2020". *Ricerche giuridiche*, 9(2), 247-284.

DOI 10.30687/Rg/2281-6100/2022/01/006

247

introduttiva di variabili non compatibili con la certezza degli impegni di spesa riportati in bilancio.

[...] l'autorizzazione alla conclusione di un contratto di swap da parte dei Comuni italiani, specie se del tipo con finanziamento upfront, ma anche in tutti quei casi in cui la sua negoziazione si traduce comunque nell'estinzione dei precedenti rapporti di mutuo sottostanti ovvero anche nel loro mantenimento in vita, ma con rilevanti modificazioni, deve essere data, a pena di nullità, dal Consiglio comunale ai sensi dell'art. 42, co. 2, lett. i), TUEL di cui al D. Igs. n. 267 del 2000.

RAGIONI DELLA DECISIONE

1. - Il ricorso principale della Banca è articolato in cinque mezzi di cassazione:

1.1. - Il primo motivo (che ipotizza una violazione e falsa applicazione, ex art. 360, n. 3, cod. proc. civ., dell'art. 41 della legge n. 448 del 2001, dell'art. 3 del d.m. Ministero dell'Economia e delle Finanze 1 dicembre 2003, n. 389, dell'art. 3, commi 16 e 17, della legge 24 dicembre 2003, n. 350, e successive modifiche; dell'art. 1, co. 739, della legge 27 dicembre 2006, n. 296, dell'art. 62 del decreto legge n. 112 del 2008, convertito dalla legge n. 133 del 2008, a sua volta modificato dall'art. 3 della legge n. 203 del 2008, nonché dell'art. 11 prel.), ha ad oggetto l'affermazione della sentenza impugnata secondo cui il contratto di *swap*, in specie se con previsione di una clausola iniziale di *upfront*, costituisce, per la sua natura aleatoria, una forma di indebitamento per l'ente pubblico, attuale o potenziale.

1.2. - Il secondo (intitolato: violazione e falsa applicazione, ex art. 360, n. 3, cod. proc. civ., degli artt. 42, 107, 192 e 202 del d.lgs. n. 267 del 2000, dell'art. 30, co. 15, della I. n. 289 del 2002, dell'art. 41 della I. n. 448 del 2001, dell'art. 3 del d.m. Ministero dell'Economia e delle Finanze 1 dicembre 2003, n. 389), è incentrato sull'affermazione, pure contenuta nella sentenza impugnata, per cui le delibere di accensione degli *swap* debbano essere adottate dal consiglio comunale, in quanto vertenti su «*spese che impegnino i bilanci per gli esercizi successivi*».

1.3. - Il terzo (con il quale si lamenta la violazione e falsa applicazione, ex art. 360, n. 3, c.p.c., dell'art. 30, co. 15, della I. n. 289 del 2002 e dell'art. 202 del d.lgs. n. 267 del 2000, dell'art. 41 della I. n. 448 del 2001, dell'art. 3 del d.m. Ministero dell'Economia e delle Finanze 1 dicembre 2003, n. 389), è svolto in rapporto all'assunto per cui l'*upfront* avrebbe dovuto essere esplicitamente destinato *ab origine* (ossia, sin dal 2003-2004) a spese di investimento. Il mezzo censura altresì il principio, perché - a dire della ricorrente - totalmente privo di base normativa positiva, secondo cui occorresse indicare, negli atti amministrativi approvativi delle operazioni, una presunta destinazione a spese di investimento, atteso che, come diffusamen-

te dedotto con il primo motivo, lo *swap* non ha una funzione di investimento, ma di riequilibrio del debito sottostante, con conseguente inapplicabilità della causa di nullità di cui all'art. 30, co. 15, della legge n. 289 del 2002.

1.4. - Il quarto (deducete la violazione e falsa applicazione, ex art. 360, n. 3, c.p.c., dell'art. 41 della l. n. 448 del 2001, dell'art. 3 del d.m. Ministero dell'Economia e delle Finanze 1 dicembre 2003, n. 389, e degli artt. 1346, 1367, 1418, 1419, 2729 e 2697 c.c.), è posto in relazione alla necessità, risultante dalla decisione impugnata, di indicare specificamente i mutui sottostanti nei contratti di *swap*, a pena di nullità di questi ultimi, per difetto di causa e di oggetto.

1.5. - Il quinto [che lamenta la violazione e falsa applicazione, ex art. 360, n. 3, cod. proc. civ., degli artt. 1418, 1467 e 1469 cod. civ., nonché agli artt. 1, co. 2, lett. d), 21 e 23, co. 5, del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, dell'art. 41 della l. n. 448 del 2001, dell'art. 3 del d.m. Ministero dell'Economia e delle Finanze 1 dicembre 2003, n. 389] investe l'affermazione della sentenza impugnata secondo cui la previsione esplicita del valore attuale dei derivati al momento della stipulazione costituirebbe elemento essenziale dell'*interest rate swap*, previsto a pena di nullità.

2. - L'unico mezzo di ricorso incidentale condizionato del Comune (che deduce la violazione e falsa applicazione dell'art. 360, n. 3, c.p.c., e dell'art. 30, co. 6 e 7, t.u.f.), infine, riguarda la dichiarata non applicazione della disciplina del *ius poenitendi* alla fattispecie decisa (in quanto applicabile al solo consumatore sprovveduto colto di sorpresa dall'intermediario) e investe un aspetto della vicenda che la Corte di appello ha espressamente qualificato assorbito.

3. - La prima sezione civile ha già rilevato che il ricorso pone due questioni, strettamente connesse, che sono centrali per vagliare la validità dei contratti di *swap* conclusi, in generale, dai Comuni: quella relativa alla possibilità di qualificare l'assunzione dell'impegno dell'ente locale che stipuli il contratto avente ad oggetto il nominato derivato come indebitamento finalizzato a finanziare spese diverse dall'investimento; quella concernente l'individuazione dell'organo chiamato a deliberare un'operazione siffatta (che nel caso in esame è stata disciplinata dal consiglio comunale solo attraverso «linee di indirizzo»); e che, con riguardo al primo dei temi indicati, ci si deve chiedere se, nel periodo che interessa, fosse consentita la conclusione di contratti derivati da parte degli enti locali.

3.1. - Si pone, perciò, la necessità - prima di mettere a fuoco i temi oggetto di rimessione da parte della sezione semplice - di allargare lo sguardo al fenomeno sottostante alla odierna controversia.

4. - La materia dei *derivati*, che interessa varie branche del diritto, è oggetto dell'attenzione di dottrina e giurisprudenza da anni, risultando controversa anche l'esistenza di una definizione unificante del fenomeno dei *derivati*. Infatti, la mancanza nel nostro ordina-

mento di una definizione generale di «contratto derivato» si spiega con la circostanza che i *derivati* sono stati creati dalla prassi finanziaria e, solo in seguito, sono stati in qualche misura recepiti dalla regolazione del sistema giuridico. La notevole varietà delle fattispecie che concorrono a formare la categoria dei *derivati* rende, però, complessa l'individuazione della ricercata nozione unitaria, dovendosi tenere conto che il fenomeno è forse comprensibile in maniera globale solo in un'ottica economica.

4.1. - Ciò giustifica, quindi, la previsione dell'art. 1, co. 2 *bis*, t.u.f., che contiene una delega al Ministro dell'Economia e Finanze per identificare nuovi potenziali contratti derivati: nella sostanza il legislatore italiano ha seguito quello eurounitario, optando per una elencazione di molteplici figure e lasciando all'interprete il compito della *reductio ad unum*, laddove possibile.

4.2. - Il caso che ci occupa vede al centro dell'indagine lo *swap* e, in particolare, quello più diffuso di tutti, il cd. *interest rate swap* (altrimenti, IRS, specie nella sua forma più diffusa o di base: il cd. *plain vani/la*), ossia quel contratto di scambio (*swap*) di obbligazioni pecuniarie future che, in sostanza, si traduce nel dovere di un Tale di dare all'Altro la cifra 5 (dove 5 è la somma corrispondente al capitale / per il tasso di interesse W) a fronte dell'impegno assunto dell'Altro di versare al Tale la cifra y (dove y è la somma corrispondente al capitale / per il tasso di interesse Z).

4.3. - L'*interest rate swap* è perciò definito come un derivato cd. *over the counter* (OTC) ossia un contratto: a) in cui gli aspetti fondamentali sono dati dalle parti e il contenuto non è eteroregolamentato come, invece, accade per gli altri derivati, cd. *standardizzati* o *uniformi*, essendo elaborato in funzione delle specifiche esigenze del cliente (per questo, detto *bespoke*); b) perciò non standardizzato e, quindi, non destinato alla circolazione; c) consistente in uno strumento finanziario rispetto al quale l'intermediario è tendenzialmente controparte diretta del proprio cliente.

4.4. - Come per molti derivati, soprattutto quelli OTC, lo *swap*, per quanto appena detto, non ha le caratteristiche intrinseche degli strumenti finanziari, e particolarmente non ha la cd. negoziabilità, cioè quella capacità di rappresentare una posizione contrattuale in forme idonee alla circolazione, in quanto esso tende a non divenire autonomo rispetto al negozio che lo ha generato. Inoltre, benché siano stipulati nell'ambito della prestazione del servizio di negoziazione per conto proprio, ex art. 23, co. 5, Tuf, nei derivati OTC l'intermediario stipula un contratto (con il cliente) ponendosi quale sua controparte.

4.5. - Posto che *Vinterest rate swap* è il contratto derivato che prevede l'impegno reciproco delle parti di pagare l'una all'altra, a date prestabilite, gli interessi prodotti da una stessa somma di denaro, presa quale astratto riferimento e denominato nozionale, per un da-

to periodo di tempo, gli elementi essenziali di un *interest rate swap* sono stati individuati, dalla stessa giurisprudenza di merito, ne:

a) la data di stipulazione del contratto (*trade date*); b) il capitale di riferimento, detto nozionale (*notional principal amount*), che non viene scambiato tra le parti, e serve unicamente per il calcolo degli interessi; c) la data di inizio (*effective date*), dalla quale cominciano a maturare gli interessi (normalmente due giorni lavorativi dopo la *trade date*); d) la data di scadenza (*maturity date* o *termination date*) del contratto; e) le date di pagamento (*payment dates*), cioè quelle in cui sono scambiati i flussi di interessi; f) i diversi tassi di interesse (*interest rate*) da applicare al detto capitale.

4.6. - Va, peraltro, ancora precisato che se lo *swap* stipulato dalle parti è *non par*, con riferimento alle condizioni corrispettive iniziali, lo squilibrio così emergente esplicitamente dal negozio può essere riequilibrato con il pagamento, al momento della stipulazione, di una somma di denaro al soggetto che accetta le pattuizioni deteriori: questo importo è chiamato *upfront* (e i contratti *non par* che non prevedano la clausola di *upfront* hanno nel valore iniziale negativo dello strumento il costo dell'operazione: nella prassi, il compenso dell'intermediario per il servizio fornito).

4.7. - Invero, l'IRS può atteggiarsi ad operazione *non par* non solo in punto di partenza, ma può divenir tale anche con il tempo. In un dato momento lo squilibrio futuro (sopravvenuto) fra i flussi di cassa, che sia attualizzato al presente, può essere oggetto di nuove prognosi ed indurre le parti a sciogliere il contratto. Per compiere queste operazioni assume rilievo il cd. *mark to market* (MTM) o costo di sostituzione (meglio, il suo metodo di stima), ossia il costo al quale una parte può anticipatamente chiudere il contratto o un terzo estraneo all'operazione è disposto, alla data della valutazione, a subentrare nel derivato: così da divenire, in pratica, il valore corrente di mercato dello *swap* (il metodo *de quo* consiste, insomma, in una simulazione giornaliera di chiusura della posizione contrattuale e di stima del conseguente debito/credito delle parti).

4.7.1. - Nei fatti, per MTM s'intende principalmente la stima del valore effettivo del contratto ad una certa data (anche se, in astratto, il *mark to market* non esprime un valore concreto ed attuale, ma una proiezione finanziaria). Il *mark to market* è, dunque, tecnicamente un valore e non un prezzo, una grandezza monetaria teorica calcolata per l'ipotesi di cessazione del contratto prima del termine naturale. Più precisamente è un metodo di valutazione delle attività finanziarie che si contrappone a quello storico o di acquisizione attualizzato mediante indici di aggiornamento monetario, che consiste nel conferire a dette attività il valore che esse avrebbero in caso di rinegoziazione del contratto o di scioglimento del rapporto prima della scadenza naturale.

5. - In un tale quadro di illustrazioni del fenomeno che va sotto il nome di *IRS* è assai discussa la questione della causa dello *swap*.

5.1. - Una giurisprudenza, con l'appoggio di parte della dottrina, tende a vedere nello *swap* la causa della scommessa. Ma è difficile accogliere l'idea che un'operazione di *interest rate swap*, destinata a regolare una pluralità di rapporti per molti anni, muovendo ingentissimi capitali su importanti mercati internazionali, sia da considerare come una qualsiasi lotteria, apparendo palese come lo *swap* abbia ben poco in comune con lo schema della scommessa di cui agli articoli da 1933 a 1935 cod. civ., della natura contrattuale della quale vi è pure stata discussione in dottrina.

5.2. - Ciò che distingue l'*IRS* dalla comune scommessa è proprio la complessità della vicenda e la professionalità dei soggetti coinvolti, sicché l'impostazione più attenta rinviene la causa dell'*IRS* nella negoziazione e nella monetizzazione di un rischio, atteso che quello strumento contrattuale:

- si forma nel mercato finanziario, con regole sue proprie; di frequente consuetudinarie e tipiche della comunità degli investitori;
- riguarda un rischio finanziario che può essere delle parti, ma può pure non appartenere loro;
- concerne dei differenziali calcolati su dei flussi di denaro destinati a formarsi durante un lasso temporale più o meno lungo;
- è espressione di una logica probabilistica, non avendo ad oggetto un'entità specificamente ed esattamente determinata;
- è il risultato di una tradizione giuridica diversa dalla nostra.

5.3. - A fini puramente descrittivi e semplificativi, si potrebbe dire che l'*IRS* consiste in una sorta di scommessa finanziaria differenziale (in quest'ultimo aggettivo essendo presente un riferimento alla determinazione solo probabilistica dei suoi effetti ed alla durata nel tempo del rapporto).

6. - Sicché si pone con immediatezza un primo problema, riguardante la validità dello strumento contrattuale che abbia al suo interno questo particolare atteggiarsi della causa dello *swap*.

