

IANUS

Diritto e Finanza



UNIVERSITÀ
DI SIENA
1240

Rivista di studi giuridici

<https://www.rivistaianus.it>



ISSN: 1974-9805

n. 21 - giugno 2020

Il diritto alla prova dei cryptoasset

IANUS

Diritto e Finanza

N. 21 - 2020

Ianus - Diritto e finanza

Rivista semestrale di studi giuridici

N. 21 - giugno 2020

Editore - Università di Siena, Via Banchi di sotto, 55 - 53100 Siena

Direttore responsabile: Angelo Barba

<https://www.rivistaianus.it>

Registrazione Tribunale di Siena n. 3 del 7 marzo 2008

ISSN: 1974-9805

INDICE

IL DIRITTO ALLA PROVA DEI CRYPTOASSET

Presentazione	5
Digital currency schemes: more or less sustainable? <i>Limits to growth</i> and electronification of money in Europe, di VALENTINO CATTELAN, GABRIELLA GIMIGLIANO	9
Criptovalute, tra legislazione vigente e diritto vivente, di CARLA PERNICE	43
La tokenizzazione del settore immobiliare, di FABIO ZAMBARDINO	81
<i>Virtual currency</i> tra difficoltà esegetiche e tentativi di inquadramento dogmatico in seguito al recepimento della quinta direttiva UE <i>anti-money laundering</i> , di EMANUELE CORAGGIO	101

ALTRI SAGGI

Marchio e uso in sede societaria, di DARIO SCARPA	121
Principle of publicity in Georgian civil proceedings: a comparative perspective with special reference to Germany, di GIORGI AMIRANASHVILI	157

GIURISPRUDENZA

Osservazioni a margine della sentenza a sezioni unite della Corte di Cassazione del 12 maggio 2020 n. 8770, di ELEONORA FORCIGNANÒ	169
---	-----

PRESENTAZIONE

Il presente fascicolo di Ianus raccoglie, nella sezione monografica, quattro saggi sulle valute virtuali sollecitati dalla *Call for papers* su “*Cryptoassets, law and the European Union: a global challenge*”. Questa *Call*, promossa nel quadro del progetto *Jean Monnet Chair in EU Money Law (EUMOL)*, coordinato dalla dott.ssa Gabriella Gimigliano, dà continuità ad una collaborazione consolidata tra il Progetto e questa Rivista. Mentre nella prima edizione della *Call*, il Progetto aveva sollecitato - e Ianus raccolto - una riflessione sulla moneta come istituzione sociale, in questa edizione l’attenzione si rivolge alle valute virtuali, che interrogano sull’inquadramento giuridico e sulla sostenibilità dei nuovi sistemi di pagamento.

La sezione dedicata ad altri saggi contiene due contributi: l’uno sul nesso tra l’applicazione dell’istituto del patrimonio destinato ad uno specifico affare e la disciplina del marchio e l’altro concernente il principio di pubblicità nel diritto processuale civile della Georgia.

Completa il fascicolo una nota sul contratto derivato di *Interest Rate Swap* che commenta la sentenza delle Sezioni Unite della Cassazione civile del 12 maggio 2020, n. 8770.

Call for Papers:
Il diritto alla prova dei cryptoasset

Call for Papers:
Crypto-assets, Law and the European Union: a global
challenge

IL DIRITTO ALLA PROVA DEI CRYPTOASSET

DIGITAL CURRENCY SCHEMES: MORE OR LESS SUSTAINABLE? *LIMITS TO GROWTH* AND ELECTRONIFICATION OF MONEY IN EUROPE¹

Valentino Cattelan,

Lecturer, Birmingham City University

Gabriella Gimigliano

Senior Researcher, Università di Siena

Il saggio si propone di esaminare le questioni sollevate dalla elettronicazione e digitalizzazione dei pagamenti al dettaglio secondo un approccio umanistico e gius-economico, attento alla più recente evoluzione del quadro giuridico europeo su sistemi di pagamento, valute virtuali e complementari. Il saggio, diviso in due parti, si occupa nella Parte I del concetto di valore negli scambi monetari prestando attenzione alla relazione concettuale, stabilita da Mangan nella sua produzione artistica, tra l'antica valuta dell'isola di Yap, il rai, in pietra, e la valuta virtuale del bitcoin. I rispettivi percorsi di produzione, consumo, circolazione e rivalutazione delle due monete sono correlati alla relazione tra valute locali/complementari da un lato e valute globali/virtuali dall'altro, in modo da prestare attenzione a come il valore monetario originariamente "forgiato" attraverso il criterio (chiuso) dell'appartenenza ad una comunità cambi quando "ceduto" ad un mercato (aperto) dominato dalla tecnologia. Nella Parte II, il saggio esamina l'approccio dell'Unione Europea alla moneta e ai sistemi di pagamento, concentrandosi sulle principali caratteristiche dei sistemi "regolari" e quelli virtuali, concludendo che difficilmente il ricorso al bitcoin o ad altre valute virtuali può sciogliere i nodi della governance dei sistemi di pagamento tradizionali e dell'accesso al credito: la sostenibilità e la nuova crescita che le valute virtuali e globali promettono si scontra in concreto con i limiti persistenti degli attori umani.

This paper aims at providing a response to the interrelated issues of electronification and digitization of payments combining a law, economics and humanities approach with a critical eye on the most recent evolution of European Union law on the matter of payment systems and complementary and digital currencies. To this objective, Part I investigates the concept of value in money exchanges through the conceptual relation in Mangan's artwork between the ancient Yapese currency, rai, in the form of stone money, and the contemporary crypto-currency of bitcoins. Their juxtaposed story of production, consumption and circulation, as well as of re-evaluation, will then be extended to the relation between localised/complementary, on the one side, and globalised/digital currencies, on the other side, to highlight how monetary value, originally "carved" via (closed) criteria of community belonging, changes when "sold" to an

¹ This is a blind-peer reviewed paper. Here, it is published a revised version of the conference essay originally presented at 5th Biennial RAMICS International Conference on *Going Digital? New Possibilities of Digital-Community Currency Systems*, Hida - Takayama, Japan as an outcome of Jean Monnet Chair in EU Money Law, with the support of the Erasmus Plus Programme. Indeed, Dr Gimigliano is the holder of Jean Monnet Chair in EU Money Law, while Dr Cattelan is one of the key teaching staff members of the same project.

The paper is made up of two parts: Part I (sections 1 and 2) is authored by Dr Valentino Cattelan, while the Part II (sections 3 and 4) is authored by Dr Gabriella Gimigliano. By contrast, the introduction and the concluding remarks may be referred to both of them.

(open) market dominated by technology. Accordingly, Part II will later shed light over the regulatory approach to money and payments at the European level, focusing on the main features of the “regular” payment system and the bitcoin-like money systems, drawing the conclusions that the currency tokens based on permissionless blockchain can hardly change (and solve) issues of payment systems’ governance and credit crunch, as if their sustainability, and the new growth that they promise, would be, in fact, subject to persistent and inescapable limits for human actors.

Sommario:

1. Introduction: *The Limits to Growth*
2. Part I - The sustainability of money: law, economics and the impact of technology
 - 2.1. *The Island of Stone Money: rai*, bitcoins and how to produce and consume monetary value
 - 2.2. *Yap* money and the (new) world: two striking events of value circulation and re-evaluation in a cross-cultural context, and the role of foreign norms affecting closed social systems
3. Part II - The European framework for payments and the exogenous variable of the virtual currencies
 - 3.1. The “electronification” process
 - 3.2. The harmonisation process and the level playing field
 - 3.2.1. Transparency rules for payment service contracts
 - 3.2.2. Non banks payment service providers
 - 3.2.3. Interoperable and compatible payment systems
 - 3.2.4. Harmonisation and financial inclusion
4. Digital currencies as a new monetary system
 - 4.1. The regular payment system vs the bitcoin value transfer system
 - 4.2. The European policymaker’s reaction to the spread of virtual currencies
 - 4.3. What regulatory advances?
5. Concluding remarks

1. Introduction: *The Limits to Growth*

In 1972, around 50 years ago, governments met in Sweden for the UN Conference on the Human Environment, and in 1983 the UN created the World Commission on Environment and Development (also known as Brundtland Commission), with the definition of sustainable development as «meeting the needs of the present without compromising the ability of the future generations to meet their own needs». Also in 1972, a famous report entitled *The Limits to Growth* was issued by the so-called Club of Rome (composed of current and former heads of state, UN representatives and high-level government officials, business leaders...) with a computer simulation of the not-indefinite economic growth in presence of a finite supply of resources.

More recently, the reduction of inequality appear among the persistent challenges that the 2030 Agenda of the United Nations has clearly indicated in 2015 in the famous list of its seventeen Sustainable Development Goals (SDGs).

Money has a central role in promoting the sustainability of the economic system. Therefore, the recent technical innovation applied to money, payments and settlement process, question us on the ability of overcoming the *Limits to Growth* and fill in the inequality gap, a problem which is currently affecting also the future development of the European Union

This paper aims at facing this issue by combining a law and humanities approach with a critical eye on the most recent evolution of European Union law on the matter of the electronification of money, negotiability, payment systems and complementary and digital currencies.

To this objective, Part I of the paper takes inspiration from the work by Australian artist Nicholas Mangan *Limits to Growth* (itself related to the 1972 Report) in order to explore the connection between law and economy from an inter- and trans-cultural perspective. In this light, Part I investigates the concept of value in money exchanges through the conceptual relation in Mangan's artwork between the ancient Yapese currency, *rai*, in the form of stone money, and the contemporary cryptocurrency of *bitcoins*. Their juxtaposed story of production, consumption and circulation, as well as of re-evaluation, will then be extended to the relation between localised/complementary, on the one side, and globalised/digital currencies, on the other side, to highlight how monetary value, originally “carved” via (closed) criteria of community

belonging, *changes* when “sold” to an (open) market dominated by technology.

Part II concerns the European normative framework for payments addressing the main features of a *rai*-like payment system; in other words, the payment system set out at European Union level and based on the *electronification* of fund transfers and the harmonisation process of technical and regulatory standards. When virtual currencies took to the big stage, the European policymaker took a wait-and-see approach, neither accommodating nor forbidding the newly-born money-like product within the institutional framework. But, apart from future regulatory actions, should we consider virtual currencies as a useful means of overcoming *Limits to Growth*?

2. Part I - The sustainability of money: law, economics and the impact of technology

Named after the Report mentioned above, *Limits to Growth* is the first survey exhibition by multidisciplinary Australian artist Nicholas Mangan (born 1979, AU) which took place at the KW Institute for Contemporary Art in Berlin from 2 June to 13 August 2017.

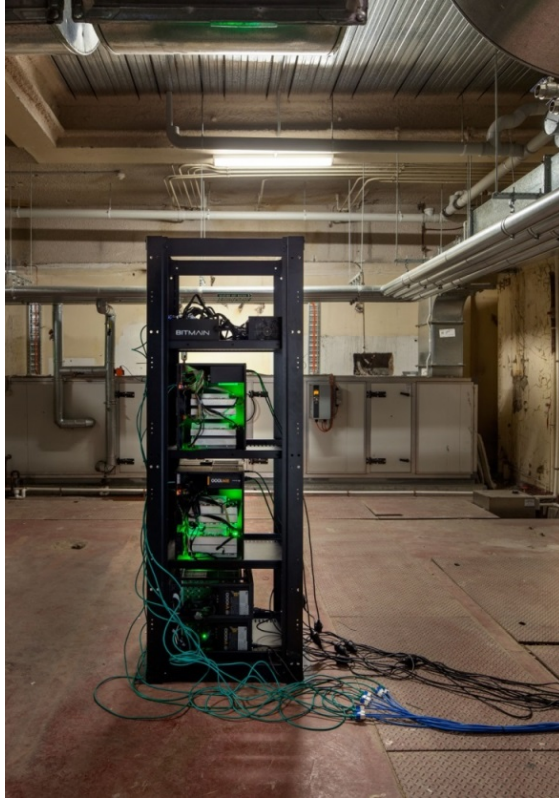
The exhibition² brought together five art projects that the artist developed over the last nine years on inter-connected themes such as the on-going impacts of colonialism, consumption cultures and the dynamics of global political economy. In particular, the exhibition itself lent its title from Mangan’s most recent artwork *Limits to Growth* (2016-2017), where he forges interdependence between two (apparently distant, but actually much closer one another than expected) monetary currencies: *rai*, the ancient large stone coins from the Micronesian island of Yap, and *bitcoin*, the most popular crypto-currency currently in use in the global market.

² Accompanied by a volume published by Sternberg Press; see list of references: BURNS - DAY - GRUIJTHUIJSEN - LUNDH, (eds), *Nicholas Mangan: Limits to Growth*, Berlin, 2016.



Mangan, N., installation view *Limits to Growth*, KW Institute for Contemporary Art, 2017
 (photo by Frank Sperling, published online at <http://www.kw-berlin.de/en/press/>)

The installation *consumes* “money” that is *produced* by a *bitcoin* mining ring installed in the Museum basement to pay for the production of large-format photographs of *rai* stone coins, with an indexical relationship to the energy employed by the *bitcoin* mining taking place below, thus *re-formulating* “value” from an exchange medium to the other. Photographs are also juxtaposed to an underwater video of a *rai* stone lying on the bottom of the Miil Channel off the northwest coast of Yap. The sound of a human breathing through a scuba apparatus is taken from the video, and mixes with that of the *bitcoin* miners and the noise of the building’s air-conditioning system. As Mangan underlines in his website presentation of the opus, all these sounds «allude to the presence of closed systems and the notion of the necessity of *circulation* in any currency».



9 terrahash Bitcoin ASIC mining ring. Installation detail
(picture taken from Mangan's personal website)

Limits to Growth gives form to a complex interaction between matter and energy by incorporating together «sculptural objects and environments, film, sound and evolving and contingent systems that act to generate and sustain his work through time»³. The opus becomes in this way a generative project that draws on materials and labour in order to explore the evolution of money value, as well as its cultural re-formulation in time and space.

In actual fact, although *rai* were carved large stones and *bitcoin*, on the contrary, are virtual and in a sense immaterial, since minted by computers solving complex algorithms, both currencies share (as *any* currency) a

³ CLARK, *Artists at work: Nicholas Mangan*, Available online at https://www.afterall.org/online/artists-at-work-nicholas-mangan#.WZLBdGe3q_U

common story of *production* and *consumption* of monetary value within *their own* (closed) exchange system, overlapping with further layers of *circulation* and *re-formulation of value* when located in an (open) exchange environment, in the interaction with other systems of meaning.



Mangan, N., installation view *Limits to Growth*, KW Institute for Contemporary Art, 2017
(photo by Frank Sperling, published online at <http://www.kw-berlin.de/en/press/>)

2.1 *The Island of Stone Money: rai, bitcoins and how to produce and consume monetary value*

The story of *rai* (also called *fei*) stones is popular among economists, and has been mentioned by Keynes, Friedman, Tobin and Makiw⁴. The first source of the story dates back to 1910, with a book by physician and ethnographer William Henry Furness III, of which some excerpts were also reproduced in *The Economic Journal* (1915)⁵.

⁴ As reported by GOLDBERG, *Famous myths of “fiat money”*, in *Journal of Money, Credit and Banking*, 2005, vol. 37 (5), 957-967.

⁵ FURNESS III, *The island of stone money*, in *The Economic Journal*, 1915, vol. 25, 281-283.

In 1903 Furness spent some months on the island of Uap (or Yap), part of the Caroline Islands, in the Pacific Ocean east of the Philippines. He was particularly impressed by the local monetary system, and accordingly gave his book the title *The Island of Stone Money* (1910). Local legend held that around six centuries before an expedition of Yapese fishermen landed accidentally 250 miles away in one of the islands of Palau: they found there limestone rocks (inexistent in Yap) which looked very valuable to them. A first stone was then carved in the shape of a whale (*rai* in their native language), while others, later on, were made circular, since (probably) the round shape was easier to transport (the original name of *rai* did not change).

Being such a rare commodity, so difficult to quarry, carve and transport, the stones had a great value and soon became currency on Yap, following a similar process that gold had in the Mediterranean cultures of antiquity⁶. Their value, in actual fact, was not only material: *rai* was a currency that represented genuine labour, as it was mined and carved on Palau, carried hundreds of miles by outrigger canoes and 10-20 men were needed to move the largest ones (3-4 meters in diameter) on Uap island. Along the time, the monetary value of a specific stone was linked not only to its size and the quality of craftsmanship, but also to its history, being more valuable if many people died during the transportation, or a famous sailor carried it to Yap.

Next to these cultural-related factors of (1) *production* of the value of *rai* stones, also their (2) *consumption* process was deeply inserted in the (closed) exchange system of the Yapese society.⁷ Since the stones were usually too heavy to move and high was the risk of damage, their value passed from one person to another simply by agreeing that the ownership was changed (the physical location of the *rai* did not matter) and the transaction was recorded through the oral history of the community. In other terms, the *consumption* of *rai* stones did *not* require any *physical circulation*, but was based on a shared history of ownership, by means of its oral transmission in the closed social space of Yap island. The social recognition of the stones value was so strong that even when a large *rai* accidentally sank to the sea floor, and was never seen again, everyone agreed that it still existed and could be transacted as

⁶ GIMÉNEZ, *Bitcoins and the stone money*, 2014. Available online at <http://bitcoinsandconomy.blogspot.de/2014/04/bitcoins-stone-money.html>.

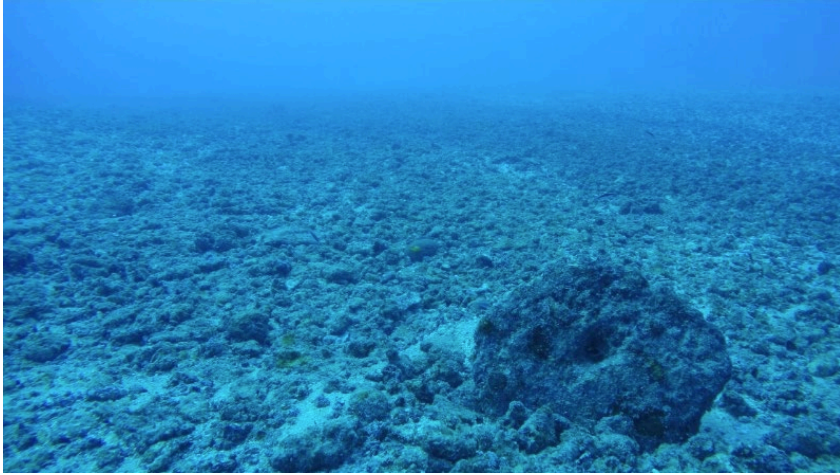
⁷ For a brief anthropological depiction of the use of *rai* currency see: FITZPATRICK - PINKOWSKI, *Banking on stone money*, in *Archeology*, 2004, vol. 57 (2), 18 - 23.

genuine currency, even if not physically accessible to any party (while validly owned and transmitted by one member to another of the community).⁸



Chief Magistrate Anghel Gargog in costume wearing basket near two coral money discs, 1962
(Photographer: Roy H. Goss. National Anthropological Archives, Smithsonian Instit., Washington, D.C.; picture taken from Mangan's personal website)

⁸ FURNESS III, *The island of stone money, Uap of the Carolines*, Philadelphia: J.P. Lippincott Company, 1910, reports in his book what his faithful old friend, Fatumak, a local native, narrated to him, «that there was in the village near-by a family whose wealth was unquestioned, - acknowledged by every one - and yet no one, not even the family itself, had ever laid eye or hand on this wealth; it consisted of an enormous *fei* [i.e. *rai*], whereof the size is known only by tradition; for the past two or three generations it had been, and at that very time it was lying at the bottom of the sea! Many years ago an ancestor of this family, on an expedition after *fei*, secured this remarkably large and exceedingly valuable stone, which was placed on a raft to be towed homeward. A violent storm arose, and the party, to save their lives, were obliged to cut the raft adrift, and the stone sank out of sight. When they reached home, they all testified that the *fei* was of magnificent proportions and of extraordinary quality, and that it was lost through no fault of the owner. Thereupon it was universally conceded in their simple faith that the mere accident of its loss overboard was too trifling to mention, and that a few hundred feet of water off shore ought not to affect its marketable value, since it was all chipped out in proper form. The purchasing power of that stone remains, therefore, as valid as it were leaning visibly against the side of the owner's house.»



Mangan, *Limits to Growth*, 2016, video still (picture taken from <http://www.the8thclimate.org/>)

Mangan's artwork *Limits to Growth* makes visible the conceptual interdependence between *rai* and *bitcoins* as media of exchange where (physical) matter (i.e. stone) and (immaterial) energy (i.e. the electricity used to power the ASIC miners) produce monetary value, whose consumption transforms the latter into a representation of the former (in the installation the value of *bitcoin* is used to print indexed large photographs of *rai* stones), in a process of cultural translation that explores the interrelation between shared social norms (where a legal dimension is present) and the recognition of economic power within a given community (the Yapese community and the one of *bitcoin* users, hence the community of contemporary global markets). In addition to this, the story of *rai* stones explored by Mangan may give further insights into processes of cultural encounters in the form of

(3) circulation and

(4) (re-)formulation of (monetary) values (i.e. meaning).

2.2 Yap money and the (new) world: two striking events of value circulation and re-evaluation in a cross-cultural context, and the role of foreign norms affecting closed social systems

There are two remarkable events (apart from their unique way of production and consumption within the Yapese society) that belong to the

story of *rai* stones, and are highly significant for this research project, as inspired within the conceptual frame of Mangan's *Limits to Growth*.

Both events can be described as examples of cross-cultural (3) circulation and (4) re-formulation of value (i.e. re-evaluation) that occur when a closed exchange system enters into contact with others that are validated by different norms in an open exchange environment, affected either by the impact of new technology or the re-assertion of 'local values'.

(i) The first event (1871) witnessed a value re-formulation due to practices of extra-cultural circulation: "foreign norms" of value *production* replaced local ones, hence *consuming* the "value" (i.e. meaning) of "new" *ray* stones which were not recognized comparable to the "original" local ones.

It was the forces of nature rather than self-determination that caused a collision between the new world and the self-contained Yapese culture. It was a typhoon, or so it's said, that threw up a desolate and desperate Captain David O'Keefe onto the island of Yap in 1871. O'Keefe had taken to the seas to establish himself as a trader... [of copra, dried coconut meat, which was valuable export in the Far East], [but] his new world money had no exchange value within their stone currency.

A baffled and frustrated O'Keefe departed Yap to Hong Kong on a passing steamer empty-handed only to return with a Chinese junk ship and a large supply of modern iron hand tools; if the Yapese wouldn't accept his form of coinage then he would insert himself into the cycle of their own currency. However, O'Keefe was not "buying" or "selling" with the stones. Instead he facilitated an infrastructure introducing the wholesale trade in transporting Rai, which he rendered in exchange for marketable goods, such as copra.⁹

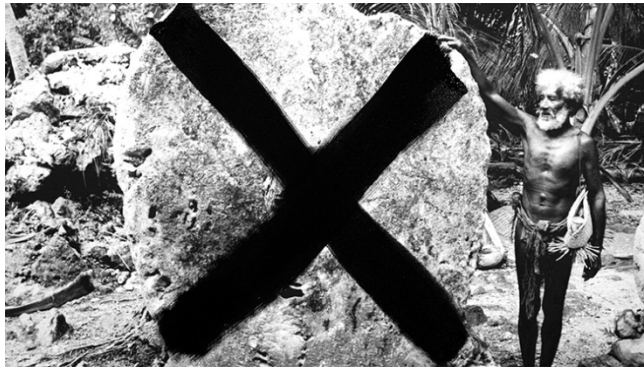
The relative ease of excavation and shipping of "new" *rai* stones (*produced* through "foreign" norms, the iron tools) altered the economy of Yap, a form of inflation set in and *consumed* their value. Coming back to *Limits of Growth*, this is "an important concept that Bitcoins share with stone money of Yap: Bitcoins have a cap on the production of money to avoid inflation"¹⁰.

(ii) The second event (1898), in reverse, occurred in the form of a re-evaluation through intra-cultural circulation of Yap money: "locals norms" of *consumption* were applied to (*re-*) *produce* the value (i.e. meaning) of *ray*

⁹ It should be mentioned here that in 1954 the adventure of Captain David O'Keefe on Yap island also became the subject of a film directed by Byron Haskin and starring Burt Lancaster, under the title *His Majesty O'Keefe*. MANGAN, *Limits to Growth. Part 2 - Numismatics: A study of Dead and Dying Currencies and the True Value of Waste*. Description of the installation project at KW museum, available at <http://www.nicholasmangan.com/>.