6.1. - In particolare, ci si pone il problema - che è preliminare ad ogni altro pure sollevato dalla sezione semplice - se tali tipi di contratti perseguano interessi meritevoli di tutela ai sensi dell'art. 1322 cod. civ. e siano muniti di una valida causa in concreto.

6.2. - Infatti, appare necessario verificare - ai fini della liceità dei contratti - se si sia in presenza di un accordo tra intermediario ed investitore sulla misura dell'alea, calcolata secondo criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi, perché il legislatore autorizza questo genere di "scommesse razionali" sul presupposto dell'utilità sociale delle scommesse razionali, intese come specie evoluta delle antiche scommesse di pura abilità. E tale accordo non deve limitarsi al *mark to market*, ma investire, altresì, gli scenari pro-

babilistici, poiché il primo è semplicemente un numero che comunica poco in ordine alla consistenza dell'alea. Esso dovrebbe concernere la misura qualitativa e quantitativa dell'alea e, dunque, la stessa misura dei costi pur se impliciti.

6.3. - Sotto tale ultimo profilo, va rilevato che le obbligazioni pecuniarie nascenti dal derivato non sono mere obbligazioni omogenee di dare somme di denaro fungibile, perché in relazione alla loro quantificazione va data la giusta rilevanza ai parametri di calcolo delle stesse, che sono determinati in funzione delle variazioni dei tassi di interesse (nell'IRS) e di cambio nel tempo. Sicché l'importanza dei menzionati parametri di calcolo consegue alla circostanza che tramite essi si può realizzare la funzione di gestione del rischio finanziario, con la particolarità che il parametro scelto assume alla scadenza l'effetto di una molteplicità di variabili.

6.4. - A tale proposito, va richiamato l'art. 23, co. 5, del t.u.f., il quale dispone che «*Nell'ambito della prestazione dei servizi e attività di investimento, agli strumenti finanziari derivati nonché a quelli analoghi individuati ai sensi dell'art. 18, co. 5, lettera a), non si applica l'art. 1933 del codice civile*». Ma tale previsione non intende autorizzare *sic et simpliciter* una scommessa, ma delimitare, con un criterio soggettivo, la causa dello *swap*, ricollegandola espressamente al settore finanziario. In questo modo, è disegnato un modello, ponendosi al massimo ancora il problema se tutti i derivati rispondano ad un unico tipo o se la distinzione tra tali tipi riguardi le classi di derivati o i singoli *swaps*.

6.5. - Infatti, l'intermediario finanziario è un mandatario dell'investitore, tenuto a fornire raccomandazioni personalizzate al suo assistito; sicché ove l'intermediario, nella prestazione del servizio, compia l'operazione quando doveva astenersi o senza il consenso dell'investitore, gli atti compiuti non possono avere efficacia, a prescindere dal fatto che la condotta dell'agente sia qualificata in termini di inadempimento o di nullità, con conseguente risarcimento del danno.

6.6. - In tale quadro di corretto adempimento dell'attività d'intermediazione occorre rilevare anche la deduzione dei cd. *costi impliciti*, riconducendosi ad essi lo squilibrio iniziale dell'alea, misurato in termini probabilistici.

6.6.1. - Assume rilievo, perciò, la questione del conflitto di interessi fra intermediario e cliente, poiché nei derivati OTC, a differenza che in quelli uniformi, tale conflitto è naturale, discendendo dall'assommarsi nel medesimo soggetto delle qualità di offerente e consulente. Va escluso il rilievo, ai fini della individuazione della causa tipica, delle funzioni, di speculazione o di copertura, dei derivati OTC perseguite dalle parti, anche se dà ad esse peso, ad esempio, per il giudizio di conformità all'interesse *ex art. 21 t.u.f.* e per quello di adeguatezza ed appropriatezza.

6.7. - Appare perciò utile considerare gli *swap* come negozi a causa variabile, perché suscettibili di rispondere ora ad una finalità assicurativa ora di copertura di rischi sottostanti; così che la funzione che l'affare persegue va individuata esaminando il caso concreto e che, perciò, in mancanza di una adeguata caratterizzazione causale, detto affare sarà connotato da una irrisolutezza di fondo che renderà nullo il relativo contratto perché non caratterizzato da un profilo causale chiaro e definito (o definibile).

7. - Dopo aver fatto queste necessarie premesse può passarsi ad esaminare la questione (che è la base dei quesiti posti dalla sezione semplice) relativa alla stipulazione dei derivati, *swap* ed IRS, da parte degli enti pubblici in generale e degli enti locali, in particolare.

7.1. - Va innanzitutto compiuto una disamina del quadro normativo.

7.1.1. - Il primo richiamo è all'art. 35 della legge n. 724 del 1994, che ha stabilito espressamente la possibilità per gli enti territoriali di ricorrere al mercato dei capitali attraverso l'emissione di prestiti obbligazionari destinati esclusivamente al finanziamento degli investimenti, e all'art. 2 del Regolamento di attuazione n. 420 del 1996, nella parte in cui ha previsto il ricorso a strumenti derivati mediante l'attivazione di un *currency swap* come copertura obbligatoria del rischio di cambio nel caso di emissioni obbligazionarie in valuta, la cui finalità è quella di evitare l'esposizione al rischio di cambio, con precipua attenzione, come espressamente evidenziato dal legislatore, a non «*introdurre elementi di rischio*».

7.1.2. - La prima parte dell'art. 2 del Regolamento n. 420 del 1996 disponeva che «*Per la copertura del rischio di cambio tutti i prestiti in valuta estera devono essere accompagnati, al momento*» dell'emissione, da una corrispondente operazione di *swap*. L'operazione di *swap* dovrà trasformare, per l'emittente, l'obbligazione in valuta in un'obbligazione in lire, senza introdurre elementi di rischio».

7.1.3. - In tale contesto, un cambiamento avviene con l'art. 41 della legge n. 448 del 2001 (finanziaria per il 2002), con il quale, al fine di contenere il costo dell'indebitamento e di monitorare gli andamenti di finanza pubblica (comma 1), è stata estesa agli enti locali la facoltà di emettere titoli obbligazionari (e di contrarre mutui) con rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza - cd. titoli *bullet* - previa costituzione di un fondo di ammortamento del debito o conclusione di *swaps* per l'ammortamento del debito (co. 2, previsione poi abrogata dall'art. 62, co. 10, del d.l. n. 112 del 2008, come modificato dall'art. 3 della legge n. 203 del 2008), il tutto sottoposto ad un potere di coordinamento finanziario in capo al Ministero dell'economia e delle finanze.

7.1.4. - Risulta evidente come il legislatore del 2001 abbia cercato di impedire il *moral hazard* di emettere debito, imponendo un fondo di ammortamento o un *amortizing swap*, cioè uno *swap* che costringesse l'ente pubblico ad effettuare pagamenti alla controparte dello

swap in una misura per cd. equivalente ad un ipotetico piano di ammortamento del debito contratto dall'ente medesimo [Lo *swap* appena descritto ha finalità certamente non speculative (ammortamento del debito) e, comunque, richiede, contestualmente, la convenienza economica dell'operazione. Si è fatto notare come il legislatore abbia in fatto prescritto all'ente pubblico di guadagnare senza rischiare, il tutto all'interno del mercato dell'intermediazione finanziaria dove, connaturata all'operazione, è l'alea di rischio].

7.1.5. - La maggior parte delle operazioni in esame sono state realizzate dagli enti locali proprio nella vigenza dell'art. 41 della legge n. 448 del 2001. Successivamente, il d.m. n. 389 del 2003 e la circolare del 27 maggio 2004 del Ministero dell'economia e delle finanze hanno regolato l'accesso al mercato dei capitali da parte degli enti territoriali relativamente alle operazioni derivate effettuate e agli ammortamenti costituiti dopo il 4 febbraio 2004, elencando le operazioni di finanza derivata vietate e consentite (unicamente nella forma *plain vanilla*) agli enti pubblici, i quali dovevano trattare solo con intermediari titolari di un *rating* non inferiore a quello indicato. **7.1.6.** - La legge n. 244 del 2007 (finanziaria per il 2008) ha chiarito la necessità che le modalità contrattuali, gli oneri e gli impegni finanziari in derivati siano espressamente dichiarati in una nota allegata al bilancio e che gli enti locali attestino di essere a conoscenza dei rischi e delle caratteristiche degli strumenti finanziari utilizzati. Tale ultima legge ha rafforzato il regime dei poteri di verifica esterni con un richiamo ad un obbligo di trasparenza, con disposizioni poi abrogate dall'art. 62, co. 10, del d.l. n. 112 del 2008 (intitolato «*Contenimento dell'uso degli strumenti derivati e dell'indebitamento delle regioni e degli enti locali*»), per essere riformulate in termini più stringenti dall'art. 1, co. 572, della legge n. 147 del 2013 (legge di stabilità per il 2014), che ha modificato l'art. 62, vietando definitivamente, salvo nei casi individuati dalla stessa norma, alle Province autonome di Trento e di Bolzano e agli enti locali di «3. [...] a) *stipulare contratti relativi agli strumenti finanziari derivati [...]; b) procedere alla rinegoziazione dei contratti derivati in essere alla data di entrata in vigore della presente disposizione; c) stipulare contratti di finanziamento che includono componenti derivate*».

7.2. - Esaminando la questione di legittimità costituzionale dell'art. 62 (*Contenimento dell'uso degli strumenti derivati e dell'indebitamento delle regioni e degli enti locali*) del decreto-legge 25 giugno 2008, n. 112, convertito, con modificazioni, dalla legge 6 agosto 2008, n. 133, la Corte costituzionale - con la sentenza n. 52 del 2010 - l'ha ritenuta non fondata in relazione ai due parametri evocati (gli artt. 70 e 77 della Costituzione) ed ha dato chiarimenti valevoli anche per il futuro.

7.2.1. - Secondo il Giudice delle Leggi, infatti, la disciplina introdotta con le disposizioni del richiamato art. 62 era diretta a contenere l'esposizione delle Regioni e degli altri enti locali territoriali a inde-

bitamenti che, per il rischio che comportano, possono esporre le rispettive finanze ad accollarsi oneri impropri e non prevedibili all'atto della stipulazione dei relativi contratti aventi ad oggetto i cosiddetti derivati finanziari (così che, nel caso specificamente esaminato, sussistevano oggettivamente quelle ragioni di straordinarietà e urgenza che giustificavano il ricorso al decreto-legge, volto, da un lato, alla disciplina a regime del fenomeno e, dall'altro, al divieto immediato per gli enti stessi di ricorrere ai predetti strumenti finanziari).

7.3. - Considerato tale basilare insegnamento, la legge n. 147 del 2013 (la cd. legge di stabilità per il 2014) ha, quindi, stabilito che, salvo eccezioni, l'accesso ai derivati è precluso (a pena di nullità eccezionale dal solo ente) agli enti locali.

7.3.1. - Si tratta di una normativa primaria di grande importanza la cui *ratio*, sul presupposto della spiccata aleatorietà delle negoziazioni aventi ad oggetto gli strumenti finanziari in esame (come espressa dalla Corte costituzionale, con la menzionata decisione n. 52 del 2010, nell'esigenza di «evitare che possa essere messa in pericolo la disponibilità delle risorse finanziarie pubbliche utilizzabili dagli enti stessi per il raggiungimento di finalità di carattere pubblico e, dunque, di generale interesse per la collettività»), ha portato il legislatore, con l'art. 1, co. 572, lett. d), di tale legge, a prevedere, a pena di nullità rilevabile unicamente dall'ente, la necessità di un'attestazione scritta dell'organo pubblico, competente a firmare tali tipi di contratti, di avere una specifica conoscenza dei rischi e delle caratteristiche del derivato, nonché delle variazioni intervenute nella copertura del sottostante indebitamento.

7.3.2. - Non si mostrerà stupore, perciò, riguardo al fatto che l'attuale regolamentazione sia ritenuta, in dottrina, un valido punto di equilibrio; infatti, le problematiche discusse permangono rispetto ai contratti stipulati in passato dalla P.A.

8. - Osserva la Corte che il menzionato percorso normativo, per quanto tormentato e non sempre lineare, consente di poter concludere che, anche per il periodo di vigenza dell'art. 41 della legge finanziaria per il 2002 e, quindi, fino al 2008 (anno in cui il legislatore ha inserito limiti più stringenti alla capacità degli enti di concludere derivati) il potere contrattuale degli enti locali incontrava sicuri limiti.

8.1. - Innanzitutto, il derivato per essere ammissibile, doveva essere economicamente conveniente essendo vietato concludere derivati speculativi. La Corte costituzionale, infatti, ha chiarito, con la decisione n. 52 del 2010 (che si ricollega a quella n. 376 del 2003), che il divieto di concludere contratti speculativi può essere ricondotto, in prima battuta, ai commi 4 e 6, dell'art. 119 della Costituzione, che rispettivamente enunciano il vincolo dell'equilibrio finanziario e la necessaria finalizzazione dell'indebitamento alle spese di investimento (conclusione che è stata rafforzata con l'ulteriore richiamo all'esisten-

za della materia di legislazione concorrente del «*coordinamento della finanza pubblica*» di cui all'art. 117, co. 3, Cost.).

8.2. - Infatti, i contratti derivati, in quanto aleatori, sarebbero già di per sé non stipulabili dalla P.A., poiché l'aleatorietà costituisce una forte disarmonia nell'ambito delle regole relative alla contabilità pubblica, introducendo variabili non compatibili con la certezza degli impegni di spesa. Perciò bisogna concludere che, le disposizioni normative sopra passate in rassegna, che tali possibilità prevedevano, consentivano solo ciò che, normalmente, sarebbe stato vietato, con la conseguenza che dette previsioni erano anzitutto di natura eccezionale e di stretta interpretazione, avendo reso i derivati stipulati dalle pubbliche amministrazioni come contratti tipici, diversamente da quelli innominati conclusi dai privati (per quanto appartenenti all'amplissimo e medesimo *genus*).

8.3. - Sicché, alla luce del quadro normativo e assiologico così delineato, può già formularsi una prima conclusione, secondo la quale: il riconoscimento della legittimazione dell'Amministrazione a concludere contratti derivati, sulla base della disciplina vigente fino al 2013 (quando la legge n. 147 del 2013 ne ha escluso la possibilità) e della distinzione tra i derivati di copertura e i derivati speculativi, in base al criterio del diverso grado di rischiosità di ciascuno di essi, comportava che solamente nel primo caso l'ente locale potesse dirsi legittimato a procedere alla loro stipula.