¹⁰ GIMÉNEZ, op. cit.

stones to the advantage of “foreign actors.” The case, reported by Furness (1910), occurred when the German Government assumed the ownership of the Caroline Islands, after their purchase from Spain, and the new rulers decided to pave them, demanding the Yapese to repair their roads and put them in good order. But the roughly dressed blocks of coral were, however, quite good enough for the bare feet of the natives; and many were the repetitions of the command, which still remained unheeded. At last, by a happy thought, the fine was exacted by sending a man... throughout the disobedient districts, where he simply marked a certain number of the most valuable *fei* [i.e. *rai*] with a cross in black paint to show that the stones were claimed by the government. This instantly worked like a charm; the people, thus dolefully impoverished, turned to and repaired the highways to such good effect from one end of the island to the other, that they are now like park drives. Then the government dispatched its agents and erased the crosses. Presto! The fine was paid, and the happy... [people] resumed possession of their capital stock, and rolled in wealth¹¹.



Mangan, N., *Limits to Growth* (2016/17), video still
 (Photograph: Roy H. Goss, National Anthropological Archives, Smithsonian Institute, Washington, DC)

One may comment on this case and the immediate reaction could be “How silly. How can be people so illogical?” Indeed, after raising this question in a paper having the same title of Furness’ book *The Island of Stone Money*, Milton Friedman turns to the understanding of (and the sympathy for) the “innocent people of Yap”¹² by equating the monetary role of the stone money

¹¹ FURNESS, op. cit.

¹² FRIEDMAN, *The Island of Stone Money, Working Papers in Economics*, E-91-3. Stanford University: The Hoover Institution, 1991, 1- 5.

to the U.S. reserves of gold held in Fort Knox for foreign governments, when in 1932-33 the Bank of France feared that the U.S. would not stick to the gold standard and consequently asked the Federal Reserve Bank of New York to covert U.S. dollar assets that it had there into (material) gold.

To avoid the necessity of shipping the gold across the ocean, it requested the Federal Reserve Bank simply to store the gold on the Bank of France's account. In response, officials of the Federal Reserve Bank went to their gold vault, put in separate drawers the correct amount of gold ingots, and put a label or mark on those drawers indicating that they were the property of the French - for all it matters they could have done so by marking them "with a cross in black paint" just as the Germans did to the stones¹³.

Friedman significantly concludes his paper with the following observations.

The Yap Islanders regarded stones quarried and shaped on a distant island and brought to their own as the concrete manifestation of wealth. For a century and more, the "civilized" world regarded as a concrete manifestation of its wealth metal dug from deep in the ground, refined at great labor, and transported great distances to be buried again in elaborate vaults deep in the ground. Is the one practice really more rational than the other?

What both examples - and numerous additional ones that could be listed - illustrate is how important "myth," unquestioned belief, is in monetary matters. Our own money, the money we have grown up with, the system under which it is controlled, these appear "real" and "rational" to us. The money of other countries often seems to us like paper or worthless metal, even when the purchasing power of individual units is high¹⁴.

3. Part II - The European framework for payments and the exogenous variable of virtual currencies

From a normative standpoint, the European Union is fertile and interesting terrain for the experimental innovation of means of payment and settlement¹⁵.

¹³ FRIEDMAN, *The Island of Stone Money, Working Papers in Economics*, cit., 3-4.

¹⁴ FRIEDMAN, *The Island of Stone Money, Working Papers in Economics*, cit., 4-5.

¹⁵ The European Union (EU) is an international organization, to whom the Member States have transferred elements of their sovereignty; it enjoys its own jurisdiction. It is actually based on the Treaty on European Union (TEU) and the Treaty on the Functioning of European Union (TFEU), which establish the powers of the Union, its objectives, institutional organization, and the legislative process (namely which European institutions are involved and in what way). This means that the EU is also a community of law: the Union and its institutions are entitled to make laws or rules according to the principle of conferral, pursuant to Article 5.1 TEU, «*the*

Indeed, over time, the Union has set up a harmonising framework for payments with a view to building up an «*area without internal frontiers in which the free movement of goods, persons, services and capital is ensured in accordance with the provisions of the Treaties*» (art. 26.2, *Treaty on Functioning of the European Union* or TFEU), namely, an internal market for payments. The result has been the establishment of an EU-based payment system treated as a law-based infrastructure connecting all European payment service users, both consumers and traders, regardless of the currency used. However, the currency whose exchange may work as a discharging value are only fiat currencies, namely, the currency issued by nation-States or international organisations on their behalf.

This payment system, examined in the following sections, is a centralised payment system, based on the intermediation of credit institutions and non-banking financial institutions: it is first and foremost a cultural product and, for this reason, may be compared to the *rai* payment system used on Yap Island.

As happened (or is said to have happened) on Yap island, any monetary system may operate for too long as a closed system: by chance or by design, technological development comes to challenge the existing payment system. Within the EU, the novelty is represented by virtual currencies, set up as a disintermediated payment system - namely, an infrastructure based on DLT-technology - and a monetary value other than the fiat currencies, for example bitcoin. The EU is experiencing a cultural change, which may or may not prevail over the present payment system. In the end, the main point is whether virtual currencies can fill any gaps European payment service users suffer from.

Part II is organised as follows: in the remaining paragraphs of section 3, the paper focuses on two main features of the European payment system, namely electronification (3.1.) and harmonisation (3.2.). In section 4, the paper turns to the European policy reaction to the spread of virtual currencies addressing the main policy and regulatory concerns. In the end, the virtual currencies seem to represent a last frontier of the electronification of retail payments, which may - to some extent - improve the financial inclusion process encouraged by the European policymaker, but they are short of convincing answers to the ambiguities of payment systems' governance and credit crunch issues, arising from the competition experience as two leading bottlenecks of the payment services market.

Union shall act only within the limits of the competences conferred upon it by the Member States in the Treaties to attain the objectives set out therein».

3.1. The “electronification” process

The “electronification” of retail payments is seen as a policy tool for overcoming the fragmentation of the national market: indeed, it may facilitate cross-border payments and commercial transactions in general, where commercial transactions may concern goods, services or capital.

The EU-based legal framework for the “electronification” of payments, adhering to the policy priorities set out at the international level since the second half of the 80s, has promoted a continuous, efficient, and safe flow of information, where this flow (regarding the sum of money) amounts to a payment transaction or, from the provider’s standpoint, as a payment service. Where does the information flow to? In a payment system or in mutually interoperable payment systems, where the payment system is a contract-based network it is defined as a *«funds transfer system with formal and standardised arrangements and common rules for the processing, clearing and/or settlement of payment transactions»* (art. 7, n. 4, PSD2)¹⁶.

Towards the beginning of 2000, within - and beyond - the Eurozone¹⁷, the Union has been developing a regulatory process in readiness for the “electronification” of payments, being the «migration towards the provision of payment services on a fully electronic and highly automated basis» with a view to use the information and telecommunication technology to make the entire payment process fully automated, since the inception, when the payment order is issued (European Central Bank, 2003).

In the past, the electronification process was always characterised by a neutrality approach. The principle of technical neutrality, applied to the European legal framework for money and payments since the beginning, has made no clear-cut choice on the way card payments, direct debits or credit transfer operations are operated. In fact, no harmonising rule has laid down technical standards. In contrast, the main policy concern was not to set out rules stifling the technical innovation progress, thus bettering the level of efficiency. However, this is clearly set out in the 2015 Payment Service Directive: the preamble (21) of which states that the “*definition of payment*

¹⁶ Therefore, each payment system consists of a matchmaker providing the common technical and regulatory standards, enabling the payment service providers to communicate with each other, and there are often settlement services and payment service providers providing the payment services. At the base of this payment network are the payment service users, debtors and creditors.

¹⁷ The countries of the European Union sharing the same currency - the euro - form the Eurozone, but the Eurozone does not represent an international organization as the European Union does.

services should be technologically neutral and should allow for the development of new types of payment services, while ensuring equivalent operating conditions for both existing and new payment service providers”.

3.2. The harmonisation process and the level playing field

The “electronification” of payments, mentioned above, is rooted in and supported by a broad EU-based normative framework, applying to all the countries in the Union and is mostly based on a full harmonisation approach¹⁸, covering payment service providers and conditions for access to the relevant market, as well as the payment service contract and alternative dispute resolution mechanisms, (payment) data protection rules, etc. Anything not “digital” falls beyond the future of payment within the European Union, despite still belonging to the civil law tradition and practice of several EU countries. Indeed, since the 2007 Payment Service Directive (and still today with the 2015 Payment Service Directive that has replaced the former one), the “regulated field” has not covered all paper cheques, governed by the 1931 Geneva Convention and any comparable paper-based commercial instruments, including all bills of exchange, promissory notes and other such instruments falling within merchant law that cannot be fully digitalized (i.e., from the beginning, when the payment order is issued to the end, when the payment order is settled).

Generally speaking, the harmonisation process covers both negative and positive harmonisation and aims to remove the legal obstacles to the proper functioning of the internal market. In turn, the internal market has been involved since the Spark Plan came into being as the main regulatory and economic device for European growth. Indeed the common market is

¹⁸ However, harmonisation varies in degree according to the allocation of jurisdiction between the Member States and the Union itself. The European Union does not always enjoy exclusive regulatory authority, depending on the area concerned: the construction of an internal market for payments is one of the regulatory powers shared between the Union and the Member States. Therefore, the Union has the power to undertake initiatives (e.g., drafting a directive or regulation) provided this initiative complies with two leading principles, namely the principles of subsidiarity and proportionality.

The principle of subsidiarity provides that *«in areas which do not fall within its exclusive competence, the Union shall act only if and in so far as the objectives of the proposed action cannot be sufficiently achieved by the Member States, either at central level or at regional and local level, but can rather, by reason of the scale or effects of the proposed action, be better achieved at Union level»* (art. 5. 3 TEU); in turn, the principle of proportionality establishes that *«the content and form of Union action shall not exceed what is necessary to achieve the objectives of the Treaties»* (art. 5.4 TEU).

described in the plan in the following terms: «The objective of a common European market must be to create a vast zone of common economic policy, constituting a powerful unit of production, and making possible continuous growth, an increase in stability, and accelerated raising of the standard of living and the development of harmonious relations between the States which it unites»¹⁹. In other words, the harmonisation process is instrumental to the proper functioning of the internal/common market, which, in turn, is deemed to be the driving force of growth, so, for transitive property, harmonisation turns out to be necessary to trigger *growth*.

However, the market for payment services in Europe stands as a natural oligopolistic market, highly fragmented along its national borders. For this reason, the European harmonisation process has tried to build up an internal market, trading off the competitiveness and contendibility of the product market on the one hand and financial inclusion on the other²⁰.

While subparagraphs 3.2.1., 3.2.2. and 3.2.3, focus on how the harmonisation process has tried to smooth the path for a more controllable market, 3.2.4. addresses the second axis of the harmonisation process, namely, the priority of financial inclusion policy.

¹⁹ Mortelmans argues that there is no material distinction between the concept of *internal market*, *common market* and *single market*. MORTELMANS, *The common market, the internal market and the single market*, in *Common Market Law Review*, 1998 (35), 101 - 136.

²⁰ The positive harmonisation process is predicated on regulatory action taken at Union level. In the area of payment transactions, it involves the European Commission, the European Parliament and the Council, as well as one or more of the European Supervisory Authorities. It consists of non-binding (or soft) rules and compulsory legislation (such as directives and regulations) and ultimately complies with the principle of neutrality in relation to technological business models.

The process of harmonising the electronic payments began early, around the turn of the 80s, with the Commission issuing communications and recommendations on electronic payments and electronic money, setting out non-binding rules. The process continued in the second half of the 90s, establishing hard law rules through directives and regulations.

There was an initial normative phase in which the Union mostly approved directives to achieve a minimum level of harmonisation: this meant that individual EU countries had great leeway in the transposition of directives within their national legal systems, as the European directives set a bare minimum level of regulation, leaving national governments free to enforce tougher rules. Later on, in the second phase, the Union progressed from a minimum harmonization to a full harmonisation approach, approving directives leaving small or no room for movement to the Member States in the implementation process, in addition to approving European regulations, which are *per se* directly applicable in the Member States. An overview in GIMIGLIANO, *The lights and shadows of the EU law on payment transactions*, in GIMIGLIANO, G. (ed), *Money, Payment systems and the European Union. The regulatory challenges of governance*, Newcastle-upon-Tyne, 2016, 24 - 38.

3.2.1. Transparency rules for payment service contracts

Since the first Commission's recommendations²¹, the European policymaker has focused on transparency as a legal device for improving competition among the payment service providers established in the Union.

The transparency rules have always covered both regulatory and economic contracting conditions. Indeed, the European policymaker assumes that, by giving the payment service users proper information, they will be able to make well-informed commercial choices by cherry picking, in the internal market, the payment service provider or the payment service contract best suited to their needs. This may indirectly improve competition not only at national level but also at EU level.

Since the first soft rules, the transparency rules cover the whole electronification process for payments. In fact, in the 80s, the Commission focused on electronic payment instruments, both e-money and account-based products, providing for duties of information before and after a contract is made, in addition to a set of uniform terms and conditions to be set in line with the preliminary information given. When PSD1 was approved in 2007, the transparency rules exhibited slight normative differences compared with the corresponding soft rules, and so did the 2015 Payment Service Directive²².

²¹ See, among others: Commission Recommendation of 8 December 1987, OJEC n. L 365/72 of 24.12.1987, on a European Code of Conduct relating to electronic payment; Commission Recommendation of 17 November 1988, OJEC n. L 317/55, of 24.11. 1988, concerning payment systems, and in particular the relationship between card-holder and card issuer.

²² Drawing a rough comparison between the soft harmonising rules and the 2007 Payment Service Directive, the main regulatory difference lies in the information to it is necessary to "provide" and the information to be "made available" by the payment service provider. This distinction is clearly stated in the preamble (27) aiming to reaching a trade-off between cost-efficiency and practical aspects of the payment service contracts, on the one side, and the needs of the payment service users, on the other. Indeed, concerning framework contracts, like payment account contracts, the information provided means the information «*actively communicated by the payment service provider at the appropriate time as required by this Directive without further prompting by the payment service user, or the information should be made available to the payment service user, taking into account any request he may have for further information*»; by contrast, the information is made available when «*the payment service user should take some active steps in order to obtain the information, such as requesting it explicitly from the payment service providers*», for example, logging into bank account mail box or inserting a card into printer for account statements. With regard to this regulatory approach, there is no change in the 2015 Payment Service Directive, which has set out tailor-made

Despite regulatory continuity, the 2014 Payment Accounts Directive addressed the matter of the internal market for payments being still highly fragmented along the national borders. More specifically, the transparency rules covered both normative and economic conditions but were lacking a uniform nomenclature of contract fees. Indeed, the banking industry had failed to reach an agreement on the standardisation of payment-service fee terminology, and this ended up discouraging the payment service consumers from cherry picking among the Member States, as the European policymaker had always wished²³.

The Payment Account Directive has consistently set out a bottom-up standardisation process starting from the Member States and going up to the European Banking Authority, with a view to provide the consumers with uniform statements of fee and payment account information documents, both featured by the «*same format, order of items and headings*»²⁴ throughout the Member States.

3.2.2. Non-bank payment service providers

The harmonisation process has tried to level the playing field for payment service providers. Indeed, it has established the professional provision of payment services as a regulated business and has set up a close list of payment service providers. In addition to post offices, the list includes credit institutions, payment institutions (PIs) and electronic money institutions (EMIs) as non-bank payment service providers, respectively, specialised in the provision of payment services and in the issuance of e-money in compliance with the 2009 E-Money directive and, possibly also authorised to operate payment services²⁵.

Like the credit institutions and investment firms, the PIs and the EMIs may enjoy the freedom of establishment and the freedom of services in

transparency rules for the newly-established payment services, namely, the account information services and the payment initiation services.

²³ See, preamble (5) ff., dir. 2014/92/EU, OJEU n. L 257/214, of 28.8.2014.

²⁴ See, preamble (20), dir. 2014/92/EU, OJEU n. L 257/214, of 28.8.2014. In addition, the 2014 Payment Accounts Directive has compelled the Member States to set free-of-charge comparison websites in order to provide consumers with clear, concise and impartial information on payment service fees. Please, compare the preambles (22) and (23) as well as art. 7, 2014 Payment Accounts Directive.

²⁵ Besides, the close list of payment service providers comprises also the European Central Bank and the national central banks as well as the States, the regional and local authorities, «*when not acting in their capacity as public authorities*».

compliance with the principle of the single licence and home country control. To this end, the European framework provides for lighter financial requirements for payment institutions, strictly linked to a risk-based approach. In other words, own funds and initial capital requirements are established on the basis of the level of risk being run by the payment service(s) that has to be covered by the authorisation²⁶.

With a view to encouraging business operators to enter the market for payment services, the PSDs²⁷ have drawn the distinction between pure and hybrid payment institutions. Indeed, the main concern was to prompt business entities, like fintech firms, big retailers, or Internet service providers, to enter the payments market: these entities operate outside the financial market but may possess the critical mass or the technical skills to provide electronic payment services. To the extent that they are authorised as hybrid payment institutions, they may operate alongside commercial and financial businesses directly without establishing a subsidiary.

The ‘payment service value chain’ was ‘opened up’ with the 2015 Payment Service Directive, in order to encourage competition in the field of payment systems. Indeed, while the 2007 directive allowed payment service providers to outsource some of the steps in payment transaction processing, the 2015 directive has permitted payment service users to share their data - the data associated with payment transactions - with payment service providers other than those operating their payment account, servicing the account information service providers and payment initiation service providers. They respectively provide for *«an online service to provide consolidated information on one or more payment accounts held by the payment service user with either another payment service provider or with more than one payment service provider»* (the account information service) and a *“service to initiate a payment order at the request of the payment service user with respect to a payment account held at another payment service provider»* (the payment initiation service). From the entrepreneurs’ standpoint, both of them are treated as regulated business activities that allow payment service providers other than payment account service providers to hold users’ data without stipulating a contract with the payment account servicing provider concerned. It is sufficient for the payment service user to enter into a contract with them.

²⁶ Title II, 2007 and 2015 Payment Service Directives.

²⁷ PSDs is the acronym covering both the 2007 Payment Service Directive and the 2015 Payment Service Directive.

3.2.3. Interoperable and compatible payment systems

To the extent that the electronification process has transformed payment into a flow of digital data, payment transactions may be more efficiently carried out via compatible and interoperable payment systems, where a “payment system” is a contract-based business organisation acting as the matchmaker between the two sides of the market (i.e., the payment service providers of the payer and of the payee), whose main scope is matching, processing and settling payment orders. More specifically, in the 2007 Payment Service Directive, the payment system is treated as a *«funds transfer system with formal and standardised arrangements and common rules for the processing, clearing and/or settlement of payment transactions»* (art. 4, n. 6)²⁸.

For the European policymaker, the main point was retail payments. In fact, in the internal market, making a series of bilateral agreements between payment service providers would have made the cross-border transfer of funds extremely expensive. It was therefore important that payment could flow easily – as a string of data – through the payment systems (or the payment platforms). This is why, since the mid-80s Commission recommendations, the European policymaker has pushed forward the idea of compatible and interoperable payment systems that can easily communicate with each other.

However, while the policy priority of the European policymaker was to remove all the legal, economic, and technical burdens on the proper functioning of the internal market for payments, the payment systems as business organisations (or associations of undertakings) claim that, due to the two-sided market structure and the positive network externalities exhibited by the payment services, they may operate as long as a vertical integration process is brought about, where the integration process goes from the top (the matchmaker) to the end-users (the payees and the payers) and implies a cost-allocation mechanism among the network participants. The first group is subject to the “non-discrimination”²⁹ rule as well as the “honour all cards”³⁰

²⁸ This definition appears to be consistent with both the definition of payment system set out in the 1998 Settlement Finality Directive and in the 2015 Payment Service Directive.

²⁹ The “non-discrimination rule” prohibits merchants from adding charges to cardholders who pay using one of the methods provided by the payment system-platform. In addition, the no-discrimination rule prohibits merchants from giving consumers discounts for paying by other means of payment, such as cash, for example. See: Commission decision of 9th August 2001, OJEC n. L293/24 of 10.11.2001.

³⁰ The “honour-all-cards” rule is a *«twofold obligation imposed by issuers and payment card schemes for payees to accept all the cards of the same brand, irrespective of the different costs of these cards (the ‘Honour all Products’ element) and irrespective of the individual*

rule; by contrast, the intra-system competition is deeply influenced by multilateral interchange fee³¹, the exclusionary clauses as membership fees³². Between the European policymaker and the market actors (i.e., the payment systems) there is the antitrust action, carried on by the network of national antitrust authorities, led by the Commission as *primus inter pares*, firstly according to Commission Regulation n. 17 of 1965 and, later on, Commission Regulation n. 1 of 2003.

In the market for payment services, the antitrust regulatory experience goes back to the 1995 Commission communication on the application of competition rules to cross-border credit transfers and has been based, throughout the years, on the Commission's decisions and European courts' rulings, like *Visa*, *Mastercard* or *Cartes Bancaires* case law, just to mention a few. An in-depth analysis of antitrust results falls beyond the scope of this paper, but, to cut a long story short, the European lawmaker has decided to step into the antitrust arena, making some regulatory choices taking legislative initiatives:

- With regard to access to the payment systems, it has been established that *«Member States shall ensure that the rules on access of authorised or registered payment service providers that are legal persons to payment systems are objective, non-discriminatory and proportionate and that they do not inhibit access more than is necessary to safeguard against specific risks such as settlement risk, operational risk and business risk and to protect the financial and operational stability of the payment system. Payment systems shall not impose on payment service providers, on payment service users or on other payment systems any of the following requirements: (a) restrictive rule on effective participation in other payment systems; (b) rule which discriminates between authorised payment service providers or between registered payment service providers in relation to the rights, obligations and entitlements of participants; (c) restriction on the basis of institutional status»* (art. 35, 2015 Payment Service Directive);

issuing bank which has issued the card (the 'Honour all Issuers' element)» (Preamble 37, Reg. 751/2015/EU).

³¹ The "multilateral interchange fee" means a *«fee paid for each transaction directly or indirectly (i.e. through a third party) between the issuer and the acquirer involved in a card-based payment transaction. The net compensation or other agreed remuneration is considered to be part of the interchange fee»* (art. 2, n. 10, Reg. 751/2015/EU).

³² The exclusionary clauses may influence intra-system competition; in other words, competition among incumbents and newcomers based on membership fees and the qualities of the payment services provided by the payment system(s) concerned.

- Concerning multilateral interchange fees, Regulation 751/2015/EU provides that all debit and credit card-based payments are subject to a maximum interchange fee rate, which may be lowered for domestic payments;
- As for the “honour all cards” rule, Regulation 751/2015/EU has established that *«Payment card schemes and payment service providers shall not apply any rule that obliges payees accepting a cardbased payment instrument issued by one issuer also to accept other card-based payment instruments issued within the framework of the same payment card scheme»*;
- In the end, art. 62 of the 2015 Payment Service Directive (formerly art. 52, 2007 Payment Service Directive) concerning the non-discrimination rule, has established that, generally speaking, the *«payment service provider shall not prevent the payee from requesting from the payer a charge, offering him a reduction or otherwise steering him towards the use of a given payment instrument»*.

Apart from any further consideration, one might reasonably assume that the European policymaker has taken the regulatory initiative in this field because the antitrust experience was raising some degree of legal uncertainty, but the result is still highly debated. In the end, both European legislation and antitrust experience have addressed the payment system as the conceptual device for the construction of the European framework for payments.

3.2.4. Harmonisation and financial inclusion

The second axis of the European harmonisation process for payments is financial inclusion. At the beginning, this meant allowing payment service users to enjoy the full benefits of the internal market for goods, services and persons. More recently, however, this has become the right to access the payment system on a non-discriminatory basis, holding at least a payment account with basic features.

The first step was taken in the late 70s and mid-80s, when the harmonisation process was exclusively based on the Treaty’s negative provisions and led by the preliminary rulings of the Court of Justice³³.

³³ We can draw a distinction between positive and negative harmonization processes. Positive harmonization broadly aligns the rules and regulations of the various members of the Union, providing common Community-based rules, so they are established through the ordinary legislation process (art. 114 TFEU). On the other hand, the negative harmonization process is grounded on the proceedings of the European Court of Justice, which is also responsible for ascertaining whether national administrative or legislative provisions comply with the

At that time, the free movement of payments was still considered ancillary to the free movement of capital and, in turn, the latter had not yet been fully liberalised. Within this normative context, the joint “Luisi and Carbone”³⁴ cases posed the following situation: two nationals of a Member State (Italy) moved to another Member State to enjoy tourist services or medical treatments and brought with them a quantity of physical banknotes in the foreign currency for use abroad, exceeding the maximum permitted by the home exchange law. Both Mrs Luisi and Mr Carbone were charged under national law, which imposed a penalty on them.