9. - E però, tanto non esaurisce il problema portato all'esame di queste Sezioni unite, dovendosi - pur nell'ambito del percorso astrattamente ammissibile - verificare se non siano riscontrabili altri limiti alla liceità di siffatti tipi contrattuali per la PA.

9.1. - Restano infatti aperti i problemi generali relativi alla determinatezza (o determinabilità) dell'oggetto del contratto; quelli secondo i quali la validità dell'accordo va verificato in presenza di un negozio (tra intermediario ed ente pubblico o investitore) che indichi (o meno) la misura dell'alea, calcolata secondo criteri riconosciuti ed oggettivamente condivisi, perché il legislatore autorizza solo questo genere di scommesse sul presupposto dell'utilità sociale di quelle razionali, intese come specie evoluta delle scommesse di pura abilità.

9.2. - E tale accordo sulla misurabilità/determinazione dell'oggetto non deve limitarsi al criterio del *mark to market*, ma investire, altresì, gli scenari probabilistici, poiché il primo è semplicemente un numero che comunica poco in ordine alla consistenza dell'alea. Esso deve concernere la misura qualitative e quantitativa dell'alea e, dunque, la stessa misura dei costi, pur se impliciti.

9.3. - Infatti, l'importanza dei menzionati parametri di calcolo consegue alla circostanza che tramite essi si può realizzare la funzione di gestione del rischio finanziario, con la particolarità che il parametro scelto assume alla scadenza l'effetto di una molteplicità di variabili.

9.4. - Si è già richiamato l'art. 23, co. 5, del t.u.f., il quale dispone che «*Nell'ambito della prestazione dei servizi e attività di investimento, agli strumenti finanziari derivati nonché a quelli analoghi individuati ai sensi dell'art. 18, co. 5, lettera a), non si applica l'art. 1933 del codice civile*», così autorizzandosi non *sic et simpliciter* una scommessa, ma delimitando, con un criterio soggettivo, la causa dello *swap*, ricollegata espressamente al settore finanziario.

9.5. - Del resto, l'intermediario finanziario è tenuto a fornire raccomandazioni personalizzate al suo assistito; anche attraverso la deduzione dei cd. *costi impliciti*, altrimenti riconducendosi ad essi lo squilibrio iniziale dell'alea, misurato in termini probabilistici, sull'assunto che ciò costituisca un incentivo affinché l'intermediario raccomandi all'investitore strumenti OTC, nei quali la remunerazione è occultata, piuttosto che strumenti da acquisire sul mercato, presso cui il compenso ha la forma della commissione da concordare.

9.6. - Con la possibilità di riconoscere una ipotesi di conflitto di interessi fra intermediario e cliente, poiché nei derivati OTC, a differenza che in quelli uniformi, tale conflitto è naturale, discendendo dall'assommarsi nel medesimo soggetto delle qualità di offerente e consulente.

9.7. - Appare perciò corretto l'esame condotto caso per caso, attraverso un approccio concreto; quell'approccio che ha portato il giudice di merito ad affermare le conseguenze sanzionatorie in quei rapporti contrattuali, considerato che: a) in nessuno dei contratti al suo esame figurava la determinazione del valore attuale degli stessi al momento della stipulazione (cd. *mark to market*), che un'attenta e condivisibile giurisprudenza di merito riteneva «*elemento essenziale dello stesso ed integrativo della sua causa tipica (un'alea razionale e quindi misurabile) da esplicitare necessariamente ed indipendentemente dalla sua finalità di copertura (hedging) o speculativa*»; b) la potenziale passività insita in ogni contratto di *swap* trova una sua evidenza concreta ed attuale nella clausola di *upfront*, in fatto presente in due dei tre rapporti sostanziali oggetto di giudizio.

9.8. - In relazione, a tali profili, pertanto i mezzi di ricorso n. 3, 4 e 5 sono infondati e devono essere respinti dovendosi affermare la *regula iuris*, secondo la quale: in tema di contratti derivati, stipulati dai Comuni italiani sulla base della disciplina normativa vigente fino al 2013 (quando la legge n. 147 del 2013 ha escluso la possibilità di farvi ulteriore ricorso) e della distinzione tra i derivati di copertura e i derivati speculativi, in base al criterio del diverso grado di rischiosità di ciascuno di essi, pur potendo l'ente locale procedere alla stipula dei primi con qualificati intermediari finanziari nondimeno esso poteva utilmente ed efficacemente procedervi solo in presenza di una precisa misurabilità/determinazione dell'oggetto contrattuale, comprensiva sia del criterio del *mark to market* sia degli scenari probabilistici, sia dei cd. costi occulti, allo scopo di ridurre al minimo e

di rendere consapevole l'ente di ogni aspetto di aleatorietà del rapporto, costituente una rilevante disarmonia nell'ambito delle regole relative alla contabilità pubblica, introduttiva di variabili non compatibili con la certezza degli impegni di spesa riportati in bilancio.

10. - E però, tanto non esaurisce il problema portato all'esame di queste Sezioni, in ragione dei restanti motivi (1 e 2) di ricorso, aventi ad oggetto il problema dell'indebitamento degli enti pubblici e della competenza a deliberare in ordine ad esso.

10.1. - Al fine di considerare risolto tale problema, non basta, infatti, una mera riduzione del tasso d'interesse nell'esercizio finanziario, dovendosi tenere conto, altresì, dei rischi connessi alle diverse condizioni di indebitamento, alla durata del debito e alle modalità di estinzione della passività. In questa ottica, si è affermato che una rinegoziazione non può essere uno strumento da utilizzare immediatamente per fare fronte alla spesa corrente, soprattutto qualora il suo esito sia di allungare i termini di pagamento del debito originario.

10.1.1. - Preliminarmente, però, bisogna prendere posizione sul concetto di indebitamento e su quello stesso di *upfront*.

10.1.2. - In ordine a tale ultima clausola, un condivisibile orientamento (sia dottrinale che giurisprudenziale) qualifica le somme così percepite quale finanziamento.

10.1.3. - Gli importi ricevuti a titolo di *upfront* costituiscono indebitamento ai fini della normativa di contabilità pubblica e dell'art. 119 Cost., anche per il periodo antecedente l'approvazione dell'art. 62, co. 9, del d.l. n. 112 del 2008, come modificato dalla legge n. 133 del 2008 in sede di conversione e, successivamente, sostituito dall'art. 3 della legge n. 203 del 2008 (finanziaria per il 2009), il quale ha stabilito che «*sulla base dei criteri definiti in sede europea dall'Ufficio statistico delle Comunità europee (EUROSTAT), l'eventuale premio incassato al momento del perfezionamento delle operazioni derivate costituisce indebitamento dell'Ente*». La normativa del 2008 ha perciò preso atto della natura di indebitamento di quanto conseguito con l'*upfront*, senza innovare l'ordinamento.

10.1.4. - Peraltro, se il denaro ottenuto con l'*upfront* è da considerare indebitamento, lo stesso non può dirsi degli IRS conclusi dagli enti pubblici, i quali, eventualmente, possono presupporre un indebitamento. Infatti, l'operazione di *swap* va guardata nel complesso, perché il suo effetto può, sostanzialmente, consistere in un indebitamento, com'è dimostrato da quegli enti locali che sono stati capaci di utilizzare gli IRS alla stregua di mutui e, tramite essi, in concreto, modificare e gestire il livello dell'indebitamento (Senza dire che detti IRS si fondavano tendenzialmente, per legge, su un precedente indebitamento).

10.2. - In ordine all'organo comunale tenuto ad autorizzare il ricorso agli IRS, la dottrina e la giurisprudenza perciò attribuiscono, in

grande prevalenza e condivisibilmente, la relativa competenza al Consiglio comunale.

10.3. - Più in generale, si tratta di valutare sia il caso della ristrutturazione dei debiti da parte dei Comuni e sia quello del loro finanziamento mediante la previsione di una clausola di *upfront*: se in entrambi i casi si tratti o meno di una forma d'indebitamento e, quindi, di materia di competenza consiliare. Poiché, com'è noto, l'art. 42, co. 2, lett. i), TUEL, stabiliva che «*Il consiglio ha competenza limitata ai seguenti atti fondamentali: [...] - spese che impegnino i bilanci per gli esercizi successivi, escluse quelle relative alle locazioni di immobili ed alla somministrazione e fornitura di beni e servizi a carattere continuativo*».

10.4. - A favore della scelta consiliare, oltre che le condizioni sostanziali di tali forme di finanziamento, depone anche la necessità di assicurare il coinvolgimento degli schieramenti assembleari di minoranza, i quali sono chiamati ad esercitare un controllo sull'operazione finanziaria. Infatti, la possibilità che i contratti derivati oggetto del contendere, seppur pattuiti da un Comune con lo scopo di rinegoziare in termini più favorevoli i mutui precedenti, comportino spese per l'amministrazione che li stipula e che tali spese gravino a carico degli esercizi successivi a quello di sottoscrizione del contratto è un'eventualità non remota, ma connaturata alla natura aleatoria del negozio.

10.4.1. - L'organo consiliare deve valutare la convenienza di operazioni che porranno vincoli all'utilizzo di risorse future, precisando che l'attività negoziale dell'ente territoriale deve avvenire secondo le regole della contabilità pubblica che disciplinano lo svolgimento dei compiti propri dell'ente che utilizza risorse della collettività. Pertanto, ove il Comune intenda procedere ad un'operazione di ristrutturazione del debito, deve individuare le principali caratteristiche e le modalità attuative di essa e, poi, selezionare con una gara la migliore offerta in relazione non solo allo scopo che mira a raggiungere, ma anche alle modalità che vuole seguire, dovendo la P.A. conformare la sua azione ai principi di economicità e convenienza economica.

10.4.2. - Deve tenersi conto che gli enti locali erano obbligati a concludere *swaps* con fini di copertura dichiarati. Ciò significa che era presente un collegamento negoziale *ex lege* e che tale circostanza rendeva necessario l'intervento del Consiglio comunale, poiché il contratto precedente era comunemente un mutuo e, dunque, il collegamento *de quo* riguardava atti che costituivano indebitamento.

10.5. - Peraltro, la conclusione degli IRS si traduceva sovente nell'estinzione dei precedenti rapporti. Ne derivava che, venendo meno un contratto che costituiva indebitamento, l'IRS doveva essere approvato dal Consiglio comunale. Se, invece, il precedente mutuo fosse rimasto in vita, ma, nella sostanza, il rapporto fosse stato modificato (ad esempio, allungando nel tempo l'esposizione debitoria), l'in-

tervento consiliare sarebbe stato, in ogni caso, necessario, perché le condizioni dell'indebitamento sarebbero mutate, incidendo sui costi pluriennali di bilancio.

10.6. - Deve perciò affermarsi che, ove l'IRS negoziato dal Comune incida sull'entità globale dell'indebitamento dell'ente, l'operazione economica debba, a pena di nullità della pattuizione conclusa, essere autorizzata dal Consiglio comunale, tenendo presente che la ristrutturazione del debito va accertata considerando l'operazione nel suo complesso, comprendendo - per il principio di trasparenza della contabilità pubblica - anche i costi occulti che gravano sulla concreta disciplina del rapporto di *swap*.

10.7. - Ne deriva che non è censurabile la sentenza impugnata che ha ritenuto pienamente fondato il rilievo del Comune per il quale il contratto di *swap* ed in particolare - ma non solo - quello che prevedeva una clausola di iniziale *upfront*, costituisse, proprio per la sua natura aleatoria, una forma di indebitamento per l'ente pubblico, attuale o potenziale.

10.8. - In conclusione, anche tali ulteriori motivi devono essere respinti, in ossequio alla *regula iuris* secondo cui: l'autorizzazione alla conclusione di un contratto di *swap* da parte dei Comuni italiani, specie se del tipo con finanziamento *upfront*, ma anche in tutti quei casi in cui la sua negoziazione si traduce comunque nell'estinzione dei precedenti rapporti di mutuo sottostanti ovvero anche nel loro mantenimento in vita, ma con rilevanti modificazioni, deve essere data, a pena di nullità, dal Consiglio comunale ai sensi dell'art. 42, co. 2, lett. i), TUEL di cui al D. Igs. n. 267 del 2000 [laddove stabilisce che «*Il consiglio ha competenza limitatamente ai seguenti atti fondamentali: [...] - spese che impegnino i bilanci per gli esercizi successivi [...]»*]; non potendosi assimilare ad un semplice atto di gestione dell'indebitamento dell'ente locale con finalità di riduzione degli oneri finanziari ad esso inerenti, adottabile dalla giunta comunale in virtù della sua residuale competenza gestoria *ex art. 48, co. 2, dello stesso testo unico*.

11. - Il ricorso principale, complessivamente infondato deve essere respinto, con assorbimento dell'unico motivo del ricorso incidentale condizionato, del Comune.

11.1. - Le spese processuali sono compensate per la novità e controvertibilità delle questioni ora decise.

P.Q.M.

La Corte, a Sezioni Unite,

Rigetta il ricorso principale, assorbito l'incidentale.

Spese compensate.

Ai sensi dell'art. 13, co. 1-*quater*, del d.P.R. n. 115 del 2002, inserito dall'art. I, co. 17, della legge n. 228 del 2012, dichiara che sussistono i presupposti per il versamento, da parte del ricorrente principa-

le, dell'ulteriore importo a titolo di contributo unificato pari a quello dovuto per il ricorso, a norma del co. 1-bis dello stesso art. 13. Così deciso in Roma, nella Camera di consiglio delle Sezioni unite civili della Suprema Corte di cassazione, l'8 ottobre 2019.

L'Estensore
Francesco Antonio Genovese

La decisione delle Sezioni Unite in materia di contratti derivati: profili di criticità della sentenza n. 8770/2020

Nicolò Galasso

Dottorando di ricerca in Diritto, mercato e persona nell'Università Ca' Foscari Venezia, Italia

Abstract The ruling of the Supreme Court declares a derivative contract null and void due to the lack of informative elements, such as the mark to market, the probabilistic scenarios and the hidden costs. The failure to indicate these elements determines the lack of a clear and defined causal profile of the contract. The Court arrives at this solution, focusing only on the principles of civil law, leaving aside, however, the specific rules contained in the t.u.f.

Keywords Contratti derivati. Requisiti (elementi del contratto). Causa (nozione, distinzioni). Derivati conclusi da enti pubblici. Autorizzazione. Organo competente.

Sommario Derivative contracts. Requirements (elements of the contract). Cause of the contract (notion, distinctions). Derivatives concluded by public entities. Authorization. Competent body.