The Court of Justice, asked to release a preliminary ruling on the interpretation of art. 106 of the Treaty of Rome, held that «(...) *any payments connected with the movement of goods or services are to be liberalised to the extent to which the movement of goods and services has been liberalised between the Member States*», in other words, the money consideration paid for exchanging goods or services (the so-called *current payments*) had been fully liberalised since the end of the transitional period. In addition, the Court held that the *«physical transfer of bank notes may not therefore be classified as a movement of capital where the transfer in question corresponds to an obligation to pay arising from a transaction involving the movement of goods or services. Consequently, payments in connection with tourism or travel for the purposes of business, education or medical treatment cannot be classified as movements of capital, even where they are affected by means of physical transfer of bank notes»*³⁵.

After the Maastricht Treaty, the free movement of capital and payments was fully liberalised, and the latter was no longer considered as ancillary to the former. It was in these years, as I have already outlined in the paragraphs above, that the ongoing positive harmonisation process began. However, financial inclusion has only recently become a clear-cut policy priority. In fact, the 2014 Payment Accounts Directive clearly established the non-discrimination principle, providing that *«Member States shall ensure that credit institutions do not discriminate against consumers legally resident in the Union by reason of their nationality or place of residence or by reason of any other ground as referred to in Article 21 of the Charter, when those*

European Treaty rules or, conversely, may hinder fulfillment of the principles of the European Treaties, especially the free movement of persons, goods, services, capital and payments. On the legal techniques of harmonisation, see: KURCZ, *Harmonisation by means of directives-a never-ending story?*, in *European Business Law Review*, 2001 (Nove. Dec), 287 - 307.

³⁴ Joined cases 286/82 and 26/83.

³⁵ Luisi and Carbone joined case, § 21 - 23.

consumers apply for or access a payment account within the Union. The conditions applicable to holding a payment account with basic features shall be in no way discriminatory»³⁶. They are entitled to hold a payment account or, at least a payment account with basic features: indeed, the 2014 Payment Accounts Directive establishes that this type of payment account is provided by a number of credit institutions in each Member State for European consumers, microenterprises and asylum seekers, «irrespective of the consumers' financial circumstances, such as their employment status, level of income, credit history or personal bankruptcy»³⁷. In addition, the holders of payment accounts with basic features may place, withdraw, and transfer funds by means of direct debits, credit transfers and card payments. In this sense, they are fully comparable to regular payment accounts³⁸.

Consistently with the financial inclusion policy priority, the 2018 Geoblocking Regulation «*seeks to address direct, as well as indirect discrimination. Thus, it also seeks to cover unjustified differences of treatment on the basis of other distinguishing criteria which lead to the same result as the application of criteria directly based on customers' nationality or place of residence, regardless of whether the customer concerned is present, permanently or on a temporary basis, in another Member State, or place of establishment*»³⁹.

4. Digital Currencies as a new monetary system

The analysis of the legislation provided in the preceding sections has shown the main regulatory features of the European payment system as a whole, addressing how the *electronification* process of funds transfer has led the regulatory harmonisation process at European level.

In the end, a European payment system has been established, firmly rooted in common regulatory, technical and information standards, based on the role of the *middleman* performed by payment service providers, clearing houses, central banks and, above all, payment system-platforms. In fact, the single payment system-platform has become a conceptual, technical and normative unit.

³⁶ Art. 15, 2014 Payment Accounts Directive.

³⁷ Preamble (35), 2014 Payment Accounts Directive.

³⁸ See: art. 17, 2014 Payment Accounts Directive.

³⁹ Preamble (6), Reg. 2018/302/EU, OJEU n. 60/I, of 2.3.2018.

However, sooner or later, the European payment system was to encounter something completely new, as happened with the ancient *rai*-based system. This is the case of the virtual currencies (VCs) system and, among these, bitcoins as a leading virtual currency scheme.

Generally speaking, virtual currencies work as a payment system, in other words, as a value transfer system where the flow of monetary assets is denominated in a private currency, the bitcoin, acting as a unit of account.

The bitcoin is based on the blockchain system, which works as «a protocol for sending, receiving and recording value on a public ledger», featured by immutability or «resistance to tamper», because its state is externally verifiable and all data is immutable⁴⁰. As a «value container»⁴¹, the blockchain may contain a fiat currency, a privately-issued currency, a financial instrument, and other assets. Indeed, there might be a blockchain without a monetary token, but there is no virtual currency without blockchain technology.

Bitcoins are the prototype of bi-directional (i), permissionless (ii) and decentralised (iii) virtual currency schemes, gaining momentum since the 2009-2011 financial crisis as a form of reaction to the official financial system. Indeed, they respectively: (i) enjoy a close link between the virtual world and the real economy, and this may actually influence the monetary function of fiat currencies and the role of central banks, as well as the efficiency and affordability of the “regular” payment system⁴²; (ii) allow anyone to participate in the process of determining what blocks are added to the chain, for which reason they are also treated as public ledgers⁴³; and lastly, (iii) the current state of the chain and the bitcoin platform allows all the nodes (i.e., all participants) to take part in the validation process of the bitcoin blockchain, with all of them having a copy of all the transactions ever made⁴⁴. Of the three features of the bitcoin-blockchain, decentralisation is without doubt the most

⁴⁰ PILKINGTON, *Blockchain technology: principles and applications*, in OLLEROS - ZHEGU (eds), *Research handbook on digital transformation*, Cheltenham, UK, 2016.

⁴¹ PILKINGTON, op. cit.

⁴² An overview of the different types of virtual schemes, please, check: ECB, *Virtual currency schemes*, Frankfurt am Main, October 2012.

⁴³ Sometimes it is drawn the difference between private and public ledgers, some others between permissioned and permissionless ledgers, but in the end they are respectively comparable one with the others. See: PILKINGTON, *Blockchain technology: principles and applications*, op. cit.

⁴⁴ PILKINGTON, op. cit.; BARON - O'MAHONY - MANHEIN - DION-SCHWARZ, *Examining the potential for non-state actor development*, 2015, Rand Corporation Report, 5-21, available at <http://www.jstor.org/stable/10.72249/j.ctt19rmd78.8>

challenging because it is argued that it is the level of decentralisation that makes the difference compared with the “traditional” payment systems, making reference either to the property title regarding the physical and virtual nodes or to the lack of coordination among the actions of the different actors that, in turn, have different internal roles in the validation process of the bitcoin transfers⁴⁵.

A brief comparison between the regular payment system and bitcoin blockchain value transfer (sub 4.1.) may help us figure out which type of regulatory changes should be made and whether the latter would prevail over the former (sub 4.2. and 4.3.).

4.1. The regular payment system vs the bitcoin value transfer system

In regular payment systems, commercial banks are committed to ascertaining whether the payer is entitled to transfer the sum of money concerned, while here the “multispending problem” is dealt with via a cryptographic method, namely, «by a mathematical proof that the payer is the effective owner of that unit of money»⁴⁶. This mechanism works through a digital signature and a complex validation process. According to the former element, each participant uses a double key, namely a private and public key, transmitting the public key to the network, but keeping the private key secret, which in turn makes it possible to couple the owner to the amount of money transferred. As stated in the economics literature, this mechanism is «conceptually similar to having an address with a locked mailbox; anyone can deliver mail, but only someone can take letters out and send them to a new address, thereby transferring or spending them»⁴⁷. Conversely, the latter element - namely, the validation process - is carried out through a *decentralised consensus protocol* or blockchain, i.e., a «chain of transactional records that a subset of network participants (also known as miners) enriches by solving difficult computational problems»⁴⁸. While the consensus concerns

⁴⁵ PILKINGTON, op. cit.; WALCH, *Deconstructing “Decentralization”*. *Exploring the core claim of crypto systems*, in BRUMMER, *Cryptoassets. Legal, Regulatory, and monetary perspectives*, Oxford: OUP, 2019, 39 - 68.

⁴⁶ PILKINGTON, op. cit.

⁴⁷ BARON - O'MAHONY - MANHEIN - DION-SCHWARZ, *Examining the potential for non-state actor development*, 12 ff.

⁴⁸ PILKINGTON, op. cit.

whether or not to include the new block in the blockchain⁴⁹, miners, natural or legal persons, are the nodes of the network, and they «fiercely (and anonymously) compete on the network to solve the mathematical problem in the most efficient way, thereby adding the next block to the blockchain»⁵⁰.

Bitcoin-like virtual currency schemes use a bottom-up and decentralised validation process giving a different content to the payment finality process. Whereas in the regular payment system the transfer of funds is carried out by the commercial banks and the clearing and settlement houses, all the participants in the virtual currency network may (in theory) become validators and, as such, not only may they take an active role in the monetary exchange process, but they also participate in the money issuance process, replacing the traditional functions of the central banks and the private banking system. In fact, it has been emphasised that the validation process is closely linked to the issuance process: the first node solving the mathematical problem is rewarded by new bitcoins automatically generated by the system. In turn, users reward the validators on a voluntary basis when the validation process is carried out⁵¹.

There are a couple of further trust-based issues to address, drawing a comparison between the regular European payment system and the VC-value transfer system.

Payment service users must rely on the proper execution of their payment orders as well as the protection of their funds and data. The national and European authorities, together with the central banks, are in charge of performing financial supervision and oversight functions in order to preserve trust in the stability of payment service providers and the affordable and efficient functioning of the payment system as a whole.

On the other hand, as the regular payment system has been replaced by the VC-system, there is no issue of trust in the financial intermediaries and the financial authorities. Indeed, thanks to the hash function, the blockchain is always characterised by immutability, which is «what confers its intrinsic value to crypto-currencies, thanks to a revolutionary feature, namely ‘the ability to declare a truth, globally and without a centre of authority, regardless of what anyone else does to change this truth’»⁵². In fact, the hash is an output,

⁴⁹ More details in: BONAIUTI, *Economic issues on m-payments and bitcoin*, in Gimigliano (ed), *Bitcoin and mobile payments. constructing a European Union Framework*, Palgrave Studies in Financial Services Technology, London, 2016, 27 - 51.

⁵⁰ PILKINGTON, op. cit.

⁵¹ Bonaiuti argued that «even if this fee is completely on a voluntary basis, probably transactions without fees are never validated». See: BONAIUTI, *Economic issues on m-payments and bitcoin*, 41.

⁵² PILKINGTON, op. cit.

namely the result of a transformation of the original information (input): «each block contains a list of transactions, as well as the *hash*, or digital signature, of the previous block created (hence the term *block chain*) for the ledger, since each block is chained to the previous one»⁵³. Hence, it is assumed that the validation process cannot be reversed⁵⁴.

In the end, the bitcoin system (and virtual currencies alike) raises a further issue of trust, namely, trust in the stability of its purchasing power.

In the regular payment system, the central banks are committed to preserving monetary stability by implementing monetary policy. Indeed, the Treaty on the Functioning of the European Union establishes that the «*primary objective of the European System of Central Banks (hereinafter referred to as 'the ESCB') shall be to maintain price stability. Without prejudice to the objective of price stability, the ESCB shall support the general economic policies in the Union with a view to contributing to the achievement of the objectives of the Union as laid down in Article 3 of the Treaty on European Union*» (art. 127).

By contrast, virtual currency schemes like bitcoins enjoy market-based value, and this greatly impairs their function as a reserve of value. In order to make the virtual currencies less volatile, financial service providers and technology companies are working on stablecoins, using the following stabilisation mechanism: they ensure the value of the virtual assets by either «(i) holding money (in one currency or a basket of different currencies), (ii) securities and commodities such as gold, (iii) crypto-assets or even (v) user's expectations about future purchasing power»⁵⁵.

Only the coming years may tell us whether the VC-based value transfer system might totally or partially replace the regular European payment system. Anyway, what will happen in the future is likely to be influenced by the on-going policy-making choice. Firstly, it might be influenced by the regulatory reaction of the European institutions, and - secondly - it might be led by its aptitude for coping with existing regulatory drawbacks or market bottlenecks.

In the following sections, this paper first gives an overview of European regulatory reactions with a view to ascertaining whether the European policymaker has prohibited, regulated or *ignored*, the new monetary phenomenon (*sub* 4.2.): it is worthy of note that on Yap Island, the Germans

⁵³ BARON - O'MAHONY - MANHEIN - DION-SCHWARZ, *Examining the potential for non-state actor development*, cit., 12

⁵⁴ PILKINGTON, op. cit.

⁵⁵ ECB, *Stablecoins - no coins, but are they stable?*, *In Focus*, Issue n. 3, November 2019.

tried to prevent Yap inhabitants from using rai by drawing a cross on the largest stones. In turn, in 4.3., this paper wonders whether the VC-value transfer system can cope with some of the most prominent regulatory drawbacks of the current payment system.

4.2. The European policymaker's reaction to the spread of virtual currencies

As explained in Part I of this paper, the German government tried to control the disobedient districts on Yap Island by sending a man in charge of marking a certain number of the most valuable rai with a black cross. Learning from the e-money regulatory experience, the European policymaker has decided to take a wait-and-see approach to bitcoin-like virtual currency schemes. Indeed, although they might jeopardise the monetary function of the central bank as well as the role of fiat currency as a unit of account, this time, the ECB acknowledges that virtual currencies still represent a tiny share of the market⁵⁶.

Generally speaking, there are two main strands of regulatory reaction at European level; these handle threats to the regular operation of the financial system and contract freedom in the payee-payer obligation relationship.

With a view to protecting the soundness of the financial system, the 2018 Anti-Money Laundering Directive⁵⁷ focuses on the money-laundering risk raised by the anonymity of bitcoin-like virtual currencies. Indeed, the main point concerns the anonymity of virtual currency schemes like bitcoins, where there is no way of coupling the public key with the private one. This may make them a useful device for money laundering activities. Therefore, both the providers professionally engaged in the exchange services between virtual currencies and fiat currencies as well as the custodian wallet providers⁵⁸ must be registered and fulfil the notification requirements laid down in the 2015 AML directive⁵⁹.

⁵⁶ ECB, *Virtual currency schemes - a further analysis*, Frankfurt am Main, 2015, 32 f.

⁵⁷ Directive 2018/843/EU of 30 May 2018, published in OJEU n. L 156/43 of 19.6.2018.

⁵⁸ With regard to the business of custodian wallet providers, please, see: BONAIUTI, *Economic issues on m-payments and bitcoin*, 38 f. It goes without saying that the VC ecosystem is much broader.

⁵⁹ It is worthy of note that the 2018 AML directive provides a definition of virtual currency - for the first time in the European legal framework - considering it as a *«digital representation of value that is not issued nor 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 is accepted by natural or legal persons as a means of exchange and*

By contrast, creditors and debtors of monetary obligations may freely pick out the currency they prefer, but the European Banking Authority (EBA) has warned virtual currency holders about the risks they are assuming, addressing operational, legal, and financial risks⁶⁰, beginning with the deceptive nature of the word “currency”. Indeed, EBA has considered virtual currencies as a «digital representation of value that is neither issued by a central bank or a public authority nor necessarily attached to a FC [*fiat currency*], but it is used by natural or legal persons as a means of exchange and can be transferred, stored or traded electronically»⁶¹. In addition, EBA has drawn the difference between the virtual currencies and banking deposits, stressing that the virtual currency holders do not enjoy the deposit guarantee scheme protection in case of VC issuers’ default. In the end, EBA has emphasized the normative difference between funds and virtual currencies and how only the former - namely, coins and banknotes, scriptural money and e-money as set out in the 2009 European directive - are covered by the rules and regulation on payment services laid down in the 2015 Payment Service Directive.

4.3. What regulatory advances?

The bitcoin-like value transfer system represents the latest state of the *electronification* of payments⁶², marked by a higher level of money privatisation. However, the Yap experience seems to teach us that the monetary change is not *per se* something positive⁶³.

Indeed, it seems sensible to believe that the VC system may better off the financial inclusion levelling down the money remittance fees, especially those towards Third Countries, but it would be advisable to ascertain whether bitcoin-like virtual currency schemes may address some of the regulatory drawbacks or market bottlenecks raised by the *regular* payment system. To

which can be transferred, stored and traded electronically» (art. 3, n. 18). Despite this normative definition, laid down for the application of the AML rules and regulations, there is great legal uncertainty on the juridical nature of the bitcoin-like virtual currencies. An overview of the academic positions: VARDI, *Bit by bit: assessing the legal nature of virtual currencies*, in GIMIGLIANO (ed), *Bitcoin and mobile payments. Constructing a European Union Framework*, Palgrave Studies in Financial Services Technology, London, 2016, 55 - 71.

⁶⁰ EBA, *Warning to consumers on virtual currencies*, 12 December 2013; EBA, *Opinion on “virtual currencies”*, 4 July 2014; EBA, Report with advice for the European commission on crypto-assets, 9 January 2019.

⁶¹ EBA, *Opinion on “virtual currencies”*, cit., 11.

⁶² See: PILKINGTON, op. cit.

⁶³ *Supra*, Part I.

this end, this section will focus on two of them: the credit crunch, closely connected to overdraft regulatory conditions, and the governance of payment systems as four-party payment platforms.

Concerning the first aspect, «If a customer draws on an account which has inadequate funds, it is regarded as being a request to the bank for an overdraft»⁶⁴ and since the 2000 Cruickshank Report, overdraft is addressed as a grey area of competition. It has underscored how the price of overdraft is not driving the choice of current account. More recently, the analysis of the European legal framework from a competition law standpoint shows how the bottleneck of this market is the credit access and the overdraft conditions. From the investigation of the Commission and the Court of Justice case law comes out that the current or payment accounts have a tying effect because they are at the crossroads between the access to credit and the operation of payment operations.

This is why, since the 2007 Payment Service Directive, the European policymaker has allowed payment institutions not only to operate payment transactions but also to extend credit through their own funds, with a view to improving market conditions. Indeed, «*payment institutions may grant credit relating to payment services (...) if all of the following conditions are met: (a) the credit shall be ancillary and granted exclusively in connection with the execution of a payment transaction; (b) notwithstanding national rules on providing credit by credit cards, the credit granted with a payment (...) shall be repaid within a short period which shall in no case exceed 12 months; (c) such credit shall not be granted from the funds received or held for the purpose of executing a payment transaction; (d) the own funds of the payment institution shall at all times and to the satisfaction of the supervisory authorities be appropriate in view of the overall amount of credit granted*»⁶⁵.

Turning to the bitcoin-like virtual currency schemes, these are unlikely to improve the state of the overdraft market. Insofar as they are based on a logic of «digital metallism»⁶⁶, where promises of «materiality, privacy, and community»⁶⁷ are underwritten and backed by an algorithm, they are far from enjoying the degree of flexibility required to meet users' credit needs.

⁶⁴ WADSLEY - PENN, *Banking Law*, vol. I, London, 2000.

⁶⁵ Art. 18, § 4, 2015 Payment Service Directive.

⁶⁶ MURRAY ET ALT., «*When perhaps the real problem is money itself!*»: the practical materiality of Bitcoin, in *Social Semiotics*, March 2013, available at: <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/10350330.2013.777594>

⁶⁷ MURRAY ET ALT., «*When perhaps the real problem is money itself!*»: the practical materiality of Bitcoin, in *Social Semiotics*, March 2013, available at: <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/10350330.2013.777594>

Coming to the governance of payment systems as two-sided and four-party platforms: it is a matter of intra-system competition. The case in point is *Cartes Bancaires*, where the Court of Justice overturned the ruling of the General Court (and, in turn, the European Commission's decision) on some pricing measures, established the CB Members scheme, setting «certain fees to be paid by CB Group members depending on their card issuing/acquisition of merchants ratio». While the CB Group addressed them as a regulatory device to solve a free-riding problem on the issuing side, the Commission held that they were a form of by object restriction because the «purpose of the measures was to keep the price of payment cards artificially high to the advantage of the major banks of the CB Group and to the detriment of new entrants»⁶⁸. This case may demonstrate the delicate trade-off between the newcomers' and the incumbents' interests in intra-system competition. In addition, it reveals how art. 35, 2015 Payment Service Directive (former art. 28, 2007 Payment Service Directive), mentioned above⁶⁹, is far from providing a workable solution to the governance bottleneck. So the question is: might bitcoin blockchain be able to cope with this regulatory issue?

One might assume that the asserted decentralised nature of permissionless blockchain may cope with this regulatory bottleneck. However, Angela Walch has convincingly stressed the risk of the so-called streetlight effect, «paying attention only to matters that have been illuminated, and not to ones remaining in the dark. The name of the effect comes from the parable of a man who looked for his lost glasses only in places illuminated by a streetlight, not because he thought he had lost them there, but because that is where he could see. Here, the fact that the node networks of the Bitcoin and Ethereum systems are extensive and global is relatively well known and nodes are easily countable (in the gleam of the streetlight), while the roles of software developers, miners, and even nodes in governance are complex and poorly understood (in the shadows), so these actors who strongly influence the success or the failure of a blockchain system remain unremarked»⁷⁰. As far as the concentration of decision-making power remains in the dark, there is no room for competition law in cases of market distortion.

⁶⁸ CALZADO - SCORDAMAGLIA TOUSIS, *Groupement Cartes Bancaires v. Commission: shedding light on what is not a "by object" restriction of competition*, in *Journal of European Competition Law & Practice*, 2015 (18), 1 - 3.

⁶⁹ See above: § 3.2.3.

⁷⁰ WALCH, *Deconstructing "Decentralization". Exploring the core claim of crypto systems*, 59 ff.

5. Concluding remarks

The “privatisation” of money represents a long-standing process; it is based on technological innovation, changing from time to time. In the case of the story of *rai* stones, the impact of the technology through the intervention of a “private actor” (captain O’Keefe) had a negative effect on the local economy of Yap - though ‘multiplying’ the (nominal) availability of money (Part I). In turn, Part II has addressed an evolution rather than a revolution, from the paper-based negotiable instruments, to the electronic transfers of funds and the blockchain-based virtual currencies, featured by different degree of decentralisation.

In this light, apart from the feeling of pretty euphoria for the new frontiers of the *electronification* process, the recent financial and sovereign debt crisis on the one side and the sustainable development goals, on the other side, remind us that paper, virtual or digital money «itself cannot have inherent value as a substance. Whatever it represents must be the basis of a social agreement»⁷¹ and any social agreement mirrors a constitutional project about money in which the money holders trust⁷².

The link that this paper has made between the story of the ancient *rai* stones in relation to contemporary *bitcoins* (as represented in the art installation by Mangan) and the process of electronification (as regulated by the European Union) may provide useful interpretive tools to consider how much “technological value” cannot substitute the “substantive value” of social agreement and so the role of the community to determine how money affects growth. In other terms, how the *Limits to Growth* are necessarily connected to social policies aimed at locating the value of money in a market functioning through the participation of all the economic actors.

In this direction, the issues of negotiability and financial inclusion also remind us that “bona fides”, that is to say “mutual trust” in monetary exchanges, is never created by technology but grounded on shared social value. And that, to guarantee, preserve and supervise the dynamics of this shared social value in a global economy (where stones, coin or paper money are substituted by digital money) represents a challenge that regulators have still to face in its entirety.

⁷¹ MELLOR, *The future of money. From financial crisis to public resources*, London, 2010.

⁷² DESAN, *Making money: coin, curreny, and the coming of capitalism*, Oxford, 2014.

CRIPTOVALUTE, TRA LEGISLAZIONE VIGENTE E DIRITTO VIVENTE[°]

Carla Pernice

*Ricercatrice in Diritto dell'economia,
Università degli Studi della Campania "Luigi Vanvitelli"*

Il saggio, dopo aver esaminato l'eterogeneo panorama fenomenologico che compone la neonata categoria delle valute virtuali, si propone di indagare la natura giuridica dei vari token digitali attualmente in circolazione anche alla luce dei più recenti arresti giurisprudenziali che si sono occupati della materia.

The essay, after examining the heterogeneous phenomenological panorama that makes up the newborn category of virtual currencies, aims to investigate the legal nature of the various digital tokens currently in circulation also in light of the most recent case law that have dealt with the matter.

Sommario:

1. Valute virtuali: sistematica e definizione
2. Valute virtuali e moneta elettronica: analogie e differenze
3. Valute virtuali e criptomonete "istituzionali"
4. Un possibile inquadramento dei gettoni digitali "privati"
5. Bitcoin e art. 1278 c.c.
6. Il deposito di Bitcoin
7. La vendita di Bitcoin
8. Rilievi conclusivi

[°] Saggio sottoposto a *double-blind peer review*.