1 Premessa

Con la sentenza n. 8770/2020 le Sezioni Unite della Suprema Corte di Cassazione si sono pronunciate sulla questione della legittimità dei contratti derivati stipulati dagli enti locali¹. La sentenza non si limita ad analizzare i profili di carattere pubblicistico, ma si è concentrata, in via preliminare, su aspetti e tematiche di carattere generale che

¹ Con riferimento ai contratti conclusi dagli enti locali si vedano: D. PREITE, *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare, caps, floors, swaps, index futures)*, in *Dir. comm. int.*, 1992, p. 171 ss.; F. CAPRIGLIONE, *I "derivati" dei Comuni Italiani nella gestione della finanza pubblica. Una problematica ancora attuale*, in *Banca, bors. tit. cred.*, 2014, I, p. 265 ss.; E. PIRAS, *Contratti derivati ed enti locali, in Contratto e mercato*, a cura di Corrias, Milano, 2013, p. 889 ss.; M. ANTONIOLI, *Enti pubblici e strumenti finanziari: I nuovi confini della finanza globale*, in *Dir. econ.*, 2011, p. 19 ss.; L. NADOTTI, *Derivati ed economie regionali*, in *Econ. dir. terz.*, 2011, p. 421 ss.; A. CARLEO, C.D. MOTTURA, L. MOTTURA, *I derivati nel bilancio degli enti locali: alcuni elementi per una corretta lettura delle risultanze contabili*, in *Foro amm.*, 2011, p. 1085 ss.; F.R. FANTETTI, *I contratti degli enti pubblici locali in strumenti finanziari derivati*, in *Resp. civ. prev.*, 2010, p. 739 ss.; G. MACI, *I prodotti derivati ed il loro utilizzo negli enti locali*, Napoli, 2009; L. PARDI, *Strumenti finanziari derivati ed enti locali: una relazione difficile*, in *Riv. Corte Conti*, 2009, p. 234 ss.; M. ATELLI, *Niente più derivati per gli enti locali (commento all'art. 3 l. 22 dicembre 2008, n. 203)*, in *Obbl. contr.*, 2009, p. 275 ss.

prescindono dalla natura pubblica di una delle parti del contratto².

Le questioni sollevate dall'ordinanza di rinvio emessa dalla prima sezione sono le seguenti: «a) se lo *swap*, in particolare quello che preveda un *upfront* - e non sia disciplinato *ratione temporis* dalla l. n. 133/2008, di conversione del d.l. n. 112/2008 - costituisca per l'ente locale un'operazione che generi un indebitamento per finanziare spese diverse da quelle di investimento, a norma dell'art. 30, co. 15, l. n. 289/2002; b) se la stipula del relativo contratto rientri nella competenza riservata al Consiglio comunale implicando una delibera di spesa che impegni i bilanci per gli esercizi successivi, giusta l'art. 42, co. 2, lett. i), t.u.e.l.»³.

Le Sezioni Unite, prima di procedere ad una trattazione delle domande oggetto dell'ordinanza di rinvio, hanno però affrontato alcune questioni preliminari concernenti la nullità dei contratti derivati per omessa indicazione di elementi del contratto ritenuti essenziali, quali il *mark to market*, gli scenari probabilistici e i costi occulti.

La pronuncia della Corte ha incontrato la critica di una parte della dottrina, la quale non solo ne ha stigmatizzato l'impianto strutturale, ma ha anche lamentato una violazione del principio giuridico della corrispondenza tra il chiesto e il pronunciato. Mentre infatti l'ordinanza di rimessione chiedeva di pronunciarsi sulla legittimità del contratto derivato alla stregua delle regole di finanza pubblica degli enti locali, le SS.UU. sono andate oltre, con l'obiettivo di mettere la parola ultima su molti dei temi che dividono giurisprudenza e dot-

2 Senza pretesa di completezza, in tema di contratti derivati si vedano: F. CAPRIGLIONE, *I prodotti derivati: strumenti per la copertura dei rischi o per nuove forme di speculazione finanziaria?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, I, p. 363 ss.; G. DE NOVA, *I contratti derivati come contratti alieni*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, p. 15 ss.; F. BOCHICCHIO, *Gli strumenti derivati: i controlli sulle patologie del capitalismo finanziario*, in *Contr. e impr.*, 2009, p. 324 ss.; G. GABRIELLI, *Operazioni sui derivati: contratti o scommesse?*, in *Contr. e impr.*, 2009, p. 1133 ss.; E. BARCELLONA, *Note su derivati creditizi market failure o regulation failure?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, II, p. 652 ss.; Id., *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una "definizione"*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, II, p. 541 ss.; E. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2010; P. CORRIAS, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, Milano, 2014; F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2011; F. ROCCHIO, *Contratti (in strumenti finanziari) derivati e causa*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, I, p. 106 ss.; A. TUCCI, *La negoziazione degli strumenti finanziari derivati e il problema della causa del contratto*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, I, p. 84 ss.; F. VITELLI, *Contratti derivati e tutela dell'acquirente*, Torino, 2013; S. PAGLIANTINI, *I derivati tra meritevolezza dell'interesse ed effettività della tutela: quid noctis?*, in *Pers. merc.*, 2015, p. 24 ss.; G. GRISI, *Spigolando su causa, derivati, informazione e nullità*, in *Pers. merc.*, 2015, p. 137 ss.; M. BARCELLONA, *Della causa, il contratto e la circolazione della ricchezza*, Padova, 2015; C. ANGELICI, *Alla ricerca del "derivato"*, Milano, 2016; G. BERTI DE MARINIS, *I contratti derivati: corretta allocazione del rischio e meritevolezza degli interessi*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, II, p. 450 ss.

3 Cfr. Cass., sez. I, ord. rim. SS.UU., 10 gennaio 2019, n. 493.

trina in materia di derivati⁴.

Sebbene la sentenza oggetto di questa nota non sia esente da aspetti controversi e criticità, le perplessità circa un possibile vizio di *ultra petita* non meritano tuttavia di essere condivise: come sottolineato da un'attenta analisi da parte di una certa dottrina, «un conto è discorrere della stretta correlazione tra pronuncia giudiziale e quanto dedotto dalle parti; altro conto, assai diverso, è il rapporto che si instaura tra ordinanza interlocutoria di remissione e decisione delle sezioni unite»⁵.

La Suprema Corte di Cassazione si pronuncia, in questo caso, nella sua speciale composizione a Sezioni Unite, ai sensi dell'art. 374 c.p.c., al fine di decidere di un ricorso che presenta una questione di massima di particolare importanza. Ai sensi dell'art. 142 disp. att. c.p.c., qualora nel ricorso siano contenuti motivi di competenza delle sezioni semplici insieme con motivi di competenza delle Sezioni Unite, a queste ultime non viene devoluta solo la specifica questione oggetto dell'ordinanza di remissione, ma l'intero ricorso. L'art. 142 disp. att. c.p.c. lascia, quindi, alle Sezioni Unite la facoltà, ma non il dovere, dopo aver deciso i motivi di propria competenza, di rimettere alla sezione semplice la causa per la decisione degli ulteriori motivi. Per ragioni di opportunità e di economia processuale, la Corte nel suo massimo consenso, nel caso di specie, ha deciso di pronunciarsi su tutto il ricorso affrontando non solo le questioni oggetto dell'ordinanza di remissione, ma anche quelle preliminari concernenti la nullità del contratto derivato per difetto di causa in concreto.

A ben vedere, una siffatta scelta appare condivisibile: prima di trattare nello specifico le questioni di natura pubblicistica è necessario «allargare lo sguardo al fenomeno sottostante all'odierna controversia», andando ad individuare quelli che sono gli elementi essenziali del contratto di *interest rate swap*⁶. Sono proprio tali questioni preliminari lo snodo più interessante e controverso della sentenza.

2 **L'upfront come forma di indebitamento e le nullità "pubblicistiche"**

La questione sottoposta alle Sezioni Unite dalla prima sezione civile ruota attorno alla possibile qualifica come fonte di indebitamento di

⁴ Così R. NATOLI, *Tutto ciò che è reale, se non è razionale, è nullo: ma quanto è reale la razionalità pretesa dalle sezioni unite? (Commento a Cass., SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770)*, in *dirittobancario.it*. Del medesimo avviso è anche A. PERRONE, *La Cassazione e i derivati. Una sentenza da maneggiare con cura*, in *Il sole 24 ore*, 29 maggio 2020.

⁵ Cfr. F. SARTORI, *Contratti derivati e sezioni unite: tutela dell'efficienza e dell'integrità del mercato*, in *dirittobancario.it*.

⁶ Cfr. F. SARTORI, *loc. ult. cit.*

tre contratti derivati, stipulati dal Comune di Cattolica, i quali prevedevano il pagamento di un *upfront*, con la finalità non esplicitata di coprire un precedente mutuo stipulato dall'ente locale.

Sebbene solo con la l. n. 133/2008⁷ (entrata in vigore in un momento successivo alla conclusione dei contratti investiti dalla controversia decisa dalla Cassazione) il legislatore abbia stabilito per la prima volta che il premio incassato al momento del perfezionamento del contratto derivato costituisca indebitamento per l'ente comunale, la qualificabilità come indebitamento, ai fini contabili, può essere desunta dalla natura stessa della clausola di *upfront*.

L'*upfront* consiste, infatti, in un pagamento iniziale che una delle parti incassa al momento della stipula del contratto. Tale somma viene corrisposta inizialmente per bilanciare un valore negativo dell'*interest rate swap* per una delle parti, poiché il contratto derivato non riflette il livello dei tassi di mercato (derivato *non par*)⁸. Pertanto, appare condivisibile la ricostruzione per cui oggi l'operazione attraverso la quale un ente riceve del denaro, impegnandosi a pagare dei flussi di denaro dovuti al differenziale negativo del derivato, sia assimilabile a un finanziamento⁹.

Le Sezioni Unite hanno al riguardo confermato quanto enunciato dalla Corte di Appello di Bologna, riconoscendo che gli importi ricevuti a titolo di *upfront* «costituiscono indebitamento ai fini della normativa di contabilità pubblica e dell'art. 119 Cost., anche per il periodo antecedente l'approvazione dell'art. 62, co. 9, d.l. n. 112/2008, come modificato dalla legge n. 133/2008 in sede di conversione e, successivamente, sostituito dall'art. 3 della l. n. 203/2008 (finanzia-

⁷ Cfr. art. 62, co. 3-bis, l. n. 133/2008, che modifica l'art. 3, co. 17, secondo periodo, l. n. 350/2003.

⁸ Cfr. M. LEMBO, *L'analisi giuridica delle rinegoziazioni e dell'upfront*, in *dirittobancario.it*. Con riferimento alla definizione di *upfront* si vedano anche: F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, p. 265; R. CAPRA, M. MANGIA, G.M. GIACOPPO, G.P. FIORILE, *Altri temi in materia economico aziendale derivati e usura: brevi riflessioni tecniche*, in *Riv. dott. comm.*, 2019, p. 233; F. CAPUTO NASSETTI, *Rinegoziazione dello swap e pagamento upfront tra collegamento negoziale, novazione oggettiva e rinnovazione del contratto*, in *Giur. comm.*, 2011, p. 887 ss.; D. IMBRUGLIA, *Contratti bancari - derivati, up front ed enti locali: la parola alle Sezioni Unite*, in *Giur. it.*, 2020, p. 71 ss.

⁹ Cfr. V. CUSUMANO, *Le Sezioni Unite sull'acquisto di swap da parte dei comuni*, in *dirittobancario.it*. Si vedano anche: D. IMBRUGLIA, *op. cit.*, p. 71; R. CAPRA, M. MANGIA, G.M. GIACOPPO, G.P. FIORILE, *op. cit.*, p. 233. In senso ancora più critico E. GIRINO, *op. cit.*, p. 401 individua nel «ricorso a siffatto metodo di negoziazione [...] la ragione principale della degenerazione debitoria registrata sulle posizioni derivative degli ultimi anni e, insieme, la causa stessa della violenta reazione opinionistica all'uso dei derivati e della connessa "presunzione di maleficio" intrinseco allo strumento». Del medesimo avviso della citata dottrina è anche la Corte dei Conti, che in un parere espresso nell'ambito della Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati, inviata alla VI Commissione Finanze della Camera dei Deputati il 3 marzo 2005, il quale appunto sostiene l'alterazione, per effetto dell'*up front payment*, della causa dello *swap* in vero e proprio finanziamento.

ria per il 2009), il quale ha stabilito che sulla base dei criteri definiti in sede europea dall'ufficio statistico delle Comunità Europee (EUROSTAT), l'eventuale premio incassato al momento delle operazioni derivate costituisce indebitamento dell'Ente. La normativa del 2008 ha perciò preso atto della natura di indebitamento di quanto conseguito con l'*upfront*, senza innovare l'ordinamento»¹⁰.

Le Corte ha poi riconosciuto come fondato il rilievo per cui i contratti in questione violerebbero l'art. 119 Cost., in base al quale gli enti locali possono ricorrere all'indebitamento solo per finanziare spese di investimento. Siffatte operazioni possono pertanto essere ritenute legittime nella misura in cui risulti che l'indebitamento, insito nei contratti derivati stipulati dal Comune, sia stato impiegato per finanziare spese di investimento¹¹. L'art. 30, co. 15, l. n. 289/2002 sanziona con la nullità i contratti conclusi dagli enti locali in violazione dell'art. 119 Cost.

La seconda questione sottoposta dall'ordinanza di remissione alle SS.UU. potrebbe definirsi un corollario della prima. Infatti se il ricorso ad uno strumento derivato con previsione di un *upfront* costituisce indebitamento ai sensi dell'art. 30, co. 15, l. n. 289/2020, appare allora necessario che tale indebitamento venga autorizzato dal Consiglio Comunale, unico organo legittimato e competente ai sensi dell'art. 42 d.lgs n. 267/2000 (t.u.e.l.)¹².

Anche in questo caso, le Sezioni Unite confermano la decisione della Corte di Appello, ribadendo la necessità di assicurare il coinvolgimento degli schieramenti assembleari di minoranza, i quali sono chiamati ad esercitare un controllo sull'operazione finanziaria, stante la possibilità concreta che i contratti derivati comportino spese per l'amministrazione, e che tali spese gravino sugli esercizi successivi a quello di sottoscrizione del contratto¹³.

Le conclusioni a cui giunge la Suprema Corte per quanto concerne gli strumenti derivati negoziati dagli enti locali, seppur condivisibili e caratterizzate da un elevato rigore logico, assumono, nell'attuale quadro legislativo¹⁴, un ruolo del tutto marginale, dato che la

10 Cfr. Cass., SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, par. 10.1.3.

11 Cfr. Cass., SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, par. 2.5.

12 La competenza del Consiglio Comunale sembra chiaramente desumersi dal tenore letterale dell'art. 42, co. 2, lett. *h*) e *i*), le quali sanciscono una competenza esclusiva del suddetto organo in materia di: «*h*) contrazione di mutui e aperture di credito non previste espressamente in atti fondamentali del consiglio ed emissioni di prestiti obbligazionari; *i*) spese che impegnino i bilanci per gli esercizi successivi, escluse quelle relative alle locazioni di immobili ed alla somministrazione e fornitura di beni e servizi a carattere continuativo».

13 Cass., SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, par. 10.4.

14 Appare interessante ripercorrere brevemente l'*iter* normativo che ha portato all'attuale quadro legislativo. Come evidenziato da D. IMBRUGLIA, *op. cit.*, p. 71 ss. con la crisi

l. n. 147/2013 ha sostanzialmente limitato la possibilità da parte degli enti locali di concludere tali contratti¹⁵.

Ciò induce a dare maggiore attenzione, nell'analisi della sentenza, più che alla trattazione della questione specifica oggetto dell'ordinanza di rinvio, al discorso che la Corte compie circa la natura giuridica dei contratti di *interest rate swap*.

Questo discorso, che investe non solo i contratti derivati stipulati dagli enti locali, bensì l'intera categoria degli strumenti finanziari derivati, merita una riflessione più approfondita, date le numerose criticità che sembrano emergere dalla sentenza in oggetto.

finanziaria si è assistito «in primo luogo, ad una vera e propria lotta alle condotte più distorsive. Tale stretta ha colpito, in primis, l'uso improprio dell'*up front*. Come noto, a fronte della costante riduzione delle risorse trasferite in capo agli enti locali, questi ultimi iniziarono a sottoscrivere *swaps* che prevedevano, al momento della loro conclusione, l'incasso di premi (*up front*), così da raccogliere risorse per far fronte alle spese crescenti (e non, quindi, investimenti). Ciò, come visto, determinò la scelta del legislatore secondario di porre una misura massima all'*up front* (1% del nozionale della sottostante passività) e, in un secondo momento, costrinse quello ordinario a qualificare espressamente la somma incassata al momento del perfezionamento dello *swap* (*up front*) come un indebitamento al pari del mutuo, così da renderne necessario, ex art. 119, co. 6, Cost. e art. 202 t.u.e.l., il collegamento con investimenti e impedirne l'impiego per le spese correnti. In secondo luogo, con l'acuirsi della crisi finanziaria e l'aumento dell'esposizione dei soggetti periferici, dapprima si restrinse il novero di strumenti derivati che gli enti locali potevano sottoscrivere (anche prevedendo la nullità degli accordi assunti in violazione della normativa) ed, in seguito, si vietò *tout court* detta possibilità al fine di assicurare la tutela dell'unità economica della Repubblica».

15 L'art. 1, co. 572, l. n. 147/2013 vieta agli enti locali di «stipulare contratti relativi agli strumenti finanziari derivati previsti dall'articolo 1, comma 3, del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58». Lo stesso comma esclude dal divieto: «a) le estinzioni anticipate totali dei contratti relativi agli strumenti finanziari derivati; b) le riassegnazioni dei medesimi contratti a controparti diverse dalle originarie, nella forma di novazioni soggettive, senza che vengano modificati i termini e le condizioni finanziarie dei contratti riassegnati; c) la possibilità di ristrutturare il contratto derivato a seguito di modifica della passività alla quale il medesimo contratto è riferito, esclusivamente nella forma di operazioni prive di componenti opzionali e volte alla trasformazione da tasso fisso a variabile o viceversa e con la finalità di mantenere la corrispondenza tra la passività rinegoziata e la collegata operazione di copertura; d) il perfezionamento di contratti di finanziamento che includono l'acquisto di *cap* da parte dell'ente». Come si evince dal tenore letterale della disposizione, sono ancora ammesse fattispecie nelle quali l'ente locale può operare in strumenti derivati. Si tratta, però, di ipotesi tassative che non presentano particolari profili di rischio per l'ente. Ad eccezione della negoziazione di opzioni *cap* (protezione che l'ente può acquistare per contenere entro una soglia massima l'oscillazione del tasso variabile, con ciò programmando il costo massimo del finanziamento stipulato) connesse alla stipula di contratti di mutuo, le restanti ipotesi concernono l'estinzione dei contratti derivati o la rinegoziazione di singole clausole. Per un'analisi più approfondita sulle novità introdotte dalla l. n. 147/2013 si rimanda a D. GAUDIELLO, *Operatività in derivati ristretta per gli enti locali, dopo la Legge di Stabilità 2014. Restano salvi i mutui strutturati ed alcune ipotesi particolari*, in *dirittobancario.it*.

3 Contratti derivati: contratti aleatori o commutativi?

Le Sezioni Unite riconoscono come, nel nostro ordinamento, manchi una definizione generale di contratto derivato¹⁶. Si tratta, infatti, di contratti nati dalla prassi finanziaria e che solo successivamente sono stati recepiti dalla regolazione. La notevole varietà delle fattispecie che concorrono a formare la categoria degli strumenti finanziari derivati rende dunque difficile, se non impossibile, fornire una nozione unitaria della figura¹⁷. Per tale motivo, il legislatore nazionale si limita ad elencare i diversi contratti che rientrano nella categoria, astenendosi dal fornirne una definizione generale¹⁸.

Le SS.UU. sottolineano, poi, come i contratti di *interest rate swap* siano spesso negoziati al di fuori dei mercati regolamentati. Nei derivati *over the counter* (OTC) il contenuto del contratto non è etero-determinato, come invece avviene nei contratti standardizzati, ma viene negoziato dalle parti in funzione delle specifiche esigenze del cliente¹⁹. Si tratta dunque di contratti che, per loro intrinseca natura, difettano del carattere della negoziabilità su mercati regolamentati.

Partendo da questo assunto, la Suprema Corte afferma che gli *interest rate swap* difettano delle caratteristiche intrinseche degli strumenti finanziari, proprio perché a un contratto di tale natura mancherebbe la capacità di essere «negoziato», ossia «quella capacità di rappresentare una posizione contrattuale in forme idonee alla circo-

¹⁶ Il punto è largamente discusso in dottrina. Si vedano a puro titolo esemplificativo: C. ANGELICI, *op. cit.*, p. 7; F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 3; E. BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini, G. Gaspari, Torino, 2012, p. 37 ss.; E.S. ADAMS, D.E. RUNKLE, *The easy case for derivatives use: advocating a corporate fiduciary duty to use derivatives*, in *William and Mary Law Review*, 2000, pp. 595-601; I.G. MACNEAL, *An introduction to the law of financial investments*, Londra, 2012, p. 1254.

¹⁷ Cfr. C. ANGELICI, *op. cit.*, p. 7 ss. il quale opera una tripartizione classica dei derivati in *futures*, *options* e *swaps*: distinguendo «a seconda che si presentino nella forma di impegni predeterminati a un acquisto o vendita differiti nel tempo, ovvero tali impegni siano assunti da una sola delle parti, rimanendo nella facoltà dell'altra il potere di pretendere oppure no l'adempimento, o ancora si caratterizzano per lo scambio di due prestazioni pecuniarie il cui importo viene (pre)definito facendo riferimento a indici o eventi diversi». Sul punto cfr. anche E.S. ADAMS, D.E. RUNKLE, *op. cit.*, p. 601; E. PANZARINI, *Il contratto di opzione. I. Struttura e funzione*, Milano, 2007, p. 323 ss.; F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 300 ss.

Di diverso avviso M. BARCELLONA, *L'«azzardo» oltre la scommessa: i derivati speculativi, l'eccezione di gioco e il vaglio del giudizio di meritevolezza*, in *Contr. Impr.*, 2014, p. 576 ss. il quale opera una classificazione logica secondo due schemi, quello in cui il rischio viene scomposto nei due versi in cui può maturare e l'altro in cui viene traslato da una parte all'altra dietro pagamento di un premio. Di avviso simile anche R. ROMANO, *Regulation of derivatives*, in *The new Palgrave dictionary of economics*, Londra, p. 590 ss. che osserva come gli *swaps* rappresentino un'operazione economica equivalente a quella che si realizza prevedendo una serie di *forward contracts*.

¹⁸ Cfr. art. 1, co. 2-bis, t.u.f.

¹⁹ Cfr. Cass., SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, par. 4.3.

lazione, in quanto tende a non divenire autonomo rispetto al negozio che lo ha generato»²⁰.

Ad avviso di chi scrive, la ricostruzione effettuata dalla Suprema Corte di Cassazione risente di alcune imprecisioni. Se da un lato è vero che gli *interest rate swaps* costituiscano un'ipotesi di contratto atipico, non disciplinato espressamente dal legislatore, l'assunto, prospettato dalla Corte, secondo cui tali derivati negoziati *over the counter* non costituirebbero strumenti finanziari è priva di qualsiasi fondamento normativo.

Le Sezioni Unite sembrano incappare in una svista: associare la negoziabilità sui mercati finanziari alla categoria degli strumenti finanziari. A ben vedere, la negoziabilità non è una caratteristica propria di tutti gli strumenti finanziari, ma è una peculiarità che riguarda solo la sottocategoria dei valori mobiliari²¹.

La classificazione dei contratti derivati *over the counter* come strumenti finanziari non è, infatti, mai stata messa in discussione né dalla giurisprudenza, né tanto meno dal legislatore nazionale: lo stesso Testo unico della finanza include gli *swap* tra gli strumenti finanziari²².

Nel prosieguo della motivazione, le Sezioni Unite conducono il loro ragionamento sul versante del diritto contrattuale, lasciando sullo sfondo le implicazioni legate alla natura di strumento finanziario

20 Cfr. Cass., SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, par. 4.4.

21 Cfr. R. Costi, *Il mercato mobiliare*⁹, Torino, 2014, p. 7 ss., il quale evidenzia come fino al 1996 fosse esclusivamente presente, a livello legislativo, la nozione di valore mobiliare. Questa situazione mutò profondamente con il recepimento, nel nostro ordinamento, della Direttiva 93/22/CEE per mezzo del d.lgs. n. 415/1996, il quale introdusse, recuperando la nomenclatura delle direttive comunitarie alle quali dava attuazione, la nozione di strumento finanziario. Con l'introduzione del t.u.f. nel 1998 venne espunta dall'ordinamento la nozione di valore mobiliare, salvo poi ricomparire con il d.lgs. n. 164/2007, ponendosi in un rapporto di *species a genus* con la categoria degli strumenti finanziari. L'art. 1, co. 2, t.u.f. precisa, infatti, che per strumenti finanziari si intendono sia la sottocategoria dei valori mobiliari, sia la pluralità di contratti derivati che abbiano come sottostante valori mobiliari, valute, tassi di interesse, rendimenti o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti. Il co. 1-*bis* del medesimo art. individua poi i valori mobiliari nelle categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali e ne fornisce un elenco a puro titolo esemplificativo. Da questa ricostruzione storica emerge chiaramente la distinzione tra strumenti finanziari e valori mobiliari, i quali si pongono in un rapporto di specie a genere con i primi. Sono solo questi ultimi ad avere come requisito la negoziabilità nel mercato dei capitali e non tutta la categoria degli strumenti finanziari. In senso contrario cfr. A. URBANI, *L'«oggetto» dei servizi e delle attività di investimento, in I contratti dei risparmiatori*, a cura di F. Capriglione, Milano, 2013, p. 285 ss., il quale ritiene che la crescente sofisticazione finanziaria e gli interventi normativi che si sono susseguiti nel tempo abbiano finito per incidere sulla tassonomia dell'oggetto dei servizi e delle attività di investimento, «inducendo l'interprete ad interrogarsi sulla "tenuta" di quell'impianto articolato sul trinomio prodotto finanziario - strumento finanziario - valore mobiliare che era apparso tutto sommato coerente e lineare all'esordio del testo unico della finanza, nel 1998».

22 Si veda sul punto Allegato I, sez. C, n. 5, t.u.f.

(o meno) dell'*interest rate swap*.

Il contratto di *interest rate swap* viene definito, correttamente, dalla Suprema Corte come quel contratto che «prevede l'impegno reciproco delle parti di pagare l'una all'altra, a date prestabilite, gli interessi prodotti da una stessa somma di denaro, presa quale astratto riferimento e denominato nozionale, per un dato periodo di tempo»²³.

Premessa questa definizione, la Corte giunge ad equiparare – senza peraltro argomentare il passaggio – lo *swap* a una scommessa finanziaria differenziale che «si discosta dalle comuni scommesse per la complessità della vicenda e la professionalità dei soggetti coinvolti»²⁴.

La sussunzione degli *swap* nella categoria dei contratti aleatori è densa di risvolti teorici e pratici. Affermare che il contratto di *interest rate swap* rientri in tale categoria significa attribuire rilevanza causale all'alea²⁵. Nelle scommesse autorizzate la causa risiede, infatti, nella consapevole e razionale creazione di alea²⁶.

Nell'equiparare il contratto di *interest rate swap* ad una scommessa legalmente autorizzata, le Sezioni Unite si conformano ad un orientamento giurisprudenziale ormai preponderante²⁷, che però sembra non tenere conto dei rilievi critici mossi dalla parte maggioritaria della dottrina, la quale riconduce gli *swap* alla categoria dei contrat-

23 Cfr. Cass., SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, par. 4.5. Per una ricostruzione della struttura contrattuale dei contratti degli *swap* si vedano anche: M. DE POLI, *Sul controllo giudiziale degli IRS attraverso la causa*, in *Riv. dir. banc.*, 2017, p. 91 ss.; A. ZUC-CARELLO, *In nota alla recente giurisprudenza in materia di contratti derivati: il concetto di "alea razionale" quale criterio di valutazione della validità della causa*, in *Riv. dir. banc.*, 2014, p. 5-6; F. CAPUTO NASSETTI, *Gli strumenti finanziari derivati*, in *L'attività delle banche*², a cura di A. Urbani, Milano, 2020, p. 393 ss.; C. ANGELICI, *op. cit.*, p. 9.