1. Valute virtuali: sistematica e definizione

L'accelerazione nell'innovazione finanziaria, e la sua pervasività economica, hanno portato alla affermazione e diffusione di innovativi valori digitali, meglio noti come valute virtuali, il cui preciso inquadramento giuridico impegna oramai da anni gli studiosi del fenomeno. Giuristi, economisti ed autorità di vigilanza si interrogano sulla necessità di introdurre un quadro normativo apposito e/o sulla possibilità di applicare la normativa giuridica esistente, ma la profonda complessità e dinamicità della materia rende il compito regolatorio assai arduo. Dal 2008 ad oggi, infatti, le crittovalute si sono esponenzialmente moltiplicate in qualità e quantità, offrendo, sicuramente, numerose opportunità di sviluppo dei mercati finanziari, ma al contempo introducendo rischi inediti nello scenario economico. In tale prospettiva sono state introdotte precise regole volte a prevenirne il possibile impiego per finalità illecite, manca ancora, però, una puntuale disciplina civilistica del fenomeno. Spetta dunque all'interprete il compito di misurarsi con questa emergente realtà al fine di individuare un sistema di norme di riferimento nelle more di una regolazione ufficiale. Poiché, tuttavia, il primo passo per chi intende orientarsi in qualsiasi settore è comprenderlo, si impone lo sviluppo preliminare di una classificazione che tenga conto della progettazione empirica di questi beni virtuali e che sia idonea ad illuminare i concreti interessi sottesi al meccanismo di creazione e scambio del singolo gettone.

Secondo la tassonomia al momento più accreditata, seppur non unanimemente condivisa¹ è possibile distinguere, con specifico riguardo alla "funzione" svolta dalle valute virtuali, tre tipologie di token: i) i payment token, anche detti token di classe uno, sono mezzi di pagamento che consentono l'acquisto di beni e servizi su di una pluralità di piattaforme online, anche diverse da quella dalla quale il token trae origine. Questi gettoni

¹ Il riferimento è a FINMA, *Guida pratica per il trattamento delle richieste inerenti all'assoggettamento in riferimento alle initial coin offering (ICO)*, edizione del 16 febbraio 2018, in www.finma.ch/it/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/.

Ulteriori classificazioni si rinvencono nell'occasional paper della Banca d'Italia intitolato *Aspetti economici e regolamentari delle cripto-attività* e reperibile sul sito dell'Autorità. In dottrina cfr. BOCCHINI, *Lo sviluppo della moneta virtuale: primi tentativi di inquadramento e disciplina tra prospettive economiche e giuridiche*, in *Dir. inf.*, 2017, 32 s.; CAPACCIOLI, *Bitcoin e criptovalute*, in CASSANO - TILLI - VACIAGO (a cura di), *Tutele e risarcimento nel diritto dei mercati e degli intermediari*, Milano, 2018, 505 ss.; VAMPA, *Fintech e criptovalute: nuove sfide per la regolazione dei mercati finanziarie*, in FIMMANÒ - FALCONE (a cura di), *Fintech*, Napoli, 2019, 582 ss.

digitali sono privi di diritti incorporati o passività e svolgono una funzione analoga alle valute tradizionali sebbene la loro volatilità talvolta ne determini l'uso a scopo di investimento (esempio paradigmatico è Bitcoin); *ii*) gli utility token sono valute digitali a "circuito chiuso", ovvero a spendibilità limitata, che consentono l'acquisto di beni e servizi solo all'interno del sistema da cui traggono origine. Trattasi di token sovente emessi per agevolare lo sviluppo di progetti innovativi. Il prenditore del gettone, attraverso l'acquisto dello stesso, infatti, assume allo stesso tempo la veste di finanziatore e quella di futuro utente, precostituendo all'impresa una platea di clientela idonea a sostenerne lo sviluppo; *iii*) i security token (anche detti token di classe tre) sono gettoni digitali rappresentativi di diritti economici (quale il diritto di partecipare alla distribuzione dei futuri dividendi) e/o di diritti amministrativi (quale il diritto di voto su alcune materie).

Con particolare riguardo agli attributi di *governance* invece si distinguono: *a*) criptovalute decentralizzate, create e sviluppate in via diffusa da tutti gli aderenti al *network* (ne è un esempio Bitcoin) *b*) criptovalute centralizzate, create e sviluppate da un unico soggetto proprietario del relativo protocollo informatico (ne costituiscono esempi Ripple, NEO, NEM e le Central Bank Digital Currency).

Ulteriore classificazione viene tradizionalmente condotta sulla base della maggiore o minore stabilità del valore delle Valute Virtuali. Nella prima categoria rientrano i c.dd. stablecoin, il cui valore è ancorato alla moneta fiat (es. Tether). Presentano un valore più altalenante le crittovalute il cui andamento è legato ad un bene materiale di riferimento come l'oro, o esclusivamente alla legge della domanda e dell'offerta, ossia al rapporto fra disponibilità sul mercato e numero di acquirenti (così Bitcoin).

Da ultimo si è soliti distinguere tra crittovalute convertibili o non convertibili a seconda che sia o meno possibile commutarle in valute fiat. Più nel dettaglio, tenuto conto della loro modalità di interazione con le monete correnti e con l'economia reale si definiscono: monete virtuali chiuse (di tipo 1) quelle non acquisibili o convertibili con denaro "ufficiale", potendo essere reperite solo tramite attività online e spese solo per acquisti di beni virtuali o servizi offerti all'interno di una comunità virtuale; monete virtuali unidirezionali (di tipo 2) i token che possono essere acquistati anche con valuta corrente per essere utilizzati per l'acquisizione di beni o servizi virtuali o reali, ma che non possono però essere convertiti nuovamente in moneta legale; monete virtuali bidirezionali (di tipo 3) i gettoni digitali pienamente convertibili, comperabili e vendibili con valute correnti e utilizzabili per acquistare beni e servizi reali o virtuali (esempi sono Linden Dollars, Bitcoin).

2. Valute virtuali e moneta elettronica: analogie e differenze

A fronte di un così eterogeneo panorama fenomenologico il legislatore, italiano prima ed europeo poi, nel tentativo di offrire una sia pur embrionale disciplina del fenomeno, è intervenuto in materia con una definizione di valuta virtuale volutamente ampia.

Ai sensi dall'art. 1, c. 2, lett. *qq*, d.lgs. n. 231 del 2007, come modificato dal d.lgs. 4 ottobre 2019, n. 125 (attuativo della V direttiva antiriciclaggio) è «*valuta virtuale: la rappresentazione digitale di valore, non emessa da una banca centrale o da un'autorità pubblica, non necessariamente collegata a una valuta avente corso legale, utilizzata come mezzo di scambio per l'acquisto di beni e servizi o per finalità di investimento e trasferita, archiviata e negoziata elettronicamente*». Secondo la direttiva europea n. 843 del 30 maggio 2018 è valuta virtuale: «*una rappresentazione di valore digitale che non è emessa o garantita da una banca centrale o da un ente pubblico, non è necessariamente legata a una valuta legalmente istituita, non possiede lo status giuridico di valuta o moneta, ma è accettata da persone fisiche e giuridiche come mezzo di scambio e può essere trasferita, memorizzata e scambiata elettronicamente*».

Chiara, netta e decisiva è la differenza tra le nozioni testè riportate e quella di moneta elettronica delineata dall'art. 1, c. 2, h-ter del Testo Unico Bancario che descrive l'*e-money* come «*il valore monetario memorizzato elettronicamente, ivi inclusa la memorizzazione magnetica, rappresentato da un credito nei confronti dell'emittente che sia emesso per effettuare operazioni di pagamento [...] e che sia accettato da persone fisiche e giuridiche diverse dall'emittente*». La disciplina in materia utilizza tre criteri fondamentali per definire la moneta elettronica: 1) essere conservata elettronicamente; 2) essere emessa dietro ricezione di fondi di importo non inferiore al valore monetario memorizzato; 3) essere accettata come mezzo di pagamento da soggetti diversi dall'emittente.

Sebbene la maggior parte degli schemi di moneta virtuale differiscano dai sistemi di moneta elettronica per il fatto di non fare riferimento ad alcuna valuta corrente con valore legale, deve rilevarsi che alcuni gettoni digitali potrebbero rientrare nella nozione di *e-money*, si pensi agli stablecoin prima esaminati. Essi, frequentemente, sono emessi da un soggetto giuridico a fronte di una unità moneta - secondo un rapporto di uno a uno con le monete aventi corso legale - segregata presso il soggetto emittente. Laddove risultino integrate le caratteristiche operative di cui all'art. 1, c. 2, h-ter, TUB e soggettive di cui all'art. 114 bis TUB tali valori potrebbero essere ricondotti alla disciplina sulla moneta elettronica.

Diversamente non sono certamente riconducibili alla nozione di moneta elettronica i token di prima classe (anche detti autoreferenziali poiché non rappresentano null'altro che se stessi), come Bitcoin. Bitcoin è conforme al primo e al terzo dei requisiti indicati nella nozione di *e-money*, ma l'aspetto chiave dell'attività di *mining*², che porta alla creazione di moneta, in quanto svincolato dalla ricezione di fondi di valore equivalente al valore monetario emesso (o estratto), impedisce l'applicazione a tale ritrovato tecnologico del quadro normativo sulla moneta elettronica. Bitcoin non rappresenta un mezzo di pagamento alternativo pur sempre regolato in valuta avente corso legale, bensì una moneta convenzionale espressa in una propria unità di misura accettata per eseguire pagamenti e talvolta impiegata per finalità speculative. La riconducibilità di questa crittovaluta al concetto di moneta elettronica deve dirsi, pertanto, pacificamente esclusa.

3. Valute virtuali e criptomonete “istituzionali”

Lo sforzo definitorio compiuto dai legislatori europei, seppur apprezzabile poiché evidenzia le principali caratteristiche delle criptovalute³, esclude dal proprio perimetro applicativo le *central bank digital currencies*, vale a dire le monete criptate che riproducono sul piano digitale le attuali monete fiat.

² Il *Mining* è l'attività svolta in seno alla *blockchain* che conduce alla creazione e all'attribuzione di nuove unità di Bitcoin. Le nuove unità di valuta virtuale, segnatamente, vengono generate come premio accordato dalla rete agli utenti (*miners*) che contribuiscono, in concorrenza fra loro, alla sua gestione ed alla sua sicurezza, mettendo a disposizione le capacità di calcolo dei propri computer per verificare, tramite la soluzione di complessi problemi informatici, l'univocità e la sicurezza delle transazioni effettuate.

³ La comunità virtuale, ad onor del vero, non ha accolto con favore definizione di valuta virtuale contenuta nella direttiva europea n. 843 del 30 maggio 2018. Non si condivide, ad esempio, l'impiego della congiunzione con valore avversativo «ma» (non presente nel d.lgs. n. 90 del 2017), quasi a sottolineare che “benché” le valute virtuali non siano nulla di quanto descritto prima, “ciononostante” ed “inspiegabilmente” vengono comunque accettate in pagamento. Si contesta il silenzio, nella descrizione, di due elementi fondamentali che stanno alla base della efficacia tecnica delle criptovalute come mezzo di scambio: la circostanza che è basata sulla crittografia (caratteristica che ne rende univoco ed irripetibile l'utilizzo) e che è registrata nella *blockchain* (tecnologia che ne archivia e certifica l'uso in termini planetari). RIZZINI BISINELLI, *Una definizione europea di Criptovalute*, in *bitconio.net*, ad esempio, propone quale definizione alternativa la seguente: «“la valuta virtuale è un mezzo di scambio accettato da persone fisiche e giuridiche, non emessa o garantita da una banca centrale o da un ente pubblico, che può essere trasferita, memorizzata e scambiata elettronicamente come rappresentazione digitale di valore”; magari aggiungendo tra le parole “scambio” e “accettato” la locuzione “basata sulla crittografia e registrata sulla *blockchain*”».

Trattasi di vere e proprie valute aventi corso legale, come tali emesse dallo Stato ed irricusabili, la cui unica peculiarità riposa nella tecnologia che ne governa il sistema di creazione e scambio⁴. Tanto il d.lgs. n. 231 del 2007 quanto la direttiva europea n. 843 del 2018, infatti, testualmente discorrono di «*rappresentazione digitale di valore, non emessa da una banca centrale o da un'autorità pubblica*»⁵.

⁴ Sul tema si veda lo studio della *Committee on Payments and Market Infrastructures* intitolato *Central bank digital currencies* e reperibile in [bis.org/cpmi/publ/d174.pdf](https://www.bis.org/cpmi/publ/d174.pdf) nonché SCIPIONE, *Le valute digitali sovrane tra stabilità e concorrenza. Perno di un nuovo sistema finanziario globale o inganno demagogico?*, in *Inn. dir.*, 2019, 3, 1 ss. e ivi ulteriore bibliografia.

⁵ Le due fattispecie “stralciate” dalla nozione di Valuta Virtuale, ovvero i valori digitali emessi da una banca centrale o da un'autorità pubblica, sebbene simili non appaiono pienamente sovrapponibili. L'esperienza empirica difatti già tempo testimonia la crescente diffusione di monete locali complementari, che seppur non emesse da banche centrali sono certamente riconducibili ad autorità pubbliche. Basti pensare al Sardex, allo Scec napoletano, allo Zanclo messinese, all'Ecoroma, alla Promessa di Pisa, alla Palanca di Genova, al Venetex ed al Link lombardo. E alle monete complementari “pubbliche” si è pensato quale strumento di contrasto alla crisi economica determinata dalla pandemia Covid-19. La proposta non è nuova e di recente ha trovato sostegno nel pensiero di alcuni economisti e del Vicepresidente emerito della Corte Costituzionale, Paolo Maddalena: creazione di una moneta complementare, eventualmente criptata, che abbia efficacia solutoria (almeno) nei confronti delle pubbliche amministrazioni. Una sorta di “credito” di stato (incorporato) verso i propri cittadini, magari rimborsabile (*rectius* convertibile in valuta avente corso legale) a termine se non speso. Il principio è simile a quello delle monete complementari quali sono appunto le crittovalute: lo Stato crea la moneta x, la devolve alle imprese e le imprese possono spenderla nei confronti dello Stato. Un sistema fiduciario interno, un titolo di credito al portatore, quello che è storicamente stata la moneta. L'Italia, ai tempi della Lira, fece un esperimento simile. Con legge numero 171 del 31 marzo 1966, infatti (Presidente del Consiglio: Aldo Moro), la Repubblica autorizzò se stessa ad emettere “biglietti di Stato” (di valore nominale 500 lire) che entrarono in circolazione accanto alle “banconote”, sempre di valore nominale 500 lire, emesse dalla Banca d'Italia. La realizzazione pratica del precetto di tale norma di rango primario venne data attraverso due regolamenti attuativi che consentirono la stampa di biglietti serie “Mercurio” e “Aretusa” da 500 Lire: il d.P.R. 20.06.1966 e il d.P.R. 20.10.1967 per le 500 lire serie “Aretusa” e il d.P.R. 14.02.1974 per le 500 Lire serie “Mercurio”. Più recente è l'esperienza del Petro venezuelano. Il Venezuela ha recentemente coniato la prima criptovaluta di Stato, il Petro appunto, contestualmente impegnandosi ad accettare questa nuova moneta come forma di pagamento per un'ampia serie di rapporti che intercorrono tra cittadino e pubblica amministrazione («national taxes, fees, contributions and public services», GOVERNO BOLIVARIANO DE VENEZUELA, *Petro, White Paper - Beta, Financial and Technology Proposal*, 15 marzo 2018, p. 14, [consultabile sul sito elpetro.gob.ve](https://www.elpetro.gob.ve)). A livello domestico, i quesiti che si pongono a questo punto sono due: è tale sistema monetario complementare compatibile con la disciplina del TFUE? Può l'autorità riconoscere efficacia solutoria ad un bene diverso dall'attuale valuta corrente (euro)? Per dar risposta a tali interrogativi occorre prendere le mosse dall'art. 128 TFUE ai sensi del quale: «*La BCE ha il diritto esclusivo di autorizzare l'emissione*

di banconote all'interno della Comunità. La BCE e le Banche centrali nazionali possono emettere banconote. Le banconote emesse dalla BCE e dalle Banche centrali nazionali costituiscono le uniche banconote aventi corso legale nella Comunità. Gli Stati membri possono coniare monete metalliche con l'approvazione delle BCE per quanto riguarda il volume del conio [...]». L'art. 128 TFUE discorre espressamente di "moneta a corso legale" con ciò riferendosi all'euro. A tal proposito occorre ricordare che l'articolo 117 della Costituzione riserva alla Repubblica Italiana la potestà legislativa in materia di moneta. L'Italia, ai sensi dell'art. 11 della Suprema Carta, non ha mai "ceduto" la propria sovranità monetaria, bensì ne ha limitato il suo esercizio con precipuo e circoscritto riferimento a quella peculiare forma di valuta "bancocentrica" che è, appunto, l'euro. Non a caso, ai sensi dell'art. 3, Trattato di Maastricht, alla Ue spetta la competenza in materia di "politica monetaria" solo con riferimento alla moneta "euro". Quanto al principio liberatorio, invece, pacifica la legittimità dell'adozione di uno strumento di pagamento ad accettazione volontaria, probabilmente occorrerebbe distinguere tra strumenti di pagamento ad efficacia solutoria generalizzata (dunque anche nei rapporti orizzontali) e monete spendibili nei soli confronti dello Stato emittente (che potremmo definire, mutuando il linguaggio europeo, rapporti verticali). L'esperienza economica già conosce "strumenti di pagamento" emessi dallo Stato e dallo stesso accettati in pagamento: è il caso del bonus vacanze istituito dall'art. 176 d.l. 22 Maggio 2020 ai sensi del quale «[...] è riconosciuto un credito in favore dei nuclei familiari con ISEE [...] non superiore a 40.000 euro, utilizzabile, dal 1° luglio al 31 dicembre 2020, per il pagamento di servizi offerti in ambito nazionale dalle imprese turistico ricettive, nonché dagli agriturismo e dai bed & breakfast in possesso dei titoli prescritti dalla normativa nazionale e regionale per l'esercizio dell'attività turistico ricettiva. [...] 5. Lo sconto di cui al comma 4 è rimborsato al fornitore dei servizi sotto forma di credito d'imposta da utilizzare esclusivamente in compensazione ai sensi dell'articolo 17 del decreto legislativo 9 luglio 1997, n. 241, con facoltà di successive cessioni a terzi, anche diversi dai propri fornitori di beni e servizi, nonché a istituti di credito o intermediari finanziari». Con il bonus vacanze lo Stato ha introdotto uno strumento di pagamento ad efficacia solutoria soggettivamente limitata, spendibile cioè solo nei suoi riguardi. Non è chiaro se l'accettazione di tale strumento di pagamento sia o meno in facoltà dell'esercente (la risposta positiva appare la più plausibile), certo è che esso assume efficacia liberatoria nei confronti dello Stato emittente. L'iniziativa, che in quale modo ricorda l'esperienza del Petro venezuelano, sia pur pregevole, cela tuttavia delle criticità legate appunto alla eccessiva limitata spendibilità. Ed infatti, mentre è sempre possibile l'utilizzo del menzionato credito in compensazione, ex art. 17, d.l. 9 luglio 1997, n. 241, la cessione a terzi è solo facoltizzata: questo elemento è oltremodo disincentivante, atteso anche il fatto che un anno di mancati guadagni come quello corrente rende difficilmente ipotizzabile una fruizione del credito in compensazione delle imposte dovute. Laddove, viceversa, i fornitori di beni e servizi con un fatturato oltre una certa soglia (si pensi ai fornitori di energia, prestazioni sanitarie e beni essenziali), le banche e le assicurazioni dovessero *ex lege* accettare in pagamento l'indicato credito, sicuramente il meccanismo previsto dall'art. 176 diverrebbe molto più performante. Il suggerimento ha trovato di recente accoglimento nella Proposta di emendamento firmata dall'On. Michela Rostan e dea Dr. Maurizio Cappiello i quali hanno proposto di aggiungere al Titolo 2 Sostegno alle imprese e all'economia, Capo I misure di sostegno - dopo l'art. 28 la seguente previsione: «Art. 28 bis Obbligo nell'utilizzo del credito d'imposta come forma di pagamento per imprese fornitrici di servizi (Enel, Eni etc), banche o assicurazioni». La proposta si muove nel senso di un più diffuso obbligo di accettazione che si pone a mezza via tra un "principio liberatorio domestico" ed un vincolo gravante nei confronti del solo soggetto

Il motivo dell'estromissione può, probabilmente, essere compreso solo avendo a mente il contesto normativo entro il quale la nozione di valuta virtuale è dettata. Tanto la disciplina italiana, quanto quella europea, difatti, si occupano del fenomeno criptomonetario al fine di prevenirne il possibile impiego per finalità illecite⁶. Il principio di stretta legalità che governa le sanzioni pubblicistiche in un con il divieto di applicazione analogica delle previsioni penali hanno presumibilmente reso necessario l'introduzione di un concetto autonomo che consenta la punibilità delle condotte proibite aventi ad oggetto questi nuovi beni digitali. Esigenza, questa, non avvertita per le CBDC potendo le stesse essere ricondotte alla nozione di moneta avente corso legale.

Ulteriori rilievi però possono essere compiuti a margine delle disposizioni poc'anzi esaminate. Dal confronto tra le due previsioni emergono alcuni elementi di difformità. Colpisce, in *primis*, l'inciso «*non possiede lo status giuridico di valuta o moneta*» contenuto nella disciplina europea ma non anche in quella nazionale. L'esclusione della natura valutaria verosimilmente si lega al frammento normativo che precede la precisazione: poiché la neonata categoria per volontà legislativa non comprende le monete emesse da autorità pubbliche, giocoforza non può discorrersi di valuta. Più ambiguo il disconoscimento della natura monetaria di questi nuovi valori virtuali, vieppiù considerato che la stessa Corte di Giustizia, chiamata a pronunciarsi in via interpretativa sull'applicabilità della direttiva IVA all'attività di conversione di Bitcoin in moneta avente corso legale, ha equiparato in fatto di regolamentazione fiscale le valute virtuali a quelle battute dalle banche centrali⁷. Invero, la ragione dell'inciso può trovare giustificazione nella

emittente. Ma (anche) a tale riguardo è da osservarsi che l'art. 128 TFUE discorre di banconote aventi corso legale nella comunità. Una moneta complementare avente corso legale nel territorio nazionale probabilmente sfuggirebbe testualmente al disposto della previsione europea.

⁶ Si veda però, più di recente, la proposta di regolamento europeo sui mercati in cripto-attività del 24 settembre 2020. Sul punto ANNUNZIATA, *Verso una disciplina europea delle cripto-attività. Riflessioni a margine della recente proposta della Commissione UE*, in *dirittobancario.it*

⁷ Corte giust., 22 ottobre 2015, c. 264/14, Skatteverket c. David Hedqvist, in *curia.europa.eu*. Nel 2016 l'Agenzia delle Entrate, con la risoluzione 2 settembre 2016, n. 72/E (in risposta all'interpello di un operatore intermediario in criptovalute), sulla scia di quanto affermato dalla Corte di Giustizia, ha assimilato l'attività di intermediazione in criptovalute alle operazioni relative a divise, banconote e monete con valore liberatorio, previste dall'art. 135, paragrafo 1, lett. e, della Direttiva 2006/112/CE. Tale posizione è stata successivamente ribadita in occasione dell'interpello n. 956-39/2018, con il quale la Direzione Regionale della Lombardia ha precisato alcune delle considerazioni già espresse dalla Direzione Centrale nella risoluzione 72/E del 2016. Segnatamente l'ente pubblico ha interpretato la definizione di valuta

circostanza che le disposizioni in parola non si preoccupano di fornire una precisa qualificazione civilistica del fenomeno - d'altronde insuscettibile di *reductio ad unum*, stante l'estrema eterogeneità della neonata categoria - ad esse premendo esclusivamente pervenire alla tracciabilità delle operazioni effettuate in criptomonete⁸. La specifica funzionalità settoriale della

virtuale introdotta dal d.lgs. n. 90 del 2017 nel senso di un espresso riconoscimento dell'utilizzo delle *virtual currency* «come strumento di pagamento alternativo a quelli tradizionalmente utilizzati nello scambio di beni e servizi». Il parallelo tra valute virtuali e moneta è reso ancor più palese dalla circostanza che l'Agenzia delle Entrate ritiene applicabili nei confronti delle *virtual currency* i principi generali che regolano le operazioni aventi ad oggetto le monete tradizionali, ed in particolare le disposizioni relative alle valute estere.