24 Cfr. Cass., SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, par. 5.2-5.3. L'assimilazione dei contratti derivati ad una scommessa affonda le sue radici nel diritto statunitense del XIX secolo, quando, nel caso *Irwin v. Williar*, la Corte Suprema degli Stati Uniti equiparò i contratti derivati conclusi con finalità speculative ad una scommessa: «*The generally accepted doctrine in this country is [...] that a contract for the sale of goods to be delivered in the future is valid, even though the seller has not the goods, nor any means of getting them than to go into the market and buy them; but such a contract is only valid when the parties really intend and agree that the goods are to be delivered by the seller and the price to be paid by the buyer; and, if under guise of such a contract, the real intent be merely to speculate in the rise or fall of prices, and the goods are not to be delivered, but one party is to pay to the other the difference between the contract price and the market price of the goods at the date fixed for executing the contract, then the whole transaction constitutes nothing more than a wager, and it is null and void*». Sul punto cfr. *Irwin v. Williar*, 11 U.S. 499, 509-509 (1884) e L.A. STOUT, *Derivatives and the legal origin of the 2008 credit crisis*, in *Harvard Law Review*, 2011, p. 12.

25 Cfr. A.M. PANCALLO, *Dove conduce la ricerca del derivato? Le evoluzioni della giurisprudenza e di merito e di legittimità*, in *Nuova gir. civ. comm.*, 2020, p. 490.

26 Sul punto si veda Corte di Appello di Milano, 18 settembre 2013, n. 3459.

27 Oltre alla già citata sentenza della Corte di Appello di Milano, si vedano a titolo esemplificativo: Trib. Milano, 20 febbraio 1997, Trib. Milano 3 aprile 2004, Trib. Monza, 17 luglio 2012 e Cass., 2 settembre 2004, n. 17689.

ti di natura commutativa²⁸.

La suddetta dottrina contesta la ricostruzione giurisprudenziale rilevando come il rischio connesso alla fluttuazione dei tassi d'interesse non rilevi sulla struttura del contratto, né per quanto riguarda l'oggetto, né per quanto concerne la causa²⁹. Nello *swap* la funzione sociale del contratto è assolta dallo scambio di flussi di denaro: le prestazioni delle parti non sono, dunque, imputabili al caso, ma si identificano nella corresponsione dei due flussi di pagamento, che sono determinati o comunque determinabili sulla base di criteri oggettivi indicati nel contratto³⁰.

In questa ricostruzione della natura giuridica dell'*interest rate swap*, la fluttuazione dei tassi di interesse non assume rilievo causale, ma rimane un elemento estraneo al contratto³¹. Affermare, diversamente, che la causa del contratto di *swap* risieda nella creazione e nello scambio di un rischio significa «svilire la vera causa del contratto, facendo assurgere quella che è l'alea normale ad elemento causale della fattispecie»³².

Le Sezioni Unite sembrano pertanto incappare nell'errore di attribuire rilevanza causale a quel rischio economico che fa parte dell'alea normale di un contratto. Occorre, infatti, distinguere il caso in cui l'alea assuma rilievo causale, da quello in cui rimanga un elemento estraneo allo schema contrattuale. Nei contratti aleatori, l'alea coinvolge il rapporto tra prestazione e controprestazione: l'entità o l'esi-

28 Cfr. C. ANGELICI, *op. cit.*, p. 55-56 il quale evidenzia come non sia «agevole avvalersi del criterio che [...] invita a distinguere tra alea economica, concernente il valore di una prestazione, e alea giuridica, che riguarda invece il sorgere del relativo obbligo (eventualmente ivi compresa l'individuazione dell'obbligato) ovvero la determinazione della sua misura. In effetti per quanto riguarda i derivati, o almeno gran parte di essi, potrebbe essere corretto rilevare che, da un punto di vista almeno formale, gli obblighi delle parti e le loro prestazioni sono *ab initio* determinati o determinabili, in termini sostanzialmente analoghi a quanto avviene ogni qual volta per ciò ci si avvale di indici esterni; pure il rischio che si assume nelle nostre ipotesi sarebbe in definitiva quello, da classificare come "economico", presente in ogni ipotesi nella quale la distanza temporale fra il momento del contratto e quello della sua esecuzione implica l'eventualità che vari il valore della seconda». Sul punto si vedano anche: F. CAPUTO NASSETTI, *Causa, alea, mark to market e upfront nei contratti di swap di pagamenti e opzioni sui tassi di interesse*, in *Giur. comm.*, 2016, a p. 303. Si veda anche E. PAGNONI, *Contratti di swap, I contratti del mercato finanziario*, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno e G. Gabrielli, Milano, 2004, p. 1077; F. BRUNO, A. ROZZI, *La posizione del giudice penale sui contratti derivati*, in *Corr. mer.*, 2012, p. 92; G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Milano, 1999, p. 188 ss.

29 Cfr. A.M. PANCALLO, *op. cit.*, p. 490.

30 A.M. PANCALLO, *op. ult. cit.*

31 Cfr. F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 81; F. CAPUTO NASSETTI, *Causa, alea, mark to market e upfront nei contratti di swap di pagamenti e opzioni sui tassi di interesse*, in *Giur. comm.*, 2016, II, p. 303; E. PAGNONI, *op. cit.*, p. 1077; F. BRUNO, A. ROZZI, *op. cit.*, p. 92; G. CAPALDO, *op. cit.*, p. 188 ss.

32 Cfr. F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 75.

stenza stessa della prestazione dipendono dal verificarsi o meno di un evento futuro e incerto. In questa circostanza il rischio assunto dalle parti ha un rilievo nella causa del contratto.

Nel caso del contratto di *interest rate swap* l'esistenza e consistenza delle prestazioni non dipende da un evento futuro ed incerto: lo scambio dei flussi di denaro è una prestazione certa, dovuta a date prefissate dal contratto, così come è il contratto a prevedere i tassi di interesse e il capitale nozionale necessari a calcolare l'ammontare delle prestazioni. In questo quadro, la fluttuazione dei tassi di interesse non costituisce un elemento futuro dal quale dipende l'esistenza stessa della prestazione, quanto piuttosto un elemento estrinseco al contenuto del contratto, che assume rilievo esclusivamente da un punto di vista economico, ma non giuridico.

Le Sezioni Unite non sembrano, quindi, tenere in considerazione il dibattito che ha animato la dottrina e si limitano a qualificare i contratti oggetto della controversia come contratti aleatori, equiparandoli senza troppe distinzioni a delle scommesse finanziarie.

Tale equiparazione dà, peraltro, adito a numerose perplessità, tanto più che in una precedente decisione del 2007 le stesse Sezioni Unite avevano escluso l'assimilabilità dei contratti derivati al gioco o alla scommessa³³.

33 Cfr. Cass., SS.UU., Sezioni Unite, 19 dicembre 2007, n. 26725, nella quale si chiarisce che «la mera presenza in un contratto di un intento speculativo o di un certo grado di alea non vale a renderlo assimilabile ad un giuoco o ad una scommessa, cui sia applicabile il regime giuridico dettato dal citato art. 1933 c.c.; inoltre che, quando pure di vero e proprio gioco o scommessa si tratti, l'anzidetta norma è invocabile solo a condizione che vi sia stata partecipazione consapevole al gioco o alla scommessa di tutte le parti del rapporto (cfr., in argomento, Cass. 2 settembre 2004, n. 17689). Ciò premesso, occorre subito osservare che l'acquisto e la vendita a termine di valuta e le altre operazioni finanziarie di cui nel presente caso si discute, pur comportando sicuramente un certo grado di alea e pur potendo essere anche ispirati da intenti speculativi da parte di chi quelle operazioni abbia disposto, non sono di per sé necessariamente riducibili ad una scommessa sul futuro andamento dei tassi di cambio, potendo altrettanto ragionevolmente fungere da strumenti di stabilizzazione del rischio». Dello stesso avviso anche la giurisprudenza anglosassone, la quale nega la natura di scommessa dei derivati finanziari affermando che «*it is to be hoped that the reporting of this judgment dismissing those arguments [that swaps are bets] as giving rise to no real prospect of success will finally lay to rest this ingenious but misguided heresy, so that no further time or money will be wasted on it*» (Court of Appeal, *WW Property Investments Ltd v National Westminster Bank plc*, 2016, EWCA Civ 1142). Per una disamina più approfondita sul punto cfr. M. DANUSSO, *Derivati: la sentenza della Cassazione 8770 del 2020 e le lezioni americane di Calvino. Funzione nomofilattica, esattezza e coerenza*, in *dirittobancario.it*.

4 **Mark to market e scenari probabilistici: tra nullità per carenza di causa in concreto e vizi della volontà**

La Suprema Corte si pone poi il problema «se tali contratti perseguano interessi meritevoli di tutela ai sensi dell'art. 1322 c.c. e (se) siano muniti di una valida causa in concreto»³⁴.

La Cassazione afferma, infatti, che la “*scommessa*”, per superare il vaglio di meritevolezza ed essere considerata lecita dall'ordinamento, deve essere razionale, e cioè deve essere stipulata in modo tale che entrambi i contraenti siano consapevoli del rischio che stanno assumendo³⁵.

Il vaglio di meritevolezza della causa del contratto di *interest rate swap* va dunque condotto tenendo in considerazione la razionalità del rischio contrattualmente assunto. Per poter svolgere questa valutazione, occorre necessariamente individuare quella che in concreto è la funzione dell'*interest rate swap* voluta dalle parti.

Le Sezioni Unite distinguono, infatti, tra una causa in astratto e una causa in concreto del contratto in questione. Se la causa in astratto va rinvenuta nella negoziazione e monetizzazione di un rischio finanziario, nel concreto gli *swaps* possono essere definiti come negozi a causa variabile, poiché suscettibili di rispondere ad una esigenza ora speculativa, ora di copertura di rischi sottostanti³⁶. In questo contesto di variabilità causale, il giudizio sul derivato si può esprimere solo sulla struttura negoziale nella sua completezza, prendendo in esame non solo la struttura causale in astratto, ma anche il suo elemento complementare, inteso come lo specifico interesse che il cliente intende perseguire per mezzo del contratto³⁷. La monetizzazione di un rischio costituisce, ad avviso della Corte, una funzione fin troppo generica da consentire un giudizio, che evidentemente deve considerare la vicenda nella sua individualità³⁸.

Nel giudizio di meritevolezza avente ad oggetto la causa in concreto del contratto, la Corte riconduce la liceità della causa alla presenza di un accordo tra intermediario e investitore sulla misura dell'alea, che deve essere necessariamente computata sulla scorta

³⁴ Cfr. Cass., SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, par. 6.1.

³⁵ Cfr. M. DANUSSO, *op. cit.* Sul punto si veda anche A. ZUCCARELLO, *op. cit.*, p. 12; S. PAGLIANTINI, *Dopo le S.U. 8770/2020: i derivati (della P.A?) e il paradosso di San Pietroburgo*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, p. 132.

³⁶ Cfr. Cass., SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, par. 5.2., 6.6.1., 6.7. Sul punto si veda anche le riflessioni di A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Causa variabile e causa meritevole dei derivati*, in *dirittobancario.it.*; C. ANGELICI, *Alla ricerca del derivato*, *cit.*, p. 113 ss.; anche A. ZUCCARELLO, *op. cit.*, p. 8 ss.; M. DE POLI, *op. cit.*, p. 100 ss.

³⁷ Per una disamina completa del punto si rimanda a: A. SCIARRONE ALIBRANDI, *op. cit.*

³⁸ Cfr. C. ANGELICI, *op. cit.*, p. 131 ss. Sul punto cfr. anche: A. TUCCI, *Profili del contratto nell'investimento finanziario*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, p. 276.

di «*criteri scientificamente riconosciuti e oggettivamente condivisi*»³⁹. In quest'ottica, l'esenzione introdotta dall'art. 23, co. 5, t.u.f. trova applicazione solo quando il prezzo convenzionale del rischio sia razionale. L'irrazionalità dell'alea chiamerebbe invece in causa, nella ricostruzione della Suprema Corte, il rimedio di diritto comune disciplinato dall'art. 1418, co. 2, c.c.⁴⁰.

Nella ricostruzione delle Sezioni Unite, quindi, la razionalità dell'alea implica necessariamente un accordo sulla misura del rischio che deve essere riconoscibile a priori, sulla base di criteri oggettivi e verificabili, quali il *mark to market* (MTM), gli scenari probabilistici e l'indicazione dei costi occulti⁴¹.

La sentenza in esame ha tuttavia suscitato non poche perplessità, prontamente evidenziate dalla dottrina.

Una prima considerazione in senso critico, già precedentemente accennata, è quella riguardante la natura aleatoria dei contratti di *interest rate swap*. Qualora si accogliesse la ricostruzione che vede i contratti *swap* come contratti aventi natura commutativa, tutto il ragionamento, portato avanti dalle Sezioni Unite nel loro sforzo argomentativo, risulterebbe privo di fondamenta⁴². Asserire la natura commutativa del contratto in questione significherebbe, infatti, negare la rilevanza causale dell'alea e relegare la finalità - di copertura o speculativa - nell'alveo dei motivi del contratto; motivi che per loro natura rimangono estranei allo schema contrattuale e, dunque, del tutto irrilevanti per le sorti del contratto⁴³.

Anche ammettendo la natura aleatoria del contratto di *interest rate swap* la presente sentenza lascia comunque adito ad alcune perplessità riguardanti l'individuazione degli elementi necessari a definire la causa in concreto degli *swap* oggetto della sentenza. Le sezioni unite ritengono essenziale, nel contratto di *interest rate swap*, l'indicazione di elementi come il *mark to market*, gli scenari probabilistici e i costi occulti⁴⁴.

³⁹ Cfr. Cass., SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, par. 6.2. Sulla liceità della causa del contratto di *interest rate swap* in rapporto all'accordo sull'alea si veda anche S. PAGLIANTINI, *op. ult. cit.*, p. 132; R. NATOLI, *loc. cit.*; F. SARTORI, *loc. cit.*; A. PERRONE, *loc. cit.*; E. BARCELONA, *I derivati e la causa negoziale*, in *Contr. e impr.*, 2014, p. 881 ss.

⁴⁰ Cfr. S. PAGLIANTINI, *op. ult. cit.*, p. 136.

⁴¹ Cfr. Cass., SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, par. 6.2. Sul punto si veda anche R. NATOLI, *loc. cit.*; S. PAGLIANTINI, *op. ult. cit.*, p. 129.

⁴² Sul punto si veda F. CAPUTO NASSETTI, *Causa, alea, mark to market e upfront nei contratti di swap di pagamenti e opzioni sui tassi di interesse*, cit., p. 303. Si vedano anche: E. PAGNONI, *op. cit.*, p. 1077; F. BRUNO, A. ROZZI, *op. cit.*, p. 92; A.M. PANCALLO, *op. cit.*, p. 490.

⁴³ Cfr. C. ANGELICI, *op. cit.*, p. 114; M. DE POLI, *op. cit.*, p. 111. Per un discorso in generale sui motivi del contratto cfr. G. ALPA, *Il contratto in generale*, Milano, 2014, p. 49 ss. Sul punto si vedano anche: C. BIANCA, *Il contratto*³, Milano, 2019, p. 419 ss.; M.C. DIENER, *Il contratto in generale*, Milano, 2015, p. 338 ss.

⁴⁴ Cfr. Cass., SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, par. 6.2. e 6.6.

Prima di analizzare la conclusione a cui giungono le SS.UU., appare opportuno fornire una definizione di *mark to market* e del ruolo rivestito da tale valore nel contratto derivato.

Come giustamente evidenziato dalla Suprema Corte, il *mark to market* viene anche definito, nel gergo finanziario, come costo di sostituzione, ossia il costo nel quale una parte incorre per chiudere anticipatamente il contratto⁴⁵. Una precedente pronuncia della Corte di Cassazione aveva definito il *mark to market* «un valore che viene dato in un certo momento della sua vita ad un derivato, la cui stima involge notevoli aspetti previsionali e che di per sé non comporta alcuna giuridica conseguenza sulla posizione delle parti, non si traduce cioè in una perdita monetaria o in obbligo di pagamento»⁴⁶.

Il *mark to market* assolve, dunque, una duplice funzione. Da un lato, indica il costo che una delle parti deve affrontare per recedere anticipatamente dal contratto⁴⁷. Dall'altro, costituisce un metodo di valutazione delle attività finanziarie che si contrappone al metodo storico, in quanto espressione di una previsione sull'andamento futuro del derivato. Rappresenta, in altre, parole il *fair value* del derivato nel corso del contratto, che assume rilievo anche per quanto attiene la redazione del bilancio d'esercizio.

Almeno astrattamente, al momento della sottoscrizione del contratto, il *mark to market* dovrebbe avere un valore pari a zero: si avrebbe, in questo caso di scuola, un derivato nel quale i rischi sono perfettamente ripartiti tra le parti. Se il valore dello *swap* è diverso da zero il contratto derivato incorpora aspettative di perdite future per una delle parti.

Nella prassi finanziaria, i derivati presentano spesso un *mark to market* negativo per il cliente. Si tratta, di fatto, di una commissione implicita che il cliente deve sopportare, la quale, almeno in astratto, dovrebbe essere proporzionata all'ammontare del capitale nozionale di riferimento e ai rischi di mercato. Se si prescindesse da questi costi, si dovrebbe ritenere che l'intermediario finanziario operi come controparte a titolo gratuito.

Da ciò si desume come il MTM assuma, nella prassi, un'ulteriore funzione: indicare l'ammontare effettivo dei costi impliciti connessi all'operazione. Tali costi impliciti consentirebbero, nel concreto, di

⁴⁵ Cfr. Cass., SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, par. 4.7.

⁴⁶ Cfr. Cass. pen. n. 47421/2011. Sul punto si veda anche E. BARCELLONA, *I derivati e la causa negoziale*, cit., 881 ss.

⁴⁷ Cfr. B.I.M. SAAVEDRA SERVIDA, *Interest Rate Swap, Mark to Market e determinazione dell'oggetto del contratto*, in *Riv. dir. banc.*, 2017, p. 109. Sul punto si veda anche E. GIRINO, *Le radici negoziali dello strumento finanziario derivato: per una rilettura della disciplina, in chiave contrattualistica*, in *Informazione e trasparenza nei contratti asimmetrici bancari, finanziari e assicurativi e diritti del consumatore europeo*, a cura di O.M. Calliano, Torino, 2013, p. 79 ss.

coprire una serie di oneri aventi ad oggetto:

1. costi di copertura: quando la banca sottoscrive un *interest rate swap* di copertura assume il rischio di fluttuazione del tasso di interesse, rischio che la controparte non intende sopportare; tutelandosi tuttavia da tale rischio compensando la propria posizione con un altro intermediario finanziario;
2. costo del credito: attiene al cosiddetto rischio di controparte, ossia il rischio di inadempienza contrattuale della controparte;
3. costi amministrativi: un operatore incorre in una pluralità di costi amministrativi che spaziano dai costi per la gestione dei sistemi informatici ai costi operativi e di trasformazione⁴⁸.

L'accordo sull'alea, precisa poi la Corte, non deve limitarsi «al *mark to market*, ma investire anche gli scenari probabilistici, poiché il primo è semplicemente un numero che comunica poco in ordine alla consistenza dell'alea»⁴⁹.

Prima di analizzare cosa siano gli scenari probabilistici con riferimento ai contratti derivati, occorre premettere che lo stesso concetto di scenario probabilistico è estremamente controverso, in ragione dell'assenza nel nostro ordinamento di disposizioni specifiche atte a chiarirne finalità e contenuto⁵⁰.

Un primo riferimento agli scenari probabilistici è contenuto in due documenti non vincolanti, pubblicati nel 2009 dalla Consob, aventi ad oggetto le informazioni da fornire nell'ambito dei prospetti informativi per l'offerta al pubblico di prodotti di investimento *non-equity*⁵¹.

A tal proposito, gli scenari probabilistici sono stati definiti degli «indicatori sintetici da redigere in modo facilmente comprensibile per gli investitori e finalizzati a fornire loro informazioni in merito ai rendimenti attesi e al rischio, con riguardo non solo al momento della sottoscrizione, ma anche nel corso della durata del contratto»⁵².

Spesso lo scenario probabilistico viene confuso con la tabella che riproduce in forma sintetica e percentualizzata le probabilità che uno strumento finanziario mantenga il suo valore, lo incrementi o lo per-

⁴⁸ Cfr. R. CAPRA, M. MANGIA, G.M. GIACOPPO, G.P. FIORELE, *op. cit.*, p. 233 ss. Sul punto si veda anche D. MENGLI, *The Value of New Swap*, in *ISDA Research Notes*, 2010, III.

⁴⁹ Cfr. Cass., SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, par. 6.2.

⁵⁰ Cfr. M. DANUSSO, *loc. cit.*

⁵¹ Cfr. Quaderno di finanza n. 63, aprile 2009: un approccio quantitativo *risk-based* per la trasparenza dei prodotti d'investimento *non-equity* ed il documento di consultazione Raccomandazione sul prospetto d'offerta o di ammissione alle negoziazioni dei prodotti finanziari non rappresentativi di capitale, diversi dalle quote o azioni di OICR e dai prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione: modalità di presentazione e contenuti dell'informativa sul profilo di rischio-rendimento e sui costi del 14 luglio 2009.

⁵² Cfr. M. DANUSSO, *loc. cit.*

da, corredata, negli ultimi due casi, dalla variazione media del valore⁵³. La tabella non costituisce lo scenario probabilistico, ma è la rappresentazione grafica dello scenario stesso risultante da un calcolo matematico.

Accade che gli scenari probabilistici vengano assimilati alle previsioni. Si tratta di un paragone fuorviante, dal momento che la previsione presuppone una scelta tra i diversi esiti possibili di un dato avvenimento, mentre lo scenario non ingloba alcuna scelta, consistendo in una semplice distribuzione di probabilità riferita ai risultati che l'investimento procurerà⁵⁴.

Sebbene la nozione di scenari probabilistici sia stata menzionata per la prima volta nei due documenti emanati dalla Consob aventi ad oggetto l'offerta al pubblico di prodotti *non-equity*, gli strumenti derivati non erano impattati da queste disposizioni perché non soggetti all'offerta pubblica di titoli. Sennonché, sempre nel 2009, la Consob ha emanato un'ulteriore raccomandazione indirizzata ai cosiddetti prodotti illiquidi negoziati con la clientela al dettaglio⁵⁵.

Tale raccomandazione comprendeva anche la seguente indicazione: «per illustrare il profilo di rischio di strutture complesse, è utile che l'intermediario produca al cliente anche le risultanze di analisi di scenario di rendimenti da condursi mediante simulazioni effettuate secondo metodologie oggettive (ossia rispettose del principio di neutralità al rischio)»⁵⁶.

Con l'entrata in vigore del regolamento PRIIPS⁵⁷, gli scenari probabilistici sono stati di fatto sostituiti dai cosiddetti "scenari di *performance*". Si tratta di indicatori (che sono) basati sulla differente metodologia del "*what if*", la quale consiste nel determinare i possibili effetti che qualsiasi variazione di un fattore esterno potrebbe avere sui *pay-offs* dello strumento finanziario in questione⁵⁸.

Alla luce di quanto finora esposto, l'irrazionalità sembra desumersi, seguendo il ragionamento delle Sezioni Unite, dalla impossibilità di calcolare l'alea per mancanza di elementi ritenuti dalla Corte fondamentali per una corretta assunzione del rischio⁵⁹. La mancata

53 Cfr. E. GIRINO, *Gli scenari probabilistici prima e dopo i regolamenti PRIIP: una questione ancora aperta*, intervento presso ASSOCTU, Roma, 24 novembre 2017.

54 E. GIRINO, *op. ult. cit.*

55 Cfr. Comunicazione CONSOB n. 9019104 del 2 marzo 2009. Sul punto si veda anche M. DANUSSO, *op. cit.*

56 Cfr. Comunicazione CONSOB n. 9019104 del 2 marzo 2009.

57 Cfr. Regolamento UE n. 1286/2014.

58 Cfr. M. DANUSSO, *loc. cit.* Sul punto si veda anche E. GIRINO, *loc. ult. cit.*

59 La posizione assunta dalle Sezioni Unite non è del tutto innovativa. Già alcune Corti di merito erano giunte ad una soluzione analoga; sul punto si veda a titolo esemplificativo: App. Milano, 30 settembre 2013. Sul punto si veda anche: E. BARCELLONA, *I derivati e la causa negoziale*, cit., p. 881 ss.

indicazione del *mark to market* e degli scenari probabilistici determinerebbe, infatti, una nullità del contratto di *swap* perché «non caratterizzato da un profilo causale chiaro e definito (o definibile)»⁶⁰.

L'errore nel quale incorre la sentenza in esame è quello di far derivare dall'incalcolabilità dell'alea l'immeritevolezza dei contratti. La mancata indicazione degli scenari probabilistici, del *mark to market* e dei costi occulti non determinerebbe una incalcolabilità del rischio in senso assoluto, ma esclusivamente nei confronti di una delle parti. L'incalcolabilità dell'alea è quindi una impossibilità del tutto soggettiva - e strettamente relativa ad uno solo dei contraenti - di acquisire gli strumenti e gli elementi necessari ad una corretta valutazione del rischio: l'altra parte contrattuale, la banca, possiede tali strumenti e, di fatto, ha calcolato il rischio connesso all'operazione finanziaria⁶¹.

La soggettiva ignoranza, in cui uno dei contraenti versa, circa il rischio che si assume con la conclusione del contratto, non può essere elevata a causa di nullità del contratto in sé, ma tutt'al più può assumere rilievo sul piano dei vizi della volontà e della relativa disciplina⁶².

La nullità, prospettata dalle Sezioni Unite, avrebbe dunque una portata significativamente più circoscritta. Come si desume dal precedente ragionamento, la carenza di elementi come il *mark to market*, gli scenari probabilistici e i costi occulti non può in alcun modo determinare la nullità del contratto di *interest rate swap* per carenza di una causa in concreto, dal momento che una ripartizione dell'alea, quandanche sbilanciata, finché distribuisce tra i contraenti un rischio reale, seppur in modo non proporzionato, pone una questione di convenienza del derivato che sfugge necessariamente ad un giudizio causale⁶³. La nullità per carenza del profilo causale è dunque circoscritta alle sole ipotesi in cui il derivato sia strutturato in modo tale che l'alea risulti unilaterale, rendendo, così, impossibile che il contratto possa portare beneficio al cliente, venendo in concreto meno la capacità di assolvere ad una funzione di copertura⁶⁴. Se si accoglie la ricostruzione dei contratti di *interest rate swap* come contratti aventi natura aleatoria, è necessario dunque che l'alea sia bilaterale, pe-

60 Cfr. Cass., SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, par. 6.7.

61 Cfr. E. BARCELLONA, *op. ult. cit.*, p. 881 ss.

62 Cfr. E. BARCELLONA, *op. ult. cit.*, p. 881 ss. Sul punto si vedano anche: R. NATOLI, *loc. cit.*; S. PAGLIANTINI, *op. ult. cit.*, p. 127; M. DE POLI, *op. cit.*, p. 114. Anche la stessa Cassazione si era pronunciata in tal senso con la sent. n. 19024 del 29 settembre 2005, avallando l'idea che un consenso disinformato dischiude un'ipotesi di abuso etichettabile come vizio della volontà e non un'ipotesi di carenza della causa del contratto.

63 Cfr. E. BARCELLONA, *op. ult. cit.*, p. 881 ss.

64 Cfr. A.M. PANCALLO, *op. cit.*, pp. 492-493. Dello stesso avviso sono anche E. BARCELLONA, *op. ult. cit.*, p. 881 ss.; A. ZUCCARELLO, *op. cit.*, p. 11.

na la nullità del contratto ai sensi dell'art. 1322 c.c.⁶⁵.

L'errore commesso dalle Sezioni Unite sembra essere quello di associare automaticamente la mancanza di informazioni rilevanti per la corretta formazione della volontà di una delle parti alla unilateralità dell'alea. Nel giudizio compiuto dalle Corti, tali valutazioni dovrebbero essere scisse e autonome l'una dall'altra: è certamente vero che la mancanza di elementi come il *mark to market* possa costituire un campanello di allarme circa l'unilateralità dell'alea, ma ciò non deve tradursi automaticamente in un giudizio di immeritevolezza del derivato.

La decisione presa dalla Suprema Corte si muove nell'ambito di un filone contrattualistico, lasciando, poi, sullo sfondo le questioni relative al servizio di investimento⁶⁶.

Se nel corso di questa trattazione si è tentato di dimostrare come la mancanza del *mark to market*, degli scenari probabilistici e dei costi occulti non rilevi per quanto concerne il profilo causale, tale carenza potrebbe assumere rilievo per quanto attiene agli obblighi informativi dell'intermediario⁶⁷.

Una giurisprudenza ormai piuttosto ampia e significativa ravvisa nella mancata indicazione del MTM e degli scenari previsionali una violazione degli obblighi di trasparenza, fedeltà e informazione previsti dall'art. 21 t.u.f. in capo agli intermediari finanziari⁶⁸.