⁸ Concorde DE STASIO, *Le monete virtuali: natura giuridica e disciplina dei prestatori di servizi connessi*, in CIAN - SANDEI (a cura di), *Diritto del Fintech*, Padova, 2020, 216. Si esprime nel senso che la nuova definizione escluderebbe «in maniera *tranchant*» la possibilità di considerare le valute virtuali quali monete BIXIO, *Le valute virtuali nella V Direttiva antiriciclaggio*, in *Corr. trib.*, 2018, 1989 s. Se così fosse, però, la nozione comunitaria allontanerebbe, se non addirittura impedirebbe, l'assimilazione delle valute virtuali a quelle aventi corso legale, contraddicendo la stessa disciplina posta dalla direttiva europea (e non solo) che invece si muove nel senso di una progressiva equiparazione dei mezzi di pagamento istituzionali e convenzionali. A tal proposito può essere utile sottolineare che originariamente, nella proposta del 5 luglio 2016 di modifica della IV direttiva antiriciclaggio, la definizione di valuta virtuale era sostanzialmente modellata su quella in precedenza elaborata dall'Autorità Bancaria Europea (EUROPEAN BANK AUHORITY, *EBA Opinion on 'virtual currencies'*, cit., 5) ed adottata anche dalla Risoluzione del Parlamento europeo del 26 maggio 2016 sulle valute virtuali 2016/2007. Essa descriveva le valute virtuali come rappresentazioni digitali di valore, non emesse da alcuna banca centrale o ente pubblico, non necessariamente collegate a una moneta avente corso legale, che vengono accettate quali mezzi di pagamento e che possono essere memorizzate, trasferite o scambiate in via elettronica. Tuttavia, la Banca Centrale Europea, nel parere istituzionale reso in merito alla suddetta proposta (BANCA CENTRALE EUROPEA, *Parere della Banca Centrale Europea del 12 ottobre 2016 su una proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la Direttiva (UE) 2015/849 relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo e che modifica la Direttiva 2009/10/CE93*), ha manifestato alcune perplessità in ordine all'adeguatezza della definizione di valuta virtuale ivi contenuta, ritenendo che apparisse incoraggiare o promuovere eccessivamente l'utilizzo delle valute virtuali, specie in relazione al particolare contesto della proposta di direttiva, relativo al contrasto del riciclaggio di denaro e del finanziamento del terrorismo. Inoltre la Banca Centrale Europea ha mostrato di non condividere la considerazione (rinvenibile non soltanto nella proposta di direttiva 5 luglio 2016, ma anche nella sentenza CGUE C-264/14) per cui la finalità del tutto prevalente delle *virtual currencies* sarebbe quella di fungere da mezzi di pagamento: «la definizione di "valute virtuali" come mezzi di pagamento di cui alla proposta di direttiva non tiene conto del fatto che in talune circostanze le valute virtuali possono essere utilizzare a fini diversi dal pagamento»; ciò in quanto «gli utilizzi delle valute virtuali [...] possono comprendere prodotti di riserva di valore a fini di risparmio e investimento, come prodotti relativi a strumenti derivati, materie prime e titoli». Per tali ragioni la BCE ha ritenuto fosse più corretto qualificare le valute virtuali «mezzi di scambio» anziché «mezzi di pagamento», «dato che le valute virtuali non sono effettivamente

previsione lascia dunque ancora aperto il quesito relativo alla disciplina privatistica di questi innovativi gettoni crittografici privati.

4. Un possibile inquadramento dei gettoni digitali “privati”

Acclarata la profonda disomogeneità con la quale, in concreto, può manifestarsi il fenomeno crittomonetario appare chiaro che l’inquadramento giuridico dei vari token digitali “privati” non può che procedere dall’analisi dello scopo e dalla funzione perseguiti dal singolo gettone. Da questo punto di vista i token “meno problematici” appaiono quelli che incorporano diritti nei confronti di chi li ha generati o soggetti terzi. Quelli che attribuiscono il diritto ad un pagamento specifico o a pagamenti futuri sono stati paragonati ai valori mobiliari; quelli che consentono di usufruire di un determinato servizio sono stati ricondotti ai c.dd. voucher⁹, ovvero, a seconda del diritto contemplato, ai titoli rappresentativi di merci (quando con il possesso del token possa riceversi un bene anche immateriale) o ai documenti di legittimazione (qualora il token legittimi a ricevere una prestazione anche presso terzi); i gettoni che attribuiscono diritti amministrativi o economici, invece, sono stati assimilati alle azioni societarie¹⁰. La categoria più controversa rimane quella dei token che non rappresentano alcun valore sottostante e non attribuiscono al proprietario diritti ulteriori rispetto a quello di proprietà del gettone medesimo. Questa classe di gettoni, rispetto alla quale rappresenta esempio emblematico Bitcoin, viene sovente utilizzata come mezzo di scambio per il pagamento di beni e servizi, ciononostante si registra una certa ostilità ad attribuirgli il valore giuridico di moneta¹¹. Le obiezioni

valute, sarebbe più appropriato considerarle mezzi di scambio piuttosto che mezzi di pagamento». Si badi, però, che l’utilizzabilità delle valute virtuali quali mezzi di pagamento è confermata nel considerare 10 (che costituisce una nuova aggiunta rispetto alla formulazione originaria della proposta di direttiva) ove viene chiarito che le valute virtuali sono suscettibili di ampi scenari di utilizzo, consistenti, oltre che nell’impiego come mezzi di scambio, nell’uso quali strumenti di investimento o prodotti di riserva di valore, ovvero ancora in funzione di strumento di pagamento.

⁹ Cfr. l’atto dell’agenzia delle Entrate n. 14/2018 reperibile su *agenzia delle entrate.gov.it*.

¹⁰ Sul punto ACETO DI CAPRIGLIA, *Illeciti criptovalutari. Note comparatistiche*, Napoli, 2020, 74 ss.

¹¹ Obiettivo dichiarato da Satoshi Nakamoto, ideatore di Bitcoin, era la creazione di una nuova valuta le cui transazioni fossero garantite non già dall’apparato statale ma dalla sola fiducia reciproca degli utenti: «commerce on the Internet has come to rely almost exclusively on financial institutions serving as trusted third parties to process electronic payments. While the system works well enough for most transactions, it still suffers from the inherent weaknesses

mosse a tale qualificazione, tuttavia, non appaiano dirimenti: non quella che fa leva sul necessario monopolio dell'emissione. In materia il dibattito è ancora acceso e gli stessi economisti sono divisi tra quanti sostengono la teoria sociale del denaro e quanti ne asseriscono l'essenza istituzionale¹². Che l'emissione statale non rappresenti un requisito indefettibile del concetto, però, pare trarre conferma nella circostanza che essa costituisce un'acquisizione relativamente recente. L'opportunità di riconoscere ad un unico soggetto il potere di battere moneta era ancora nella prima metà del sec. XIX al centro di un acceso dibattito fra tre correnti di pensiero: la scuola bancaria classica, la *currency school* (o scuola metallica) e la *free banking school* (scuola bancaria liberista)¹³.

of the trust based model. Completely non-reversible transactions are not really possible, since financial institutions cannot avoid mediating disputes. [...] What is needed is an electronic payment system based on cryptographic proof instead of trust, allowing any two willing parties to transact directly with each other without the need for a trusted third party». NAKAMOTO, *Bitcoin: A Peer-to-peer Electronic Cash System*, consultabile in www.bitcoin.org/bitcoin.pdf 1.

¹² Ritieni che possa essere definita moneta solo quella battuta dallo stato F.A. Mann, il cui pensiero è riportato da PROCTOR, *Mann on legal aspect of money*, Oxford, 2012, 15 ss. In Italia il pensiero di Mann sembra essere condiviso da INZITARI, *La moneta*, in ID. - VISENTINI - DI AMATO (a cura di), *La moneta-la valuta*, Padova, 1983, 6. Alla teoria statalista delle valute si contrappone la teoria di Savigny, poi sviluppata da Nussbaum, secondo il quale è la società a decidere quale valuta adottare (cfr. NUSSBAUM, *Money in the law*, Chicago, 1939, 28). In verità il contrasto tra le due vedute è più apparente che reale considerato che persino i più rigorosi difensori della teoria statalista, come Knapp, sostengono che lo Stato è in fondo il regolatore ed il più antico organizzatore di una *payment community* (KNAPP, *The State theory of money*, London, 1924, 128 scrive: «any other payment community may create money of its own»). Così come i fautori della *society theory of money* sono costretti a riconoscere la centralità dello Stato nella promozione e difesa della moneta.

¹³ Secondo gli esponenti di quest'ultima dottrina (*free banking*, in particolare Hayek, il quale scrisse il famoso testo intitolato *Denationalisation of money*, London, 1976, e Friedman, le cui teorie sono espresse nel volume *Should There Be an Independent Monetary Authority?*, in YEAGER (a cura di), *In Search of a Monetary Constitution*, Cambridge Massachusetts, 1962) l'emissione di biglietti doveva essere libera, il sistema bancario doveva funzionare secondo i principi del libero scambio anche su questioni cruciali quali l'emissione di mezzi monetari convertibili in oro. Si auspicava che tutte le banche avessero potere di emissione e non si riconosceva il ruolo di un'autorità monetaria centrale (Banca Centrale). Tale impostazione estrema fu confutata sia dagli esponenti della scuola bancaria classica (Fullerton, Tooke e John Stuart Mill) sia da quelli della scuola metallica (dottrina, sorta in Gran Bretagna nella prima metà del XIX secolo, facente capo ad un gruppo di statisti ed economisti tra i quali R. Torrens, S.J. Lloyd, McCulloch e Lord Overstone), entrambi favorevoli all'istituzione di una Banca Centrale dotata di potere di monopolio sull'emissione di moneta. Tuttavia, mentre i secondi proponevano che fossero stabilite delle regole di proporzionalità tra le variazioni della quantità di banconote in circolazione e le riserve in oro, i primi non lo ritenevano necessario, in quanto

Non persuade altresì l'eccezione legata all'instabilità del valore. Com'è stato recentemente osservato dalla Corte d'Appello di Berlino chiamata ad esprimersi su questioni analoghe, in alcuni paesi esistono valute estremamente deboli e volatili ma ciò non osta alla loro considerazione quali monete¹⁴.

Né vale asserire che può essere qualificata "moneta" soltanto il mezzo di pagamento universalmente accettato che è espressione delle potestà pubblicistiche di emissione e di gestione del valore economico¹⁵. Questa ricostruzione non convince per molteplici ragioni: anzitutto postula che la moneta sia uno strumento ad accettazione totalitaria¹⁶, laddove, non esistendo nel mondo un bene dotato di utilità universale deve per forza di cose sporsarsi

per mantenere costante il livello dei prezzi si riteneva sufficiente il semplice mantenimento della regola di convertibilità aurea. Innegabilmente il progetto Bitcoin affonda le proprie radici nel pensiero di Hayek, tuttavia differisce da questo in quanto il valore della moneta libera non è garantito da un sottostante (oro). Sotto tale aspetto Bitcoin evoca la proposta keynesiana avanzata durante gli accordi Bretton Woods, che prevedeva la creazione di un ente sovranazionale che avrebbe emesso una moneta a circolazione universale, il *bancor*, non convertibile in oro, dal quale tuttavia differisce, appunto, proprio per l'assenza di un centro emittente. Per approfondimenti sull'evoluzione storica del denaro sia consentito in rinvio a PERNICE, *Digital currency e obbligazioni pecuniarie*, Napoli, 2018, 9-34 e ivi ulteriore bibliografia.

¹⁴ Recentemente in questo senso la Corte d'Appello di Berlino, 25 settembre 2018: «Es gibt demnach auch äußerst schwache oder wertunbeständige Devisen. Dass diese ungern und deswegen selten international verwendet werden, ändert nichts an ihrer Einordnung als Devisen. Der Gesetzgeber hat keine Vergleichbarkeit zu "wertstabilen Devisen" oder "häufig und gern verwendeten Devisen" vorausgesetzt. Eine Vergleichbarkeit mit Devisen ist also nicht schon deswegen abzulehnen, weil Bitcoin erheblichen Wertschwankungen unterliegen». Più in generale può osservarsi che è questione controversa se la notevole variabilità del corso delle criptovalute sia tale da compromettere la loro attitudine ad assicurare la conservazione nel tempo del potere di acquisto. La stessa BCE ha assunto in proposito posizioni altalenanti. Ed infatti mentre nel parere istituzionale reso nel 2016 sulla proposta di direttiva del 5 luglio 2016, relativa alla modifica della IV direttiva antiriciclaggio, aveva affermato che gli utilizzi delle criptovalute «possono comprendere prodotti di riserva di valore a fini di risparmio e investimento» (BANCA CENTRALE EUROPEA, *Parere della Banca Centrale Europea del 12 ottobre 2016*, cit., 3), in precedenza aveva ritenuto che l'estrema variabilità del valore delle criptomonete rendesse queste ultime «useless as a store of value even for shorttime purposes» (BCE, *Virtual Currency Schemes*, consultabile in *ecb.europa.eu*, p. 24). Ad ogni modo deve rilevarsi che nonostante l'instabilità del valore la maggior parte delle nozioni internazionali di Valute Virtuali riconoscono la possibilità di utilizzare tali beni quali prodotti di riserva di valore (sul punto *infra* nota 83), né può aprioristicamente escludersi che le criptomonete siano in grado di assumere in futuro, all'esito di un processo di maturazione, un maggior livello di stabilità.

¹⁵ Cass., 2 dicembre 2011, n. 25837, in *Dejure online*.

¹⁶ Afferma che «lo strumento di scambio di denaro deve essere necessariamente universale» INZITARI, *La natura giuridica della moneta elettronica*, in SICA - STANZIONE - ZENCOVICH (a cura di), *La moneta elettronica: profili giuridici e problematiche applicative*, Milano, 2006, 25.

una teoria di moneta relativa¹⁷. Inoltre, come rilevato dalla giurisprudenza tedesca poc' anzi citata, alcune monete aventi corso legale non godono di un riconoscimento generale nemmeno nel paese di emissione in quanto si preferisce ricorrere a valute più stabili. Conseguentemente dovrebbe essere sufficiente che un gruppo particolare utilizzi l'unità in questione per potersi discorrere di moneta. Il requisito del riconoscimento generale non dovrebbe essere richiesto¹⁸.

In una prospettiva funzionale, piuttosto, può osservarsi che Bitcoin, come la *fiat money*, si distingue dagli altri beni giuridici per il fatto di non soddisfare l'immediato bisogno della controparte, rinvenendo la propria utilità nella possibilità di essere impiegato per il successivo acquisto di beni e servizi.

Al pari degli attuali mezzi di pagamento legali esso non è né bene di consumo (non essendo idoneo a soddisfare in via immediata un bisogno dell'individuo) né bene "produttivo" (non essendo impiegato per la produzione di altri beni) ma entità naturalmente destinata alla circolazione in quanto non ha altra possibilità di utilizzo se non quella di fungere da

¹⁷ In argomento BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, ristampa, Napoli, 2002, 53 nota 14: «che del resto la valutazione di utilità sociale sia per se stessa qualcosa di essenzialmente relativo ad un soggetto, ad un'epoca storica e ad un determinato ambiente di cultura, quindi qualcosa di storicamente contingente e variabile, si comprende senza difficoltà». MOSCO, *Gli effetti giuridici della svalutazione monetaria*, Milano, 1948, 27 ss., scrive: «da storia economica ci insegna che le cose assunte come danaro nel mondo degli affari sono svariatisime secondo i tempi e i luoghi». In ragione di ciò «non è possibile delineare secondo un criterio generale l'evoluzione monetaria, poiché ciascun paese, in tale scelta, agì secondo circostanze sue proprie».

¹⁸ La Corte d'Appello di Berlino, 25 settembre 2018, cit., a proposito della comparabilità di Bitcoin alle valute straniere ha osservato: «Ferner ist die Voraussetzung einer allgemeinen Anerkennung nicht herleitbar. Es gibt Devisen, die sich keiner allgemeinen Anerkennung erfreuen. Es ist allgemein bekannt, dass es teilweise Fremdwährungen gibt, die selbst im Ausgabestaat nur ungern angenommen werden, da man eher auf stabilere Fremdwährungen (z. B. US-Dollar) zurückgreifen möchte. Diese Fremdwährungen erfreuen sich auch in Form von Devisen keiner allgemeinen Anerkennung. Diese Fremdwährungen erfreuen sich auch in Form von Devisen keiner allgemeinen Anerkennung. Selbst das vom Gesetzgeber genannte Beispiel des ECU belegt dies. Dieser war nicht allgemein anerkannt. Er wurde nur vielmehr von einem bestimmten Kreis von Personen und Einrichtungen genutzt. Für den allgemeinen Rechtsverkehr war er mehr oder weniger bedeutungslos. Der Rechtsverkehr nutzte vielmehr die jeweiligen nationalen Währungen. Demnach müsste es genügen, dass eine bestimmte Gruppe die fragliche Einheit nutzt. Eine allgemeine Anerkennung ist nicht zu fordern. Eine solche beschränkte Gruppe von Nutzern von Bitcoin lässt sich erkennen. Allein die Tatsache, dass einige Händler Bitcoin zu Zahlungszwecken akzeptieren belegt dies».

intermediario nei commerci¹⁹. In ciò differisce da altri asset come ad esempio l'oro che è bene dotato anche di valor d'uso.

L'analisi "strutturale" di questo ritrovato tecnologico conferma l'assunto. Bitcoin possiede le medesime caratteristiche empiriche del denaro: è un bene giuridico generico, fungibile, inconsumabile, indeteriorabile e fruttifero. Difatti la crittovaluta viene presa in considerazione per la sua appartenenza ad un genere e non nella sua individualità specifica. È inconsumabile ed indeteriorabile essendo volto alla infinita circolazione. Trattasi inoltre di bene fruttifero poiché, similmente al denaro, qualora venga dato in prestito è idoneo a produrre interessi. Conclusione questa che discende dal fatto che Bitcoin ha acquisito nel corso del tempo il valore di mezzo di scambio riconosciuto da una larga parte della comunità virtuale²⁰.

Non sembrano allora sussistere ostacoli teorici alla possibilità di estendere l'applicazione alcune regole previste in tema di prestazioni pecuniarie alle obbligazioni aventi ad oggetto Bitcoin: con la precisazione che in ragione del caso concreto e delle esigenze di tutela sottese al singolo episodio potranno altresì operare tutte le norme presenti nell'ordinamento che pur pensate per contesti giustificativi differenti²¹, risultino compatibili ed adeguate alla fattispecie controversa²².

¹⁹ Afferma che Bitcoin è moneta in quanto strumento di pagamento «accettato dalle parti di una transazione quale mezzo di pagamento alternativo [...] (non avente) altre finalità oltre quella di un mezzo di pagamento» Corte giust., 22 ottobre 2015, c. 264/14 cit. *Contra* MANCINI, *Valute virtuali e "Bitcoin"*, in *An. giur. econ.*, 2015, 1, 122; RAZZANTE, *"Bitcoin" e monete digitali. Problematiche giuridiche*, in *Gnosis*, 2014, 2, 113; GASPARRI, *Timidi tentativi giuridici di messa a fuoco del "Bitcoin": miraggio monetario crittoanarchico o soluzione tecnologica in cerca di un problema?*, in *Dir. inf.*, 2015, 419.

²⁰ Sul punto si veda S. ACETO DI CAPRIGLIA, *Illeciti criptovalutari. Note comparatistiche*, cit., 67.

²¹ In particolare, sui possibili rischi derivanti dall'impiego delle criptovalute e la necessità di predisporre adeguate tecniche di tutela per gli investitori cfr. PERNICE, *Digital currency ed obbligazioni pecuniarie*, cit., 272 ss.; SEMERARO, *Moneta legale, moneta virtuale e rilevanza dei conflitti*, in *Riv. dir. banc.*, 2019, 237 ss.; GIRINO, *Criptovalute: un problema di legalità funzionale*, in *Riv. dir. banc.*, 2018, 10, 22 ss.; VAMPA, *FinTech e criptovalute: nuove sfide per la regolazione dei mercati finanziari*, cit., *passim*.

²² Sulla valutazione di compatibilità e sulla distinzione tra i criteri di compatibilità ed adeguatezza G. PERLINGIERI, *Profili applicativi della ragionevolezza nel diritto civile*, Napoli, 2015, 91 ss., spec. nota 230; ID., *Il patto di famiglia tra bilanciamento dei principi e valutazione comparativa degli interessi*, in *Rass. dir. civ.*, 2008, 190 ss.; ID., *La scelta della disciplina applicabile ai c.dd. «vitalizi impropri». Riflessioni in tema di aleatorietà della rendita vitalizia e di tipicità e atipicità dei contratti*, *ivi*, 2015, *passim*, spec. 532 ss.; ID., *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità nel diritto italo-europeo*, Napoli, 2013, *passim*, spec. 85 s. e 118 ss. In estrema sintesi può dirsi che mentre il giudizio di compatibilità impone una valutazione di tipo formale (o logico-razionale che dir si voglia) e si risolve nel

5. Bitcoin e art. 1278 c.c.

In particolare, laddove trovi applicazione il diritto italiano²³, le obbligazioni aventi ad oggetto il pagamento di un corrispettivo da effettuarsi in Bitcoin potranno essere disciplinate dall'art. 1278 c.c. che regola le ipotesi di prestazioni pecuniarie espresse in moneta diversa da quella avente corso legale nello Stato. Il codice civile italiano, diversamente da altri ordinamenti, non utilizza la formula “debito di moneta estera” ma una espressione più ampia capace di includere non solo le valute straniere ma anche: 1) le specie monetarie originariamente aventi corso legale nello Stato e poi andate fuori corso (fattispecie però, già prevista e risolta, dall'art. 1277, c. 2, c.c.²⁴; 2) le monete aventi valore intrinseco ma non in corso al tempo del sorgere del debito²⁵; 3) le monete c.dd. contrattuali (o complementari), non associate cioè al sistema valutario proprio di uno specifico ordinamento, quali sono appunto le valute virtuali²⁶.

dovere di ogni operatore di evitare la coesistenza di regole in contraddizione rispetto al medesimo caso e nel medesimo tempo, il giudizio di adeguatezza si svolge secondo una prospettiva funzionale e assiologica.

²³ L'art. 1278 c.c. trova applicazione in presenza tre presupposti: che la legge cui è sottoposto il rapporto sia quella italiana; che la moneta dovuta non sia italiana; che il pagamento debba aver luogo in Italia. La dottrina sul punto è pressoché unanime. Cfr. ASCARELLI, *Obbligazioni pecuniarie*, in *Comm. c.c.* Scialoja e Branca, Bologna-Roma, 1959, 368; INZITARI, *La moneta*, cit., 159 ss.; D. SINESIO, *Studi su alcune specie di obbligazioni. Artt. 1277-1320 codice civile*, Napoli, 2004, 27; BRECCIA, *Le obbligazioni*, in *Tratt. dir. priv.* Iudica e Zatti, Milano, 1991, 295 ss.; Cass., 7 novembre 1956, n. 4174, in *Foro it.*, 1956, I, 600.

²⁴ Tale norma stabilisce il principio secondo cui nel caso in cui al tempo del pagamento la moneta dovuta non abbia più corso legale, questo deve essere effettuato in moneta legale ragguagliata al valore della prima.

²⁵ L'ipotesi di pagamento da effettuarsi con moneta avente valore intrinseco e dotata di corso legale è disciplinata dall'art. 1280 c.c.

²⁶ L'art. 1278 c.c. statuisce che «*Se la somma dovuta è determinata in una moneta non avente corso legale nello Stato, il debitore ha facoltà di pagare in moneta legale, al corso del cambio nel giorno della scadenza e nel luogo stabilito per il pagamento*». Similmente, sia pur con riferimento alla “valuta”, l'art. 6.1.9 (Currency of payment) dei Principi Unidroit: «(1) *If a monetary obligation is expressed in a currency other than that of the place for payment, it may be paid by the obligor in the currency of the place for payment unless*

(a) *that currency is not freely convertible; or*

(b) *the parties have agreed that payment should be made only in the currency in which the monetary obligation is expressed.*

(2) *If it is impossible for the obligor to make payment in the currency in which the monetary obligation is expressed, the obligee may require payment in the currency of the place for payment, even in the case referred to in paragraph (1)(b).*

È d'altro canto significativo che nella più comune interpretazione della dottrina e della giurisprudenza italiana, probabilmente complice la relazione di accompagnamento al codice civile del guardasigilli²⁷, la fattispecie di cui all'art. 1278 c.c. venga esclusivamente collegata al debito di moneta estera²⁸. Trattasi, tuttavia, di una "chiusura" che non trova riscontro nel dettato positivo e che trascura i "precedenti" storici della disposizione in esame. Già l'art. 39 del Codice di commercio del Regno d'Italia del 1882 (norma considerata applicabile anche in materia civile, al quale notoriamente si è ispirato sul punto il legislatore del 1942), infatti, prevedeva che si potesse pagare con moneta del paese non solo nel caso in cui la moneta indicata in contratto avesse mero corso "commerciale" (art. 39) ma anche quando la moneta non avesse alcun corso²⁹. Ed in una riunione del 30 maggio 1940 avente ad oggetto proprio la disciplina delle obbligazioni pecuniarie si evidenziò come non vi fosse ragione per vietare di contrattare con una moneta non avente corso legale nel territorio dello Stato, dovendosi la disciplina riferire anche ai contratti ove le prestazioni fossero espresse in crazie, scudi toscani, scudi lucchesi, paoli ecc., ovvero monete non statali³⁰. Del resto un testuale riferimento specifico

(3) *Payment in the currency of the place for payment is to be made according to the applicable rate of exchange prevailing there when payment is due.*

(4) *However, if the obligor has not paid at the time when payment is due, the obligee may require payment according to the applicable rate of exchange prevailing either when payment is due or at the time of actual payment.*

²⁷ Si veda la Relazione d'accompagnamento, § 592, 126: «la possibilità di prestare moneta diversa da quella dedotta è anche considerata quando il debito pecuniario è espresso in moneta estera; in tal caso il codice civile, come già l'art. 39 cod. comm., autorizza, nell'atto di pagamento, la sostituzione della moneta straniera con moneta nazionale (art. 1278). La moneta straniera diviene infungibile solo per volontà delle parti, cioè quando queste convengono la clausola "effettivo" (art. 1279)».

²⁸ DI MAJO, voce *Obbligazioni pecuniarie*, in *Enc. dir.*, vol. XXIX, Milano, 1979, 279; ASCARELLI, *Divisa e divisa estera*, in *Noviss. dig. it.*, vol. V, Torino, 1938, 88; ID., *Obbligazioni pecuniarie*, cit., 368 ss.; E. QUADRI, *Le obbligazioni pecuniarie*, in *Tratt. dir. priv.* Rescigno, vol. IX, Torino, 1984, 503 ss.; Cass., 2 dicembre 2011, n. 25837, in *Giust. civ.*, 2012, 29 ss.

²⁹ L'art. 39 statuiva: «*Se la moneta indicata in un contratto non ha corso legale o commerciale nel Regno e se il corso non fu espresso, il pagamento può essere fatto colla moneta del paese, secondo il corso del cambio a vista nel giorno della scadenza*». Su tale norma cfr. ASCARELLI, *La moneta*, Padova, 1928, 107; VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*, vol. IV, Milano, 1906, 71, il quale tuttavia ricollega il corso commerciale alle contrattazioni di piazza (ossia quelle che risultano da un listino ufficiale di borsa). *Contra* PACCHIONI, *Appunti critici sui pagamenti dei debiti convenuti in moneta estera*, in *Dir. comm.*, 1923, 27, il quale nota che non sempre al corso di piazza si affianca quello commerciale.

³⁰ Questa l'opinione espressa da Barcellona al quale si contrappose Asquini. Si vedano *Lavori preparatori del codice civile (anni 1939-1941). Progetti preliminari del libro delle*

alle “monete estere” è presente sia nella legge sugli assegni sia in quella sulla cambiale di poco precedenti all’adozione del codice civile³¹. Se il legislatore avesse voluto limitare l’ambito di applicazione dell’art. 1278 c.c. alle sole monete aventi corso legale in altri stati ben avrebbe potuto esplicitarlo. La locuzione impiegata dall’art. 1278 pertanto, probabilmente, non può considerarsi casuale.

In realtà, com’è stato giustamente osservato, l’art. 1278 c.c. è enunciativo del principio in virtù quale in queste ipotesi il debitore ha facoltà di liberarsi pagando con moneta nazionale piuttosto che con quella pattuita (*una in alia solvi potest*)³². La *ratio* della previsione riposa nell’esigenza di non determinare in capo al debitore un eccessivo onere adempitivo allorché il creditore non abbia palesato l’interesse ad ottenere il mezzo monetario di uno specifico ordinamento attraverso l’apposizione della c.d. clausola di effettività³³. Consentendo il pagamento nella “*local payment rule*”, l’obbligato di una somma di denaro non avente corso legale viene infatti equiparato, almeno sotto questo aspetto, ai normali debitori pecuniari (cioè di

obbligazioni, del codice di commercio e del libro del lavoro. Volume II. Progetto preliminare del libro delle obbligazioni, Roma, 1942, 24 ss.

³¹ Si vedano gli artt. 47 r.d. n. 1669 del 1933 e 39 r.d. n. 1736 del 1933. Entrambe le disposizioni al primo comma fanno generico riferimento alla possibilità di pagare l’assegno o la cambiale in «moneta che non ha corso nel luogo di pagamento» per poi stabilire al comma 2 che «il valore della moneta estera è determinato dagli usi del luogo del pagamento». Sembra che solo la regola sulla determinazione del valore sia limitatamente pensata solo per le valute estere. Tuttavia occorre considerare che il comma 3 di entrambe le previsioni, nel richiamare «*le disposizioni precedenti*» si riferisce testualmente alla «*clausola di pagamento effettivo in moneta estera*».

³² Sulla necessità di considerare le obbligazioni di cui all’art. 1278 c.c. facoltative e non alternative sia consentito il rinvio PERNICE, *Digital currency ed obbligazioni pecuniarie*, cit., 56 ss. e *ivi* ulteriore bibliografia. In estrema sintesi può rilevarsi che in omaggio al principio del *favor debitoris* che ispira la norma deve negarsi che il creditore abbia diritto a pretendere l’adempimento in moneta nazionale.

³³ Ai sensi dell’art. 1279 c.c.: «*La disposizione dell’articolo precedente non si applica, se la moneta non avente corso legale nello Stato è indicata con la clausola “effettivo” o altra equivalente, salvo che alla scadenza dell’obbligazione non sia possibile procurarsi tale moneta*». Si veda il commento all’art. 6.1.9 (Currency of payment) dei Principi Unidroit: «*As a general rule, the obligor is given the alternative of paying in the currency of the place for payment, which may have definite practical advantages and, if that currency is freely convertible, this should cause no difficulty to the obligee. If, however, the currency of the place for payment is not freely convertible, the rule does not apply. Parties may also exclude the application of the rule by agreeing that payment is to be made only in the currency in which the monetary obligation is expressed (effectivo clause). If it has an interest in the payment actually being made in the currency of account, the obligee should specify this in the contract*».

moneta nazionale)³⁴. Tale principio pare applicabile ben oltre gli angusti confini dei debiti di valute estere, riassumendo il più equilibrato contemperamento degli interessi tutte le volte in cui l'oggetto del debito assunto sia una moneta diversa da quella avente corso legale nel territorio nazionale.

Il disposto dell'art. 1278 c.c., dunque, si presta ad abbracciare anche i sistemi di pagamento convenzionali e le ipotesi in cui lo scambio intervenga tra un bene provvisto di valore d'uso e un altro provvisto di solo valore di cambio ma non oggetto di monopolio da parte di alcuna Autorità Sovrana³⁵. In tali ipotesi non è ravvisabile una permuta, che traduce giuridicamente l'antica pratica del baratto ed in cui l'attuazione del programma traslativo è modellata sulla valutazione del valore d'uso dei beni scambiati, ma una compravendita, poiché l'utilità marginale dell'alienante è valutabile esclusivamente in riferimento ai vantaggi che i successivi acquisti sono in grado di assicurare³⁶.

³⁴ Sulla distinzione tra *money of contract* e *money of payment* DI MAJO, *Obbligazioni pecuniarie*, cit., 243 e INIZIARI, *Obbligazioni pecuniarie*, cit., 188 ss., il quale si rifà a NUSSBAUM, *Das geld in Theorie und Praxis des deutschen und ausländischen Rechts*, Tubigen, 1925, 360.

³⁵ Queste monete non hanno corso legale secondo il tradizionale intendimento della locuzione ma possono considerarsi legalmente correnti nella comunità che ha scelto il medio medesimo per veicolare un credito al proprio interno. Interessante al riguardo la definizione offerta dall'*Oxford Dictionary* inglese, che descrive la valuta (*currency*) come un sistema di denaro in uso generale in un determinato paese, ponendo l'accento non sull'emissione statale quanto sull'impiego quale mezzo di scambio nell'ambito di un dato territorio. Del resto nemmeno l'euro, che è moneta avente corso legale nell'Unione europea, è oggetto di monopolio statale. L'Unione Europea non è Stato, e la storia dell'euro dimostra che la moneta non è altro che una convenzione sociale, in questo caso tra Stati, talvolta tra gli uomini. Sul punto CHIRICO, *La sovranità monetaria tra ordine giuridico e processo economico*, Padova, 2003, 164 ss., la quale al riguardo discorre di edificazione di un nuovo modello di sovranità monetaria senza Stato. Analoghi rilievi sono compiuti con riferimento alla moneta bancaria, la quale appunto è oggetto di emissione ad opera di un soggetto privato, da LEMME, *Criptomoneta e distacco dalla moneta legale: il caso bitcoin*, in *Riv. dir. banc.*, 2016, 11, 3. GRECO, *Monete complementari e valute virtuali*, in PARACAMPO (a cura di), *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Torino, 2018, 214, afferma che «dal punto di vista della funzione svolta [...] parrebbero non cogliersi differenze apprezzabili [...] tra moneta scritturale e moneta complementare (e valuta virtuale)».

³⁶ *Contra* KROGH, *Transazioni in valute virtuali e rischi di riciclaggio. Il ruolo del notaio*, in *Notariato*, 2018, 2, 158 e CAPACCIOLI, *Criptovalute e bitcoin: un'analisi giuridica*, Milano, 2015, 153, secondo i quali la cessione di beni e servizi contro criptovalute integra una permuta. Sui rischi di una compravendita realizzata pagando in Bitcoin. Cfr.: MANCINI, *"Bitcoin": rischi e difficoltà normative*, in *Banca impr. soc.*, 2016, 137, nota 83. Sugli aspetti "notarili" della questione, (ed in particolar modo sull'applicabilità dell'art. 35, c. 22, d.lgs. n. 223 del 2006, a

Questa impostazione, suggerita un paio di anni fa in uno dei primi scritti in cui ci siamo occupati del tema, è stata recentemente adottata anche dalla dottrina e dalla giurisprudenza italiana³⁷. Emblematico in tal senso Lodo arbitrale Marcianise del 14 aprile 2018³⁸. Il caso riguardava la pattuizione di un corrispettivo da conferirsi in parte in criptovalute. In tale occasione l'arbitro marcianise ha ravvisato un rapporto di similitudine tra la fattispecie di debito di somma di «moneta non avente corso legale nello Stato», disciplinata dall'art. 1278 c.c., e quella di debito di somme da corrispondersi pattiziamente in criptovaluta, non oggetto di specifica regolamentazione, ed ha ritenuto che al fenomeno delle obbligazioni pecuniarie espresse in valute virtuali, in mancanza di esplicita disciplina legislativa, debba applicarsi, analogicamente, l'art. 1278 c.c. Con la conseguenza che *«il creditore di una prestazione di somma di denaro determinata in criptovaluta non può richiedere l'adempimento della prestazione in moneta avente corso legale. Al contrario, il debitore dell'obbligazione pecuniaria determinata in criptovaluta è tenuto ad adempiere corrispondendo la somma in criptovaluta ma ha la facoltà di adempiere pagando in moneta legale»*.

Aspetto non indagato dalla pronuncia ma che tuttavia è interessante approfondire è come debba operare in tali ipotesi la regola, sempre prevista dall'art. 1278 c.c., secondo cui il pagamento in moneta legale deve avvenire *«al corso del cambio nel giorno della scadenza e nel luogo stabilito per il pagamento»* visto che per Bitcoin non esiste un corso di cambio "ufficiale". A tale riguardo deve osservarsi che così come non esistono ostacoli teorici a ricondurre le monete convenzionali nel perimetro di operatività dell'art. 1278 c.c., similmente non sussistono preclusioni letterali a riferire il "corso del cambio" a quello in uso nella prassi commerciale. Soluzione questa del resto sposata da autorevole dottrina, che già in passato aveva optato per una lettura estensiva della formula «monete non aventi corso legale nello Stato», e che coerentemente aveva affermato che «il riferimento dell'art. 1278 al "corso di cambio" deve intendersi con riferimento a un corso di mercato dei pezzi monetari risultante da libere (ma lecite) contrattazioni nelle quali i pezzi monetari vengono considerati come merce (contro un prezzo in valuta)».

norma del quale *«le parti hanno l'obbligo di rendere apposita dichiarazione sostitutiva di atto di notorietà recante l'indicazione analitica delle modalità di pagamento del corrispettivo»*) KROGH, o.c., 169, nonché il parere del Consiglio Nazionale del Notariato n. 3-2018/B.

³⁷ Recentemente in tal senso CAMPAGNA, *Criptomonete e obbligazioni pecuniarie*, in *Riv. dir. civ.*, 2019, 183 ss.

³⁸ Visionabile in *giustiziavivile.com*, 2018, p. 11, con nota di DE RITIS, *Obbligazioni pecuniarie in criptomoneta*, il quale, tuttavia, propende per l'applicazione diretta e non analogica della disciplina sulle obbligazioni pecuniarie in moneta estera.

Sicché dove un cambio ufficiale manchi, ai sensi dell'art. 1278 c.c. si potrebbe ben fare riferimento al corso di cambio praticato sui mercati. Soluzione questa avvalorata oltre che dalla pregressa disciplina di cui all'art. 39 del codice del commercio³⁹, anche dalla disciplina sulla cambiale e sugli assegni. L'art. 47 del R.d. 14 dicembre 1933, n. 1669 e l'art. 39 del R.d. 21 dicembre 1933, n. 1736 prevedono infatti che allorquando la moneta del titolo non sia quella avente corso nel luogo del pagamento, la somma può essere pagata in moneta del paese al valore del giorno della scadenza «*determinato dagli usi del luogo di pagamento*», ove il richiamo agli usi evidentemente supera la necessità di un cambio ufficiale. Piuttosto deve dirsi che essendo le crittomonete trattate in mercati virtuali che applicano tassi di cambio sensibilmente diversi, potrebbe essere difficoltoso individuare un mercato di riferimento. Presumibilmente l'unico criterio ragionevolmente applicabile potrebbe essere quello di applicare il tasso medio di cambio delle piattaforme "lecitamente" site dove l'obbligazione deve essere adempiuta⁴⁰.

Da ultimo occorre interrogarsi sul momento al quale riferire il cambio, quesito che potrebbe apparire di non poco conto ove si considerino le considerevoli fluttuazioni di valore che le valute virtuali incontrano talvolta anche nel corso della stessa giornata. Assumendo che il pagamento sia tempestivo⁴¹, tre sono le possibili soluzioni prospettabili: momento in cui viene effettuato il pagamento; tasso medio del giorno della scadenza; tasso di cambio dell'inizio del giorno della scadenza.

La prima soluzione sembrerebbe trovare un argomento di sostegno nell'art. 39 del cod. comm., che per le monete non aventi corso legale si riferiva al

³⁹ L'art. 39 infatti statuiva che in assenza di un corso di cambio doveva farsi riferimento al «corso della piazza più vicina».

⁴⁰ Si veda l'art. 6.1.9 dei Principi Unidroit che si riferisce al «*the applicable rate of exchange prevailing there when payment is due*». Per testuali riferimenti alla «media dei corsi di cambio» e alle «libere e lecite contrattazioni» ASCARELLI, *Corsi di cambio e parità della lira*, in *Foro it.*, 1953, 704 ss.; App. Genova, 8 settembre 1952, *ivi*; App. Roma, 15 maggio, 1952 e App. Roma, 26 febbraio 1952, in *Foro it.*, 1952, 1413 ss. Si ricordi in proposito che la disciplina italiana impone ai «prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale» l'iscrizione in apposita sezione del registro dei cambiovalute. Sul punto cfr. ACETO DI CAPRIGLIA, *Illeciti criptovalutari. Note comparatistiche*, cit., 69 il quale, pur muovendo dal presupposto secondo cui le obbligazioni crittomonetarie andrebbero ricondotte alla categoria dei debiti di valore e non di valuta, ritiene che in caso di inadempimento per determinare il valore della prestazione il giudice debba avvalersi dei listini dei mercati finanziari.

⁴¹ Non può in questa sede esaminarsi, per la vastità e complessità del tema, l'ulteriore profilo del danno da ritardo nelle obbligazioni espresse in moneta non avente corso legale per il quale sia consentito il rinvio a PERNICE, *Digital currency e obbligazioni pecuniarie*, cit., 66 ss. ed *ivi* ulteriore bibliografia. Compara sul punto i Principi Unidroit in nota 26.

«*corso del cambio a vista nel giorno della scadenza*» e nella relazione al codice civile n. 592 ove si legge «La possibilità di prestare una moneta diversa da quella dedotta è anche considerata quando il debito pecuniario è espresso in moneta estera; in tal caso il codice civile, come già l'art. 39 cod. comm., autorizza, *nell'atto del pagamento*, la sostituzione della moneta straniera con moneta nazionale (art. 1278 del c.c.)». Sennonché l'art. 1278 c.c., ovvero la relazione che ha accompagnato la sua adozione, non si riferiscono al *momento* del cambio bensì a quello della *scelta*, che secondo la giurisprudenza può operare anche in corso di causa e senza necessità di una specifica forma⁴².

Più “problematico” potrebbe apparire il dato testuale di cui all'art. 39 cod. comm., esso tuttavia non è insuperabile. Numerose ragioni militano infatti in senso contrario. Prima di addentrarci in tale discorso occorre però compiere una premessa onde sgomberare il campo da possibili equivoci. Si potrebbe infatti pensare che ancorando il momento del cambio a quello del pagamento si potrebbe offrire al debitore un *escamotage* idoneo ad avvantaggiarlo poiché costui potrebbe selezionare il momento più conveniente per esercitare la *facultas solutionis* al fine di prestare una somma minore rispetto a quella contrattualmente pattuita. In disparte il rilievo che una simile conclusione postulerebbe improbabili capacità predittive dell'obbligato⁴³, deve osservarsi che in verità il problema è più apparente che reale, posto che nel momento in cui pagherà il debitore offrirà sempre al creditore una somma in moneta legale idonea ad acquistare l'equivalente in moneta virtuale (e viceversa). La diminuzione patrimoniale del debitore, quale che sia il mezzo di pagamento

⁴² Cass., 22 gennaio 1998, n. 555, in *Dejure online*: «in tema di adempimento di obbligazioni pecuniarie determinate in valuta estera, l'art. 1278 c.c., nel limitarsi ad attribuire al debitore la facoltà alternativa di pagare in moneta avente corso legale, non indica anche le specifiche modalità secondo cui tale facoltà abbia ad essere esercitata, restando, per l'effetto, rimessa al debitore ogni determinazione circa i tempi e le forme della relativa scelta, con la conseguenza che, svincolata da ogni rapporto di contestualità con l'effettivo pagamento, quest'ultima ben può manifestarsi per *facta concludentia*, posti in essere in qualunque tempo dall'obbligato prima del concreto adempimento, purché risulti inequivoca, secondo il prudente apprezzamento del giudice di merito, la volontà di pagare in moneta nazionale anziché estera. Deve, pertanto, ritenersi espressione legittima della ricordata facoltà di scelta l'offerta (non formale), in corso di causa, da parte del debitore, di una somma di denaro in moneta nazionale - sempreché non ostino alla inequivocità di tale manifestazione di volontà altri elementi che ne contrastino la apparente significazione - così che il giudice di merito, vincolato a detta scelta, dovrà, in sede di emanazione della sentenza, disporre necessariamente il pagamento in valuta nazionale, senza che possa spiegare influenza, sul contenuto della pronuncia, la richiesta - formulata dall'attore in citazione e non modificata per tutto il corso del procedimento - di pagamento in valuta estera, così come originariamente convenuto tra le parti».

⁴³ Nessuno può sapere se il corso del cambio nell'arco della giornata muterà a proprio vantaggio o svantaggio.

prescelto ed il momento selezionato per l'adempimento, sarà sempre il medesimo. Un esempio potrà meglio chiarire il concetto. Immaginiamo che l'obbligazione preveda il pagamento di 100 Bitcoin il 1° maggio. Alle ore 9:00 un Bitcoin vale 10 euro; alle 18:00 un Bitcoin vale 1 euro. Se il debitore adempirà alle 9:00 dovrà conferire al creditore 100 Bitcoin o 1000 euro. Se pagherà alle 18:00 trasferirà 100 Bitcoin o 100 euro. La circostanza che il valore di Bitcoin muti nel corso del giorno ha un impatto relativo visto che tanto alle 9:00 quanto alla 18:00 il debitore farà pervenire al creditore un equivalente potere economico d'acquisto espresso in moneta legale previsto per la cifra pattuita in moneta convenzionale. Dal canto suo il debitore si impoverirà del medesimo valore in qualunque momento egli adempia. Perché anche laddove il debitore pagasse alle 18:00 (momento in cui il cambio è a lui apparentemente favorevole) in moneta nazionale egli non trarrebbe un vantaggio maggiore rispetto all'ipotesi in cui decidesse di pagare in moneta contrattuale. Lo sforzo economico su lui gravante sarebbe il medesimo. Per intenderci, laddove non si avvalessse della *facultas solutionis* o ad esempio fosse prevista la clausola di pagamento effettivo, se il debitore non possedesse i Bitcoin sempre 100 euro spenderebbe per acquistarli e farli giungere al creditore. Detto altrimenti, quale che sia la moneta ed il momento prescelto il debitore farà pervenire al creditore in ogni caso il medesimo potere economico d'acquisto. È un corollario del principio nominalistico al quale non si sottraggono le obbligazioni espresse in monete non avente corso legale (ivi incluse le monete estere)⁴⁴ e che in fondo caratterizza tutti i rapporti di obbligazione, non solo quelle pecuniarie, tosto che, salvo diversa previsione, nei contratti ad esecuzione differita vale il “*nomen*” della prestazione promessa, non il valore dei beni pattuiti⁴⁵. Con il *ché* non si vuol dire che un

⁴⁴ Sull'applicabilità del principio nominalistico alle fattispecie di cui all'art. 1278 c.c. ASCARELLI, *Messa fuori corso della valuta e debiti pecuniari*, in *Foro it.*, 1953, I, 73 ss.; ID., *La moneta*, cit., 284; GIULIANO, *Considerazioni sul principio nominalistico in obbligazioni pecuniarie di moneta straniera nel caso di rinnovamento monetario*, in *Tem*, 1963, 897 ss.; MASTROPAOLO, voce *Obbligazioni pecuniarie*, in *Enc. giur.* Treccani, vol. XXI, Roma, 1990, 11, il quale a tal proposito cita BARBERO, *Sistema del diritto privato italiano*, vol. II, Torino, 1962, 44; QUADRI, *Le obbligazioni pecuniarie*, cit., 509 ss.; Cass., 30 marzo 1966, n. 842, cit.; Cass., 16 settembre 1980, n. 5275, in *Giur. it.*, 1981, 1678; Cass., 25 febbraio 2005, n. 4076, in *Dir. trasp.*, 2006, 638.

⁴⁵ VITERBO, *Debito in valuta estera e clausola oro*, in *Foro it.*, 1947, cit., 196 s. scrive «il principio nominalistico della moneta, di cui tanto spesso si ragiona come di un principio speciale, non è in fondo che l'applicazione nel campo della moneta del principio secondo il quale le variazioni nelle qualità, anche essenziali, della cosa nella obbligazione a termine durante il decorso del termine stesso non affettano il contratto se non vi è vera e propria trasformazione della cosa stessa, o se le trasformazioni non sono avvenute per colpa del

eccessivo mutamento del valore della prestazione dedotta in obbligazione sia sempre irrilevante. L'ordinamento appresta vari rimedi al riguardo, sia legali (si pensi alla eccessiva onerosità sopravvenuta)⁴⁶ che convenzionali (il riferimento è alle clausole di indicizzazione), semplicemente si vuol significare che il "rischio" paventato è insito a qualsivoglia rapporto obbligatorio. Un problema analogo del resto potrebbe porsi anche nell'ipotesi inversa, allorquando cioè il debitore decidesse di adempiere in moneta convenzionale. Anche in tale ipotesi potrebbe rilevare l'andamento di valore all'interno della giornata, ed è fin troppo ovvio che se il creditore richiedesse la prestazione alle 9:00 otterrebbe un valore "reale" ben diverso da quello che riceverebbe se avanzasse la richiesta alle 18:00.