Ad ulteriore sostegno di tale ricostruzione vi sono poi le sentenze "gemelle" pronunciate dalle sezioni unite nel dicembre del 2007⁶⁹, le quali chiariscono come «la violazione dei doveri di informazione del cliente e del divieto di effettuare operazioni in conflitto di interesse con il cliente o inadeguate al profilo patrimoniale del cliente stesso, posti dalla legge a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento finanziario, non danno luogo ad una nullità del contratto di intermediazione finanziaria».

In senso contrario, una giurisprudenza del Consiglio di Stato esclude che la mancata comunicazione, da parte della banca interessata, del valore *mark to market* dei contratti derivati e dell'importo dei co-

65 G. DI GIANDOMENICO, *Il contratto e l'alea*, Padova, 1987, p. 284 s. Come sottolinea l'A., la bilateralità dell'alea non si traduce necessariamente nell'assunto che i rischi assunti dalle parti debbano necessariamente essere equivalenti. L'alea può essere anche sbilanciata a favore di uno dei contraenti; è però necessario che il rischio ricada esclusivamente su una delle parti. Sul punto si veda anche E. BARCELLONA, *op. ult. cit.*, p. 881 ss.

66 Cfr. R. NATOLI, *loc. cit.*

67 Cfr. A.M. PANCALLO, *op. cit.*, p. 489. Sul punto si veda anche E. BARCELLONA, *op. ult. cit.*, p. 881 ss.

68 Sul punto si vedano a puro titolo esemplificativo: Trib. Pescara, 28 febbraio 2006, Trib. Brindisi 18 agosto 2006, Trib. Trapani, 30 luglio 2007, Trib. Siracusa, 13 maggio 2008.

69 Cfr. Cass. SS.UU., n. 26724-26725/2007.

siddetti costi occulti costituisca una violazione di obblighi informativi effettivamente imposti dalla normativa applicabile⁷⁰.

In virtù di questo contrasto giurisprudenziale, occorre quindi interrogarsi se sussista, alla luce della normativa vigente, un dovere di comunicazione della *mark to market* e degli scenari probabilistici.

Sebbene non esista nel nostro ordinamento una regola specifica che imponga di indicare nel contratto questi due elementi, parte della dottrina ritiene che tale dovere sussista, in capo all'intermediario, sulla base di principi generali e regole di condotta alle quali l'operatore finanziario deve necessariamente attenersi⁷¹.

La giurisprudenza è pressoché costante nel ritenere che il dovere informativo ex art. 21 t.u.f. non sia rispettato, qualora l'intermediario si limiti a fornire informazioni generiche e standardizzate, essendo necessario che questi informi il cliente sui rischi e sui costi connessi in concreto ad una determinata operazione⁷².

In quest'ottica il *mark to market* riveste un ruolo fondamentale nel fornire al cliente un'informazione puntuale e non decettiva sulla convenienza economica del contratto, indicando il valore dello strumento derivato al momento della stipula e fornendo una stima dei costi impliciti connessi all'operazione. Tale dovere informativo appare ancora più pregnante nel caso in cui il MTM abbia valore iniziale negativo a svantaggio del cliente⁷³.

Affinché il dato rappresentato dal *mark to market* - che rappresenta un valore destinato a mutare nel tempo - possa dirsi quantomeno determinabile, nonché fornire una rappresentazione veritiera e non ingannevole, è, altresì, necessario indicare la formula matematica utilizzata per il calcolo dello stesso⁷⁴. Questo perché tale valore può essere calcolato utilizzando formule matematiche differenti, tutte

70 Cfr. Cons. Stato, 27 novembre 2012, n. 5962. Sul punto si veda anche M. DANUSO, *loc. cit.*

71 D. MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, p. 1096 ss.

72 Cfr. M. GARCEA, *Rassegna di giurisprudenza I doveri informativi dell'intermediario nella prestazione di servizi e delle attività di investimento*, in *Giur. comm.*, 2019, II, p. 935 ss. Cfr. Cass., 9 febbraio 2016, n. 2535; Cass., 21 aprile 2016, n. 8089; Cass., 7 aprile 2017, n. 9066; Cass., 31 maggio 2017, n. 13765; Cass., 6 marzo 2018, n. 5266; App. Roma, 2 agosto 2017, n. 5251; App. Firenze, 17 ottobre 2018, n. 2379; Trib. Lecce, 7 maggio 2007, n. 824; Trib. Monza, 13 gennaio 2015, n. 112.

73 Così, App. Milano, 13 febbraio 2019; Trib. Terni, 28 marzo 2019. Sul punto cfr. M. GARCEA, *op. cit.*, p. 935 ss.

74 Cfr. B.I.M. SAAVEDRA SERVIDA, *op. cit.*, p. 99. Sul punto si veda anche M. GARCEA, *op. cit.*, p. 935 ss. e D. MAFFEIS, *op. cit.*, p. 1096 ss. In senso contrario F. CAPUTO NASSETTI, *La insostenibile leggerezza dell'essere contratti derivati*, in *giustiziacivile.com*, 2016, il quale sostiene come la condivisione della formula matematica utilizzata «sarebbe come imporre alla Coca Cola di illustrare la famosa segreta formula ai consumatori o distributori».

equivalenti sotto il profilo della correttezza scientifica, ma che possono in concreto portare a risultati notevolmente differenti tra loro⁷⁵.

Più complesso il discorso relativo agli scenari probabilistici. Così come per il *mark to market*, anche per gli scenari non è presente un riferimento normativo che ne imponga la comunicazione. Parte della dottrina ritiene che un dovere di comunicazione degli scenari probabilistici possa desumersi dagli artt. 27 e 28 del Regolamento Intermediari⁷⁶. Le due disposizioni esigono che l'intermediario fornisca le informazioni in una forma comprensibile, in modo tale che i clienti «possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico» di strumento finanziario offerto, al fine dell'assunzione di consapevoli scelte di investimento. I sostenitori di tale orientamento ritengono che gli scenari probabilistici rappresentino il più semplice ed efficace mezzo per trasmettere all'investitore tale tipo di informazioni⁷⁷. Una conferma, almeno apparente, di ciò è data dalla raccomandazione Consob n. 9019104 del 2 marzo 2009, nella quale si legge che «in particolare, per illustrare il profilo di rischio di strutture complesse, è utile che l'intermediario produca al cliente anche le risultanze di analisi di scenario di rendimenti da condursi mediante simulazioni effettuate secondo metodologie oggettive (ossia rispettose del principio di neutralità al rischio)».

75 La procedura per determinare il *mark to market* di un *interest rate swap plain vanilla* può essere sintetizzata come segue: *in primis*, occorre individuare la curva dei tassi Eurirs al momento della sottoscrizione del contratto, a partire dalla quale – applicando tecniche di matematica finanziaria – si calcolano i tassi *forward* Euribor per ciascuna delle date rilevanti ai fini della determinazione dei flussi di cassa. In particolare, si determinano i tassi Euribor (*forward*, o tassi a termine) in modo tale che il montante ad ogni epoca t di un capitale unitario investito all'epoca 0 calcolato utilizzando i tassi Eurirs (*spot*, o tassi a pronti) sia uguale al montante calcolato utilizzando la successione dei tassi Euribor ricavati implicitamente nei singoli periodi (curva dei tassi attesi); si calcolano, quindi, i flussi di cassa nell'ipotesi – fondata sulle assunzioni sopra prospettate (condizioni di normalità e di equivalenza finanziaria) – in cui i tassi Euribor in futuro siano uguali ai tassi *forward* calcolati secondo il punto precedente, nonché considerando opportunamente le condizioni contrattuali pattuite fra le parti; si determina la differenza dei flussi di cassa a carico dell'intermediario finanziario rispetto a quelli a carico del cliente – il c.d. “*pay off*” – determinato per ciascun periodo di maturazione degli interessi, come specificato nel contratto di sottoscrizione dell'I.R.S.; infine, si determina il valore corrente al momento della sottoscrizione dello *swap*, calcolando il valore attuale dei flussi di cassa come precedentemente determinati. Gli stessi vengono attualizzati in base alla curva Eurirs. Nel caso in cui i contratti di *interest rate swap* presentino opzioni *cap*, *floor* o *collar* il *pricing* viene calcolato utilizzando metodi di calcolo più complessi. Tra i più diffusi: il modello binomiale, il modello di Black e Scholes e il metodo Monte Carlo. Esempio tratto da L.M. QUATTROCCHIO, *Le questioni tecniche sottostanti la quantificazione del mark to market nei derivati su tassi di interesse*, intervento al seminario di formazione magistrati presso il distretto della Corte di Appello di Torino, disponibile al seguente link: http://www.distretto.torino.giustizia.it/distretto/formazione_magistrati.aspx?file_allegato=3702.

76 Cfr. E. GIRINO, *op. ult. cit.*

77 E. GIRINO, *op. ult. cit.*

In senso contrario, parte della dottrina ritiene che non sussista nel nostro ordinamento un obbligo in capo agli intermediari di fornire gli scenari probabilistici al momento della conclusione del contratto.

Tale soluzione appare preferibile per le seguenti considerazioni. In primo luogo, occorre precisare che la raccomandazione della Consob sui prodotti illiquidi non ha natura vincolante, ma costituisce un invito a fornire tali informazioni. A sostegno di quanto appena detto, l'allora Presidente della Consob, Giuseppe Vegas, con una nota del 2016 evidenziò come gli scenari probabilistici non fossero [così come ancora oggi non sono] mai stati introdotti nel quadro normativo italiano, in quanto potrebbero contenere informazioni fuorvianti per gli investitori⁷⁸. In secondo luogo, anche il cosiddetto regolamento europeo PRIIPS ha optato per sostituire, all'interno del Documento Informativo Chiave, gli scenari probabilistici con gli scenari di performance, basati sulla metodologia del *what if*⁷⁹.

In conclusione, alla luce di quanto finora detto, sembrerebbe, dunque, che la nullità dei contratti derivati oggetto della controversia decisa dalle Sezioni Unite vada ricercata non tanto nella carenza di un profilo causale chiaro e definito per la mancanza del *mark to market* e degli scenari probabilistici (tale aspetto rileva tutt'al più con riferimento alla violazione degli obblighi informativi da parte dell'intermediario), quanto piuttosto nella copiosa normativa di natura pubblicistica che impone una serie di obblighi di trasparenza nella contabilità pubblica⁸⁰.

5 Considerazioni conclusive

La sentenza in esame sembra fondare le sue conclusioni sulla premessa, certamente condivisibile, che la clientela abbia diritto ad una efficace tutela giudiziale nei confronti di possibili abusi da parte degli istituti bancari. Quello che non convince, in questa pronuncia delle Sezioni Unite, è il rimedio fornito: ricorrere alla nullità del contratto per carenza di causa in concreto o, come avvenuto in altre sentenze, per carenza dell'oggetto, sembra spesso essere una «scorciatoia»⁸¹.

A ben vedere i rimedi riconosciuti dall'ordinamento sarebbero altri: in primo luogo la risoluzione per inadempimento e il risarcimento del danno, qualora risultassero violati gli obblighi informativi imposti dall'art. 21 t.u.f., in secondo luogo l'annullabilità per vizi del consenso.

⁷⁸ Cfr. G. VEGAS, *Nota del Presidente*, 7 giugno 2016. Sul punto si veda anche M. DANUSSO, *loc. cit.*

⁷⁹ Cfr. M. DANUSSO, *loc. cit.*

⁸⁰ Cfr. S. PAGLIANTINI, *op. ult. cit.*, p. 137 s..

⁸¹ M. DE POLI, *op. cit.*, p. 114.

È chiaro che in quest'ultimo caso la annullabilità del contratto sarebbe soggetta a prescrizione e gli oneri probatori sarebbero più stringenti, penalizzando scelte processuali infelici o tardive; ma è altrettanto vero che in nessuno di questi due casi si potrebbe affermare che il diritto alla effettività della tutela giurisdizionale risulta violato⁸².

Sebbene il caso in esame abbia ad oggetto una serie di *interest rate swaps* negoziati da un Comune, i principi di diritto enunciati nella sentenza delle Sezioni Unite appaiono applicabili non solo ai derivati conclusi dagli enti locali, ma all'intero *genus* degli strumenti derivati.

Qualora si accogliesse la ricostruzione della Suprema Corte, in virtù della quale il *mark to market*, gli scenari probabilistici e i costi occulti vengono elevati a elementi essenziali del contratto, si darebbe vita ad un contenzioso seriale riguardante tutti quei contratti derivati nei quali tali elementi informativi risultano carenti.

Come sottolineato da un'attenta dottrina, le conseguenze sarebbero catastrofiche, anche tenendo conto del fatto che la declaratoria di nullità comporterebbe la necessità di coprire la relativa esposizione verso il cliente⁸³.

Nonostante l'intervento nomofilattico della Cassazione abbia carattere universale, investendo, come si è appena sottolineato, l'intera categoria dei contratti derivati, una prima pronuncia dell'Arbitro delle Controversie Finanziarie sembra circoscrivere la *regola iuris* della Sezioni Unite ai soli contratti derivati conclusi dagli enti pubblici⁸⁴.

A fronte del suddetto ruolo svolto dal giudice di legittimità e dell'esplicitato intento delle Sezioni Unite di fornire una soluzione di sistema «allargando lo sguardo al fenomeno sottostante», la conclusione a cui giunge l'Arbitro appare tuttavia poco condivisibile⁸⁵. La volontà di circoscrivere l'ambito di applicazione della decisione ai soli derivati conclusi da enti pubblici pare essere giustificata più che dal tenore letterale della sentenza, dalla necessità di evitare conseguenze nefaste per la stabilità dei mercati e l'economia del Paese.

82 M. DE POLI, *op. ult. cit.*

83 Cfr. M. ANOLLI, A. PERRONE, *La giurisprudenza italiana sui contratti derivati. Un'analisi interdisciplinare*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, p. 216 s.

84 Cfr. Arbitro delle Controversie Finanziarie, 16 giugno 2020, n. 2678. Dello stesso avviso anche: M. DANUSSO, *loc. cit.*

85 Cfr. M. ANOLLI, A. PERRONE, *op. cit.*, p. 217 s.

Quaderni semestrali

del Progetto Dottorale di Alta
Formazione in Scienze Giuridiche
e del Centro Studi Giuridici
del Dipartimento di Economia
dell'Università Ca' Foscari Venezia



Università
Ca' Foscari
Venezia