Ciò che induce a rifiutare la tesi del tasso di cambio al momento del pagamento, dunque, non è la necessità di prevenire condotte abusive dell'obligato, ma piuttosto un'esigenza di certezza dei traffici giuridici, la

debitore. E ciò che vale per una cosa determinata, vale naturalmente anche per il *genus*, quando cause generali ne modifichino la qualità: come sarebbe ad esempio, se l'eccezionale umidità della stagione modificasse il potere dolcificante di tutto lo zucchero esistente. Del resto gli stessi principi si applicano alle merci acquistate dai commercianti per rivenderle, cioè in considerazione del loro valore, analogamente a quanto avviene per la moneta, senza ricorrere al principio nominalistico; pur senza che si sia mai pensato che l'aumento o la diminuzione di valore delle medesime potesse avere una influenza sul contratto».

⁴⁶ Sulla possibilità di applicare l'istituto alla inflazione monetaria BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, cit., 489 s., spec. nota 12; RICCIO, *Dell'eccessiva onerosità*, in *Comm. c.c.* Scialoja e Branca, Bologna-Roma, 2010, 135; FRANCESCHELLI, *La svalutazione monetaria come causa di risoluzione dei contratti per eccessiva onerosità*, in *Temi*, 1949, 130; FAVARA, *Svalutazione monetaria ed eccessiva onerosità*, in *Giur. compl. cass. civ.*, 1953, 6, 278; GRANATA, *Brevi cenni in tema di eccessiva onerosità dipendente da eventi di portata generale e in specie da svalutazione monetaria*, *ivi*, 1954, 2, 58; QUADRI, *Congiuntura economica e svalutazione monetaria: osservazioni in tema di risoluzione per eccessiva onerosità*, in *Dir. giur.*, 1975, 809; ID., *Le obbligazioni pecuniarie*, cit., 464 ss. (con particolare riferimento alla possibilità di ricorrere ad ulteriori strumenti quali la buona fede o l'arricchimento senza causa); LIPARI, *La risoluzione del contratto per eccessiva onerosità: la struttura del giudizio di prevedibilità e la rilevanza dell'inflazione* (nota a Cass., 15 dicembre 1984, n. 6574), in *Giust. civ.*, 1985, I, 2795; MACARIO, *Inflazione, fluttuazione del mercato ed eccessiva onerosità* (nota a Cass., 13 febbraio 1995, n. 1159), in *Corr. giur.*, 1995, 595 ss.; CAGNASSO, *Appunti in tema di sopravvenienza contrattuale e svalutazione monetaria* (nota a Trib. Torino, 14 dicembre 1979), in *Giur. it.*, 1980, I, 416 ss.; IRTI, *Inflazione e rapporti tra privati*, in *Giust. civ.*, 1981, II, 310 ss.; GRECO, *Debito pecuniario, debito di valore e svalutazione monetaria*, in *Riv. dir. comm.*, 1947, II, 108 ss.; PARDOLESI, *Indicizzazione contrattuale e risoluzione per eccessiva onerosità*, in *Foro it.*, 1981, I, 2147 ss.; DI MAJO, *Il controllo giudiziale del principio nominalistico (profili comparatistici)*, in MAZZONI - NIGRO (a cura di), *Credito e moneta*, Milano, 1982, 773 ss. Con specifico riguardo alle valute virtuali, però, considerata la loro perdurante volatilità, si potrebbe obiettare che un'eccessivo mutamento nel valore non integri un evento straordinario ed imprevedibile.

stessa che anima il principio nominalistico (oramai acquisito dalla maggior parte degli ordinamenti giuridici mondiali)⁴⁷: se si agganciasse il momento del cambio a quello del pagamento tanto il debitore quanto il creditore non sarebbero in grado di valutare l'esatto ammontare della prestazione dovuta. Tale circostanza spiega altresì perché sia di difficile attuazione la proposta, pur autorevolmente suggerita⁴⁸, di far riferimento alla media del corso di cambio del giorno della scadenza. Il parametro di riferimento sarebbe ricostruibile solo *ex post* con inevitabile nocumento per la sicurezza dei rapporti.

Invero, considerato che la prestazione diviene esigibile in un dato giorno, e che l'adempimento può essere richiesto sin dall'inizio dello stesso, la soluzione più ragionevole appare essere quella che ancora il tasso di cambio all'inizio del giorno della scadenza, avuto riguardo al valore stimato dalle piattaforme site nel *locus solutionis*⁴⁹.

6. Il deposito di Bitcoin

Bitcoin al pari delle valute legali è un bene giuridico fungibile il cui valor d'uso riposa tutto nello scambio⁵⁰. Non persuade al riguardo l'obiezione di quanti asseriscono che il codice informatico che individua univocamente ciascuna valuta virtuale varrebbe a rendere a ciascun pezzo di crittovaluta unico e irripetibile⁵¹. Il fatto che un bene generico possa essere riconoscibile non fa venir meno la circostanza che esso sia perfettamente sostituibile con gli altri dello stesso genere. Anche le banconote, ad esempio, sono identificate con un numero di serie, ma tale circostanza non indice minimamente sulla pacifica definizione del denaro come bene fungibile⁵². Bitcoin, appunto, funziona come il denaro contante rappresentano il primo *cash* dell'era digitale.

⁴⁷ In Francia, ad esempio, tale principio è codificato all'art. 1343 del Code Civil.

⁴⁸ ASCARELLI, *Obbligazioni pecuniarie*, cit., 384 nota 6.

⁴⁹ Cfr. Cass., 25 settembre 2015, n. 19084, in *Cortedicassazione.it*, che ha applicato il «cambio vigente alla scadenza dell'obbligazione, cioè all'epoca [...] in cui il credito è maturato e divenuto esigibile, con conseguente tendenziale irrilevanza delle successive fluttuazioni del rapporto di cambio».

⁵⁰ Ritiene che la moneta in quanto sprovvista di valore d'uso (inidonea cioè a soddisfare in via immediata e diretta un bisogno umano) non sia ascrivibile alla categoria del bene giuridico SEMERARO, *Pagamento e forme di circolazione della moneta*, Napoli, 2008, *passim*.

⁵¹ GASPARRI, *Timidi tentativi giuridici di messa a fuoco del "Bitcoin": miraggio monetario crittoanarchico o soluzione tecnologica in cerca di un problema?*, cit., 428.

⁵² Sul punto CALONI, *Bitcoin, Profili civilistici e tutela dell'investitore*, in *Riv. dir. civ.*, 2019, 172 nota 41.

Dal che ne consegue, ove sussista il potere di disposizione del ricevente, la possibilità di qualificare il deposito di valute virtuali quale deposito irregolare, un po' come avviene per il conto corrente bancario.

Benché le crittovalute siano nate con l'obiettivo di creare un medio circolante alternativo alla moneta avente corso forzoso sottratto all'intermediazione tipica dei sistemi di pagamento tradizionali, è frequente da parte degli utenti il ricorso a piattaforme che offrono servizi propedeutici all'impiego e allo scambio di valute virtuali. Il network delle monete digitali ha così visto proliferare terze parti e imprese commerciali impegnate in servizi di intermediazione nell'utilizzo delle crittovalute che offrono remunerate prestazioni di custodia e mediazione nel trasferimento, nell'acquisto e nella gestione delle valute virtuali⁵³. Per tale ragione il legislatore italiano, prima, e quello europeo poi, al fine di coprire tutti i possibili ambiti di sviluppo delle crittovalute, e nel tentativo di offrire una prima embrionale disciplina del fenomeno, hanno adottato una nozione particolarmente ampia di «prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale» che ricomprende al proprio interno ogni persona fisica o giuridica che fornisce a terzi, tra gli altri, «*servizi funzionali all'utilizzo, allo scambio, alla conservazione di valuta virtuale e alla loro conversione da ovvero in valute aventi corso legale*»⁵⁴. Nell'affiancare, e dunque distinguere, le seguenti prestazioni, il legislatore ha evidentemente preso atto del microcosmo che si è creato intorno alle crittovalute: piattaforme di *exchange* che offrono la possibilità di creare di portafogli virtuali (*web wallet*) dove custodire le crittovalute (*rectius* le chiavi che ne consentono la movimentazione)⁵⁵; società che forniscono servizi per

⁵³ Sul punto BUSTO, *Bitcoin tra "disintermediazione" e "iperintermediazione"*, in *Cib. dir.*, 2016, 320.

⁵⁴ L'art. 1, c. 2, lett. *ff.*, d.lgs. 231 del 2007, come modificato dal d.lgs. 4 ottobre 2019, n. 125, definisce «*prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale: ogni persona fisica o giuridica che fornisce a terzi, a titolo professionale, anche online, servizi funzionali all'utilizzo, allo scambio, alla conservazione di valuta virtuale e alla loro conversione da ovvero in valute aventi corso legale o in rappresentazioni digitali di valore, ivi comprese quelle convertibili in altre valute virtuali nonché i servizi di emissione, offerta, trasferimento e compensazione e ogni altro servizio funzionale all'acquisizione, alla negoziazione o all'intermediazione nello scambio delle medesime valute*» (in tondo le parti introdotte dalla riforma). Nell'ottica di un più penetrante controllo sugli operatori in valute virtuali il legislatore europeo, con l'ultima direttiva antiriciclaggio, ha scelto di omettere il requisito della «professionalità» nell'esercizio delle attività soggette ad autorizzazione e vigilanza.

⁵⁵ Cfr. la definizione offerta dalla V direttiva antiriciclaggio dei «prestatori di servizi di portafoglio digitale» di cui all'art. 1, c. 2, lett. *d.*, ed oggi recepita all'art. 1, c. 2, lett. *ff*'bis: «*ogni persona fisica o giuridica che fornisce, a terzi, a titolo professionale, anche online, servizi di salvaguardia di chiavi crittografiche private per conto dei propri clienti, al fine di detenere,*

facilitare le transazioni, che vendono apparecchiature per consentire il pagamento attraverso il trasferimento elettronico di fondi o che offrono servizi di sicurezza per i depositi di valute virtuali⁵⁶.

Si tratta di attività dai contorni estremamente opachi, totalmente prive di disciplina dal punto di vista giuridico (salvi gli obblighi di registrazione e ad adeguata verifica della clientela di cui alla disciplina antiriciclaggio)⁵⁷, sebbene - già *prima facie* - appaiano evidenti le similitudini tra l'attività svolta da costoro e quella esercitata da operatori ed intermediari autorizzati nel settore bancario e finanziario.

memorizzare e trasferire valute virtuali». Emerge sin da subito una maggiore consapevolezza del fenomeno. L'attività svolta da questi soggetti viene ricondotta alla «salvaguardia di chiavi crittografiche private per conto dei propri clienti, al fine di detenere, memorizzare e trasferire valute virtuali»: non dunque custodia delle crittovalute ma, appunto, delle chiavi private. Sul punto vedi *infra* nota 60.

⁵⁶ L'art. 1, c. 2, lett. *ff*, d.lgs. 231 del 2007 affianca, e dunque distingue, utilizzo, custodia, scambio e conversione. La definizione è probabilmente dettata dall'esigenza di coprire tutti i possibili ambiti di sviluppo delle valute virtuali, ma in concreto non è di facile decifrazione. Della custodia si è detto. A rigore nel *web wallet* non vengono conservate le valute virtuali quanto le chiavi che ne consentono la movimentazione. Ma potrebbero immaginarsi servizi di custodia di *paper wallet* o *hardware wallet*. La conversione si riferisce allo "scambio" di valute virtuali e reali. Più problematico è attribuire un significato autonomo ai termini «utilizzo» e «scambio». Nei «servizi funzionali allo scambio» potrebbero forse rientrarvi le attività di intermediazione nella movimentazione di valute virtuali contro valute virtuali ed i siti che consentono di acquisire beni o servizi in crittovalute. Ma le medesime attività potrebbero anche essere ricondotte al concetto di «servizi funzionali all'utilizzo» di valute virtuali. In argomento si veda la bozza di decreto del 31 gennaio 2018 adottata dal Ministero dell'economia e delle finanze consultabile in *dt.tesoro.it*, che all'art. 2, c. 2, riconduce «*gli operatori commerciali che accettano valuta virtuale quale corrispettivo di qualsivoglia prestazione avente ad oggetto bene, servizi o altre utilità*» ai prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valute virtuali.

⁵⁷ In ciò si registra un'ulteriore differenza tra la originaria disciplina di cui al novellato d.lgs. 231 del 2007 e la V direttiva europea antiriciclaggio. *Ex art.* 3, c. 5, lett. *i*, d.lgs. n. 231 del 2007, (versione originaria) erano obbligati all'osservanza della normativa antiriciclaggio «*i prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale limitatamente allo svolgimento dell'attività di conversione di valute virtuali da ovvero in valute aventi corso forzoso*». La V direttiva antiriciclaggio, invece, si è premurata di estendere gli obblighi di *due diligence* e adeguata verifica della clientela non solo agli *exchanger* ma anche ai «prestatori di servizi di portafoglio digitale». A séguito della riforma operata dal d.lgs. 4 ottobre 2019, n. 125, che ha introdotto all'art. 3, la lett. *i-bis*, anche la disciplina italiana prevede oggi l'esplicita sottoposizione dei prestatori di servizi di portafoglio digitale agli obblighi previsti in materia di antiriciclaggio.

A tale riguardo in un precedente studio⁵⁸ avevamo già segnalato la parziale infondatezza dell'opinione di quanti eccepiscono l'impossibilità di assimilare i *web wallet* ai conti di pagamento in ragione del fatto che «mentre nel caso del conto di pagamento il denaro entra nella piena disponibilità del fornitore del servizio, la quantità di valuta virtuale presente nel portafoglio digitale rimane nell'esclusiva sfera di dominio del proprietario, titolare dell'indirizzo e delle chiavi private di criptazione»⁵⁹. Quanto all'asserita diversità tra conti di pagamento e *web wallet*, vero è che nei portafogli digitali non sono depositate tanto le crittovalute (presenti, al più, nella *blockchain*) quanto, semmai, le chiavi private, ma proprio tale circostanza attribuisce spesso al gestore del *web wallet* la disponibilità economica dei valori custoditi⁶⁰. Il *web wallet*, in fin dei conti, non è poi così diverso dal funzionamento di un conto corrente bancario: la chiave pubblica è assimilabile all'iban; la chiave privata al codice che il correntista deve di volta in volta inserire per movimentare le disponibilità monetarie. Il saldo disponibile è solo virtualmente presente sul conto, esattamente come i Bitcoins non sono realmente collocati nel *web*

⁵⁸ PERNICE, *Digital currency e obbligazioni pecuniarie*, cit., 273 ss. e, più di recente, EAD., *Crittvalute e bitcoin: stato dell'arte e questioni ancora aperte*, in FIMMANÒ - FALCONE (a cura di), *Fintech. La finanza tecnologica*, Napoli, 2019, 528 ss.

⁵⁹ D'AGOSTINO, *Operazioni di emissione, cambio e trasferimento di crittovaluta: considerazioni sui profili di esercizio (abusivo) di attività finanziaria a seguito dell'emanazione del D. Lgs. 90/2017*, in *Riv. dir. banc.*, 2018, 1, 14 s.

⁶⁰ Rileva KROGH, *La responsabilità del gestore di piattaforme digitali per il deposito e lo scambio di crittovalute*, in *Dir. int.*, 2019, 1, 150 che «è possibile che all'esterno l'*exchange* si presenti come gestore decentralizzato ma di fatto abbia la possibilità di ingerirsi nella gestione dei portafogli (*wallet*) attraverso la conoscenza delle chiavi private dei clienti stessi». A tal riguardo può essere utile richiamare anche quella giurisprudenza che assimila la consegna delle chiavi alla consegna dei beni cui consentono l'accesso, *ex multis* Cass., 12 marzo 2010, n. 6048, in *Dejure online*, che in tema di consegna delle chiavi di un'autovettura ha statuito: «nell'ipotesi in cui un cliente consegna le chiavi di un autoveicolo al vetturiere dell'albergo dove alloggia, con tale atto, che integra l'affidamento del veicolo [...] si perfeziona un ordinario contratto di deposito» avente ad oggetto tanto le chiavi quanto l'autovettura in quanto «le chiavi costituiscono soltanto il mezzo attraverso il quale si è concretizzata la consegna dell'autovettura, e non l'oggetto principale del contratto di deposito». Analogamente, in tema di custodia di valori Cass., 25 novembre 2013, n. 26353, ove si legge: «la consegna delle chiavi di una cassaforte determina il perfezionarsi di un ordinario contratto di deposito dal quale sorge [...] l'obbligo di custodia tanto delle chiavi che dei valori immessi nella cassaforte». Il tema della consegna delle "chiavi" si è altresì posto con specifico riguardo alla c.d. successione digitale per il quale sia consentito il rinvio a PERNICE, *Cryptocurrencies and international succession law*, in LANDINI (a cura di), *EU Regulations 650/2012, 1103 and 1104/2016: cross-border families, international successions, mediation issues and new financial assets*, Napoli, 2020, 493-506 e ivi ulteriore bibliografia.

wallet. Cambia il sistema di custodia dei valori e di gestione del registro delle transazioni: non accentrato ed istituzionale ma diffuso e privato⁶¹.

Ebbene tali rilievi hanno oggi trovato accoglimento nella sentenza del Tribunale di Firenze n. 18 del 21 gennaio 2019⁶².

Il caso sottoposto all'attenzione dei giudici fiorentini traeva origine dalla fraudolenta sottrazione di un rilevantissimo importo di criptovalute da una piattaforma *exchange* denominata Bitgrail e gestita dalla società BG services s.r.l. Parte attrice, a séguito dell'ammacco, constatata l'incapacità della società gestore della piattaforma di restituire il controvalore di quanto indebitamente sottratto, rilevava lo stato d'insolvenza della stessa e chiedeva dichiararsi il suo fallimento. La convenuta impresa debitrice, dal canto suo, sottolineava come non poteva considerarsi debitrice del controvalore della crittivaluta sottratta transitando questa sulla piattaforma *exchange* a titolo di deposito regolare: ciò in quanto alcuna facoltà di utilizzo delle somme depositate dagli utenti era riconosciuta al gestore della piattaforma. Aggiungeva che la società BG services s.r.l. aveva posto in essere tutte le misure richieste dall'ordinaria diligenza.

I giudici fiorentini, qualificate le valute virtuali alla stregua di beni fungibili (poiché «*sono della stessa natura e della stessa qualità, in quanto appartenenti al medesimo protocollo informatico*») assimilabili al denaro in ragione del loro uso (consumabili quando vengono spese) e soggette «*alla medesima ratio di altri beni che permettono di effettuare pagamenti*»⁶³, rilevato che l'*exchanger* poteva disporre delle somme da esso custodite, concludono nel senso che il rapporto negoziale tra *exchanger* e utente doveva essere qualificato in termini di deposito irregolare con conseguente applicabilità dell'art. 1782 c.c. ai sensi del quale «*Se il deposito ha per oggetto una quantità di danaro o di altre cose fungibili, con facoltà per il depositario di servirsene, questi ne acquista la proprietà ed è tenuto a restituirne altrettante della stessa specie e qualità*». L'*exchanger*, pertanto, aveva assunto nella specie la proprietà delle criptovalute depositate ed il correlativo

⁶¹ Il fornitore di servizi di *web wallet* ricorda la figura degli antichi banchieri privati. Questo è un ulteriore aspetto che ricorda l'ideologia della denazionalizzazione della moneta propugnata da Hayek sulla base della quale è stata sviluppata l'idea di creare monete decentralizzate.

⁶² Trib. Firenze, 21 gennaio 2019, n. 18, in *Le Corti fiorentine*, 2019, 2, 71 ss.

⁶³ Similmente App. Brescia, 30 ottobre 2018, in *Società*, 2019, 26 ss., con nota di MURINO, *Il conferimento di token e di criptovalute nelle S.r.l.* e FELIS, *L'uso di criptovaluta in ambito societario. Può creare apparenza?*, in un caso di conferimenti in valute virtuali ha statuito che «la crittivaluta deve essere assimilata da un punto di vista funzionale al denaro, infatti come l'euro serve per fare acquisti [...] la criptovaluta è quindi da considerarsi a tutti gli effetti, come moneta».

obbligo, a fronte dei depositi effettuati dagli utenti sulla piattaforma, alla restituzione del *tantundem eiusdem generis*, non potendo addurre a sua discolpa, diversamente da quanto avviene per il deposito regolare, la circostanza di aver adottato tutte le misure richieste dall'ordinaria diligenza.

Interessante notare, nelle motivazioni della sentenza, il costante riferimento al lessico proprio dei rapporti bancari: il C.T.U. paragona l'utente al correntista, le transazioni al bonifico, l'hash, cioè la firma, al "codice CRO" tipico dei trasferimenti elettronici di fondi⁶⁴, e lo stesso Tribunale nell'indagare il rapporto tra *exchanger* ed utente richiama in argomento la giurisprudenza sul deposito di denaro⁶⁵.

7. La vendita di Bitcoin

La vendita di Bitcoin, un po' come avviene per i metalli preziosi, a seconda del suo concreto atteggiarsi, può essere ricondotta a due distinte fattispecie giuridiche: vendita di cose mobili (di genere) o vendita di un prodotto finanziario⁶⁶. Non a caso la più recente nozione di Valute Virtuali coniata dalla

⁶⁴ Il C.T.U. spiega che «Ogni volta che il nodo riceveva una richiesta di eseguire una transazione da BitGrail, ne generava il codice, lo firmava con le chiavi private e segrete in esso memorizzate e la trasmetteva verso gli altri nodi della rete, propagando così pubblicamente la transazione e "attivando" quindi la transazione così come un bonifico viene "attivato" nel momento in cui viene comunicato, come minimo, al destinatario dei fondi. Nel mondo della blockchain distribuita, il "bonifico" viene comunicato a tutti i nodi che, chi prima chi dopo, lo segnano nella loro, blockchain in locale e propagano ulteriormente la notizia del trasferimento così che tutti i nodi vengono raggiunti e aggiornati».

⁶⁵ Si legge nel dispositivo «le richieste di prelievo da parte degli utenti BitGrail comportavano una sorta di "bonifico" dal conto unico generale BitGrail al conto indicato dall'utente [...]. Alla luce di tali circostanze, deve affermarsi la natura irregolare del deposito, in quanto BG Services s.r.l. aveva facoltà di disporre della cosa depositata ex art. 1782 c.c. e ne acquisiva conseguentemente la proprietà non sussistendo apposita clausola derogatoria sul punto (cfr. Cass. 22 marzo 2013, n. 7262: "in caso di deposito irregolare di beni fungibili, come il denaro, che non siano stati individuati al momento della consegna, essi entrano nella disponibilità del depositario, che acquista il diritto di servirsene e, pertanto, ne diventa proprietario, pur essendo tenuto a restituirne altrettanti della stessa specie e qualità; e ciò, salvo che al negozio sia stata apposta un'apposita clausola derogatoria") [...]. Proprio in ragione della loro fungibilità [...] le valute (ovviamente divise per specie) non recavano elementi distintivi circa la loro appartenenza ai singoli utenti, dando così luogo ad un deposito irregolare, cui consegue lo specifico obbligo per il depositario di mantenere sempre a disposizione dei depositanti la quantità integrale, con un coefficiente di cassa del 100%».

⁶⁶ L'orientamento prevalente esclude la possibilità di ricondurre la negoziazione di valute virtuali alla categoria delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari a motivo della tassatività della elencazione contenuta nella Sezione C dell'Allegato I t.u.f. In molti si

legislazione domestica fa riferimento alla possibilità di utilizzare i gettoni crittografici tanto come mezzi di scambio quanto quali strumenti di investimento⁶⁷. Il punto che ora ci proponiamo di sviluppare è capire in che misura l'offerta di Bitcoin possa integrare una proposta di investimento sottoposta alla disciplina del t.u.f. Per far ciò occorre preliminarmente precisare cosa debba intendersi per prodotto finanziario. L'esatta delimitazione del concetto è compito di primaria importanza in quanto l'offerta al pubblico di prodotti finanziari è soggetta a puntali regole di svolgimento la cui inosservanza può determinare l'applicazione di sanzioni amministrative e finanche penali.

Secondo il costante insegnamento della Consob fatto proprio anche dalla giurisprudenza di legittimità⁶⁸, per prodotto finanziario atipico si intende qualsiasi investimento finanziario dotato dei seguenti caratteri distintivi: a) un impiego di capitali; b) una aspettativa di un rendimento finanziario; c) un

interrogano, invece, sulla possibilità di ricorrere alla nozione atipica di prodotto finanziario che comprende, ai sensi dell'art. 1, c. 1, lett. u, t.u.f. oltre gli strumenti finanziari, anche «ogni altra forma di investimento di natura finanziaria». Sugli strumenti finanziari e sul rapporto intercorrente tra questi e la categoria dei prodotti finanziari atipici vedi almeno ANNUNZIATA, Sub Art. 94, in MARCHETTI - BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate*, Milano, 1999, 86; COSTI - ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Tratt. dir. comm.* Cottino, vol. VIII, Padova, 2004, spec. 34 ss.; COMPORTI, *La sollecitazione all'investimento*, in PATRONI GRIFFI - SANDULLI - SANTORO (a cura di), *Intermediari finanziari, mercato e società quotate*, Torino, 1999, 553; SALAMONE, *La nozione di strumento finanziario tra unità e molteplicità*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, 712 ss.; LUPOLI, *I prodotti finanziari nella realtà del diritto: rilevanza del rischio finanziario quale oggetto dell'operazione d'investimento*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2017, I, 69; NIUTTA, *Prodotti, strumenti finanziari e valori mobiliari nel t.u.f. aggiornato in base alla MIFID (con il d.lgs. n. 164/2007)*, *ivi*, 2009, 807 ss., spec. 833 ss.; CHIONNA, *Strumenti finanziari e prodotti finanziari nel diritto italiano*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, 1 ss.; ID., *Le forme dell'investimento finanziario*, Milano, 2008, 189 ss.; POMELLI, *I confini della fattispecie «prodotto finanziario» nel Testo unico della finanza*; MASTROPAOLO - PRAICHEUX, *Qualità degli strumenti finanziari e loro applicazione ad altri beni e contratti, nel diritto francese e italiano*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2002, 196 s.

⁶⁷ Com'è stato giustamente osservato «La definizione giuridica del bitcoin sembrerebbe variare a seconda dei contesti e dei modi in cui tale valuta virtuale viene impiegata, quindi le riflessioni convergono nell'ammettere che senza una valutazione del caso concreto sia impossibile concettualizzare - a priori - una definizione generale e sempre valida delle valute virtuali», così NORI, *Bitcoin, tra moneta e investimento*, in *Banca impr. soc.*, 2020, 18.

⁶⁸ *Ex multis*, Comunicazioni Consob DAL/97006082 del 10 luglio 1997, DIS/98082979 del 22 ottobre 1998, DIS/99006197 del 28 gennaio 1999, DIS/36167 del 12 maggio 2000, DIN/82717 del 7 novembre 2000, DEM/1043775 del 1° giugno 2001 e DTC/13038246 del 6 maggio 2013, reperibili sul sito dell'Autorità. Cass., 19 maggio 2005, n. 10598, in *ilcaso.it*. Cass., 15 aprile 2009, n. 8947, in *Mass. Giust. civ.*, 2009, 626 ss.; Cass., 17 aprile 2009, 9316, in *Giur. comm.*, 2010, 103; Cass., 5 febbraio 2013, n. 2736, in *Contr.*, 2013, 1105; Cass., 12 marzo 2018, n. 5911, in *dirittoegiustizia.it*.

rischio proprio dell'attività prescelta correlato all'impiego di capitali. Più nel dettaglio l'autorità di vigilanza contrappone gli «investimenti di natura finanziaria» (*id est* prodotto finanziario atipico o innominato), agli «investimenti di consumo»: i primi ricorrono tutte le volte in cui «il risparmiatore [...] conferisce il proprio denaro con un'aspettativa di profitto», rendita che deve essere promessa alla costituzione del rapporto contrattuale e deve essere incerta, cioè sottoposta a dei rischi correlati all'attività oggetto dell'investimento; i secondi, invece, comprendono «le operazioni di acquisto di beni e di prestazioni di servizi che, anche se concluse con l'intento di investire il proprio patrimonio, sono essenzialmente dirette a procurare all'investitore il godimento del bene, a trasformare le proprie disponibilità in beni reali idonei a soddisfare in via diretta i bisogni non finanziari del risparmiatore stesso». C'è un ulteriore passaggio, però, che negli studi dedicati al tema sovente non viene messo in debita luce: la nozione di prodotto finanziario non comprende le operazioni che portino all'acquisto di beni materiali con finalità di investimento ove questo si realizzi tramite un aumento del valore del bene in sé nel corso del tempo (come nel caso, ad esempio, di fondi di investimento in opere d'arte e metalli preziosi) e non per effetto di una gestione da altri condotta o di un obbligo di riacquisto da parte dell'emittente o di terzi. La circostanza, dunque, che una *res* possa apprezzarsi per effetto dell'andamento delle quotazioni del bene nel tempo non è sufficiente per affermare la sussistenza di un rendimento «di natura finanziaria» occorrendo che l'operazione sia inserita in una iniziativa economica condotta da altri⁶⁹. Sulla base di tali rilievi, l'autorità di vigilanza, chiamata oramai da qualche tempo a decidere su alcune controversie aventi ad oggetto il fenomeno delle valute virtuali, ha, ad esempio, sospeso l'attività di una società che remunerava i possessori di crittovalute a fronte di depositi vincolati nel tempo⁷⁰. Similmente, sempre in tema di crittovalute, la Consob

⁶⁹ Cfr. Cass., 5 febbraio 2013, n. 2736, cit., secondo la quale la causa finanziaria presuppone «la prospettiva dell'accrescimento delle disponibilità investite, senza l'apporto di prestazioni da parte dell'investitore diverse da quelle di dare una somma di denaro»; Trib. Verona, 23 maggio 2019, in *Giur. it.*, 2019, 2450 ss., con nota di PETRAZZINI, *Diamanti da investimento: la responsabilità della banca collocatrice*, ove si precisa che negli investimenti finanziari «il capitale investito [...] viene gestito da colui che ha proposto l'investimento»; MIOLA, *Sub art. 94*, in *Comm. t.u.f.* Campobasso, Torino, 2002, 798 ss., che definisce gli investimenti di natura finanziaria «un investimento del risparmio» diretto alla «aspettativa di un reddito, non influenzabile in modo decisivo dall'investitore e con assunzione di un rischio pur esso finanziario, in quanto derivante dalla stessa operazione di impiego di capitali».

⁷⁰ Con delibera del 29 maggio 2019, n. 20944, la Consob ha sospeso in via cautelare per il periodo di novanta giorni, ai sensi dell'art. 99, c. 1, lett. b, d.lgs. n. 58 del 1998, l'attività di offerta al pubblico di crittovalute nei confronti di soggetti residenti in Italia, posta in essere da

ha considerato contratti di investimento la vendita di pacchetti di estrazione con obbligo di riacquisto da parte della società venditrice⁷¹. Risale invece a qualche settimana fa la notizia di una “storica” sentenza della Cassazione che avrebbe qualificato la vendita di Bitcoin pubblicizzata con informazioni idonee a mettere i risparmiatori in grado di valutare se aderire o meno all’iniziativa ed accompagnata da messaggi promozionali ponenti particolare enfasi su profitto conseguibile dall’investimento in crittovalute alla stregua di offerta al pubblico di prodotti finanziari. La decisione merita di essere attenzionata e precisata. Non a caso all’indomani della informazione sono comparsi commenti di “rettifica” relativi alla asserita portata rivoluzionaria

una società per il tramite di tre siti internet funzionali alla promozione di prodotti finanziari, sussistendo il fondato sospetto circa la violazione delle disposizioni normative e regolamentari in materia. La Commissione nel corso dell’attività di vigilanza ha potuto accertare che: (i) sui siti internet erano disponibili due documenti in “pdf”, un c.d. “white paper” e delle slides, entrambi in lingua italiana, attraverso i quali si descriveva il lancio dell’offerta al pubblico di investimenti finanziari, nello specifico delle criptovalute; (ii) l’iniziativa veniva ricondotta alla società; (iii) per aderire all’iniziativa era necessario e sufficiente impiegare capitale - in valuta tradizionale o altra criptovaluta - per acquistare le criptovalute; (iv) ai possessori delle criptovalute - in quanto membri della community - veniva attribuito il diritto di voto sulle tematiche inerenti al funzionamento e l’organizzazione della comunità; (v) sui Siti Internet - previa registrazione - era possibile procedere direttamente all’acquisto delle criptovalute. Inoltre per gli aderenti alla community - vale a dire ai possessori delle criptovalute - veniva prospettata la possibilità di ottenere rendimenti mediante due meccanismi: il primo consentiva all’utente di essere remunerato per il solo fatto di aver depositato le criptovalute acquistate nel proprio wallet ed aver vincolato tali asset per almeno 500 giorni. In tal caso, i guadagni prospettati - da un massimo del 3% a un minimo dello 0,25% mensile - sarebbero derivati, sia dalle criptovalute depositate (maggiore fosse stata la quantità delle stesse, maggiore sarebbe stata la remunerazione), sia dalle fluttuazioni di valore “nominale” delle stesse; il secondo permetteva all’utente - a fronte di un deposito di 345 giorni delle criptovalute e previa sottoscrizione di pacchetti con previsioni di remunerazioni diverse a seconda dell’entità dei depositi effettuati (da un minimo di 0,174% ad un massimo dello 0,58% giornaliero) - di ottenere dei rendimenti erogati in token interni al sistema convertibili nelle criptovalute. All’esito della propria attività di verifica, la Commissione ha ravvisato il fondato sospetto che l’attività posta in essere dalla società attraverso i Siti Internet presentasse le caratteristiche di un’offerta al pubblico di prodotti finanziari, come definiti ai sensi dell’art. 1, c.1, lett. u, d.lgs. n. 58 del 1998 e ciò in quanto: 1) l’elemento causale della proposta negoziale era riconducibile alla produzione di un rendimento finanziario quale corrispettivo dell’impiego di capitale conferito dal percettore del rendimento medesimo che, quindi, conferiva il proprio denaro con un’aspettativa di profitto; 2) nei siti Internet e nei citati documenti l’iniziativa veniva promossa in termini standardizzati e uniformi, senza possibilità per il singolo investitore di intervenire sui contenuti dell’accordo contrattuale; c) l’offerta in esame era rivolta al pubblico residente in Italia.

⁷¹ Delibere Consob n. 19866 del 1 febbraio 2017 e n. 19968 del 20 aprile 2017, entrambe reperibili sul sito dell’Autorità.

della decisione. La Cassazione, infatti, sembrerebbe aver ricompreso tra i prodotti finanziari le operazioni di cambio valuta, così, però, non è⁷². Dal testo del pronunciamento non è dato sapere con assoluta precisione il tipo di attività svolta dal soggetto condannato, su di un punto però non pare possano nutrirsi dubbi alcuni: la conversione di Bitcoin in moneta legale (e viceversa) non può essere ricondotta alla vendita di prodotti finanziari. I contratti di cambio, difatti, vengono ricostruiti come contratti di compravendita in ragione del fatto che in relazione all'interesse del compratore il denaro non esplica la funzione di prezzo⁷³. Coerentemente, come giustamente eccepito dall'avvocato del ricorrente in Cassazione, per l'attività di cambio valute il d.lgs. n. 90 del 2017 ha delineato uno statuto giuridico apposito sottraendo tale attività al perimetro applicativo della normativa in materia di strumenti finanziari. Ciò in quanto le valute virtuali autoreferenziali, come confermato anche dalla giurisprudenza europea⁷⁴, sono mezzi di pagamento, sebbene la loro negoziazione possa in determinati casi integrare una proposta di investimento. Ma perché ciò avvenga non è sufficiente che la vendita sia realizzata per il tramite campagne pubblicitarie che pongano una particolare enfasi sul reddito ritraibile da operazioni di acquisto in Bitcoin. Occorre, ed è questo il punto che ci preme sottolineare, il «trasferimento nello spazio e nel tempo del potere di acquisto»⁷⁵, un vincolo al godimento del bene, un obbligo di riacquisto. Un esempio potrà meglio aiutare a chiarire il concetto. Esaminiamo la casistica

⁷² Cass., 17 settembre 2020, n. 26807, in *dirittobancario.it*.

⁷³ Sulla necessità di considerare il contratto di cambiovaluta un contratto di compravendita sia consentito il rinvio a PERNICE, *Digital currency e obbligazioni pecuniarie*, cit., 64 e ivi ulteriore bibliografia, nonché, più recentemente, CIAN, *La crittovaluta. Alle radici dell'idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2019, 331. In estrema sintesi può rilevarsi che il contratto di cambio è un negozio peculiare in quanto da un punto di vista strutturale si ha scambio di denaro contro denaro. Esso, *prima facie*, non sembrerebbe pertanto riconducibile né alla permuta (bene contro bene) né alla compravendita (bene contro denaro). Tale negozio, tuttavia, viene ricostruito alla stregua di compravendita in quanto, per una parte, il pezzo monetario viene in considerazione come bene in natura e non come corrispettivo; per l'altra il denaro funge da prezzo. E com'è stato autorevolmente sostenuto, ciò che caratterizza una compravendita è la presenza del «corrispettivo di un prezzo», si ha vendita, cioè, qualora il denaro espliciti la sua funzione di prezzo ovvero di misura del valore economico della controprestazione (cfr. P. PERLINGIERI, *Cessione del credito*, in *Comm. c.c.* Scialoja e Branca, Bologna-Roma, 1982, 60; FERRI, *La vendita*, in *Tratt. dir. priv.* Rescigno, vol. XI, Torino, 2000, 183 ss.; RUBINO, *La compravendita*, in *Tratt. dir. civ. comm.* Cicu e Messineo, vol. XXIII, Milano, 1962, 234; C.M. BIANCA, *La vendita e la permuta*, in *Tratt. dir. civ.* Vassalli, vol. VII, Torino, 1993, 1017).

⁷⁴ Corte giust., 22 ottobre 2015, c. 264/14, cit.

⁷⁵ FRANZA, *La commercializzazione di oggetti preziosi presso gli sportelli bancari*, in *dirittobancario.it*, 2017, 5.

sulla vendita di preziosi. Il fatto che un operatore proponga un investimento in oro o diamanti facendo leva sulla particolare redditività di tali beni, il cui valore è notoriamente destinato ad apprezzarsi nel tempo, non determina per ciò solo l'applicazione della disciplina del t.u.f. Lo abbiamo detto: la circostanza che una *res* possa apprezzarsi per effetto dell'andamento delle quotazioni del bene nel tempo non è sufficiente per affermare la sussistenza di un rendimento «di natura finanziaria». E la soluzione non muta nemmeno nell'ipotesi in cui la vendita venga proposta al “pubblico” rendendo note le condizioni di acquisto. Abbiamo visto, infatti, che la natura finanziaria di una operazione presuppone una gestione da altri condotta, un affidamento delle somme investite, che nel caso appena ipotizzato non è dato ravvisare. Per aversi un investimento di natura finanziaria è necessario che l'operazione negoziale sia strutturata in modo da realizzare una “immobilizzazione” delle risorse utilizzate, non già il mero impiego di capitali (circostanza ricorrente in qualsivoglia compravendita)⁷⁶. Così, nel caso dei diamanti, la Cassazione ha qualificato come contratto di investimento l'acquisto ed il deposito di preziosi da restituire alla scadenza dell'anno solare con la corresponsione delle somme pagate originariamente per gli stessi unitamente ad una somma ulteriore per la custodia effettuata⁷⁷. Trattasi di operazioni “pronti a termine” che assumono

⁷⁶ «La vendita di oggetti preziosi non è riconducibile ad un'attività d'investimento di natura finanziaria, se non quando al trasferimento di proprietà del bene [...] è collegato un contratto che riconosce una o più opzioni dell'acquirente», cfr.: Trib. Verona, 23 maggio 2019, cit.

⁷⁷ Cass., 5 febbraio 2013, n. 2736, cit., ove si legge «l'investimento di natura finanziaria comprende ogni conferimento di una somma di denaro da parte del risparmiatore con un'aspettativa di profitto o di remunerazione, vale a dire di attesa di utilità a fronte delle disponibilità investite nell'intervallo determinato da un orizzonte temporale, e con un rischio. Ora, quel che nella specie la società Diamond proponeva al pubblico era proprio il “blocco” di parte dei risparmi per un anno con la prospettiva del “guadagno” in conseguenza di ciò. Il meccanismo negoziale attraverso cui si perveniva a questo risultato veniva descritto come la consegna in affidamento di un diamante del valore ipotetico di 1.000 Euro, chiuso in un involucro sigillato, contro il versamento in denaro della stessa somma e l'impegno della società, dopo dodici mesi, di “riprendersi” il diamante, restituendo il capitale di 1.000 Euro e corrispondendo l'importo di 80 Euro a titolo di custodia. La causa negoziale è, dunque, finanziaria, in quanto la ragione giustificativa del contratto, e non il suo semplice motivo inteso privo di rilevanza qualificante, consiste proprio nell'investimento del capitale (il “blocco” dei risparmi) con la prospettiva dell'accrescimento delle disponibilità investite, senza l'apporto di prestazioni da parte dell'investitore diverse da quella di dare una somma di denaro». Similmente, in tema di lingotti e monete d'oro, la delibera Consob 11 settembre 2018, n. 20576. Il caso riguardava lo svolgimento di un'attività di offerta al pubblico residente in Italia avente ad oggetto contratti di investimento di natura finanziaria rientranti nello schema denominato “rent to buy”, promossa da un soggetto tramite internet, in assenza delle prescritte autorizzazioni nei confronti di soggetti residenti in Italia e, pertanto, dell'idoneo prospetto informativo, in violazione dell'art. 94, c. 1, T.U.F. Più in particolare, il “promotore” offriva agli

i connotati di finanziarietà non in ragione del tipo di bene assunto quale oggetto della negoziazione, quanto a motivo dei connotati causali del contratto. Non è allora Bitcoin (né il diamante piuttosto che l'oro) in sé a costituire uno strumento o un prodotto finanziario potendo esso semmai costituire il sottostante di operazioni di tal tipo⁷⁸. Se certamente la volatilità del valore di Bitcoin pone esigenze di tutela, specie informativa, simili a quelle che si riscontrano con riferimento agli investimenti di natura finanziaria, tale carattere non può per ciò solo legittimare una interpretazione così ampia della nozione di prodotto finanziario che faccia leva esclusivamente sugli effetti della operazione sul mercato. Verrebbero *in primis* violati una serie di principi costituzionali, quali quello di tassatività e tipicità delle fattispecie delittuose⁷⁹. Ma la tesi vacilla già sul piano empirico. Che disciplina dovrebbe infatti applicarsi alla vendita di beni il cui valore originariamente stabile diventi oscillante (e viceversa)? Un più attento studio del caso recentemente deciso dagli ermellini conferma l'assunto. La piattaforma "incriminata" proponeva sì la compravendita di Bitcoin alla stregua di un investimento, ma menzionava i c.dd. *contract for difference* ovvero strumenti derivati mediante i quali si scambiano altri prodotti finanziari. Il portale non si poneva dunque quale semplice intermediario per la vendita di criptovalute, ma svolgeva un ruolo attivo nell'informare e proporre investimenti, tra l'altro estremamente

utenti - previa registrazione sul sito della società e apertura del relativo un conto - la possibilità di acquistare lingotti e monete d'oro, e di depositarli presso una società terza al fine di ottenere un guadagno mensile. Con la delibera n. 20576 dell'11 settembre 2018, la Consob ha applicato sanzioni amministrative a séguito dell'accertamento della violazione dell'art. 94, c. 1, t.u.f. In tema di vendita di opere d'arte Cass., 12 marzo 2018, n. 5911, in *Dir. giust.*, 2008.

⁷⁸ Trib. Verona, 23 maggio 2019, cit. «il diamante non può essere considerato uno strumento finanziario». Sull'inapplicabilità delle regole dettate dagli artt. 21 e segg. t.u.f. alla vendita di diamanti in quanto non qualificabile come servizio di investimento avente ad oggetto strumenti finanziari cfr. anche Trib. Parma, 26 novembre 2018 e 21 gennaio 2019, entrambe in *dirittobancario.it*.

⁷⁹ Cass., 15 aprile 2009, n. 8947, in *pluris.it*, ove si legge: «gli investimenti di natura finanziaria, per essere assoggettati ai controlli [...] in quanto prodotti finanziari, debbono rispondere a caratteristiche economico-giuridiche che, se pur non tali da consentirne la riconduzione alla gamma delle fattispecie tipiche (di strumenti finanziari) elencate nel citato comma 2 (dell'art. 1 del TUF), siano quanto meno oggettivamente analoghe». Ciò al fine di evitare che, data «l'estrema genericità della previsione normativa, che in palese contrasto con il principio di legalità e tipicità dell'illecito amministrativo dettato dalla L. 689 del 1981, art. 1», si possa «assoggettare a sanzione amministrativa, a mera discrezione della Consob, una vasta gamma di condotte di operatori commerciali, ogni qual volta le offerte (o richieste) rivolte al pubblico prospettassero la particolare remuneratività di operazioni negoziali finalizzate al conseguimento di un reddito qualsiasi».

rischiosi, associati alle valute virtuali. In questa prospettiva l'ultimo arresto della Cassazione merita di essere condiviso.

8. Rilievi conclusivi

La neonata categoria delle valute virtuali convoglia al proprio interno fattispecie estremamente eterogenee. Ogni specifica moneta digitale presenta meccanismi peculiari di funzionamento e qualità differenti, ciò spiega come mai la dottrina e giurisprudenza sia divisa in ordine al loro possibile inquadramento giuridico.

Con specifico riguardo a Bitcoin, si è detto, la qualificazione è tutt'altro che pacifica. Certa la sua non riconducibilità alla nozione di moneta elettronica⁸⁰ o a quella di strumento finanziario⁸¹, in ragione della definizione normativa di tali istituti e della loro connotazione operativa, alcuni Autori si sono espressi nel senso che esso rappresenti un bene giuridico, altri hanno sostenuto che si tratti di un documento informatico, vi è chi lo assimila ad un *asset* al pari dell'oro e chi ritiene possibile inquadrarlo nel *genus* dei prodotti finanziari atipici⁸². Il quadro giurisprudenziale sin qui tratteggiato testimonia

⁸⁰ La possibilità di ricondurre bitcoin alla nozione di moneta elettronica è stata decisamente esclusa dalla Banca Centrale Europea nello studio intitolato *Virtual currency schemes* dell'ottobre 2012, cit.

⁸¹ BCE, *Virtual currency schemes - a further analysis*, cit., 30, ove si legge: «A number of authorities specifically pointed out that, legally, Bitcoin is not a currency, does not have the status of legal tender and/or does not meet the definition of a financial instrument». Convegno sul punto VARDI, «Criptovalute» e dintorni: alcune considerazioni sulla natura giuridica del «Bitcoin», in *Dir. inf.*, 2015, 446 s.; BOCCHINI, *Lo sviluppo della moneta virtuale: primi tentativi di inquadramento e disciplina tra prospettive economiche e giuridiche*, cit., 29 e GASPARRI, *Timidi tentativi giuridici di messa a fuoco del «Bitcoin»: miraggio monetario crittoanarchico o soluzione tecnologica in cerca di un problema?*, cit., 420.

⁸² Cfr. BURLONE - DE CARIA, *Bitcoin e le altre criptomonete. Inquadramento giuridico e fiscale*, Torino, 2014, 4, i quali ritengono che «in assenza di creazione di una apposita figura giuridica ad opera del legislatore nel diritto italiano attuale bitcoin possa correttamente essere inquadrate come una nuova categoria di bene immateriale». Similmente KROGH, *Transazioni in valute virtuali e rischi di riciclaggio. Il ruolo del notaio*, cit., 158. Secondo ARANGÜENA, *Bitcoin una sfida per policymakers e regolatori*, 2014, in *dimt.it*, 29 s., bitcoin potrebbe essere qualificato come documento informatico «recante dati e informazioni giuridicamente rilevanti e sottoscritto da una progressione di firme elettroniche attestanti [...] l'avvenuta validazione della propria o dell'altrui legittimazione al perfezionamento di una certa transazione». Definisce bitcoin una «*new property*» CAPACCIOLI, *Criptovalute e bitcoin: un'analisi giuridica*, cit., 142. Riporta NERI, *Finlandia, per le autorità il bitcoin è una commodity*, in *www.valori.it*, che secondo Paivi Heikkinen, capo della supervisione alla banca centrale finlandese, bitcoin non ha i requisiti per essere definito come una valuta ufficiale, ma nemmeno uno strumento di

tuttavia una sensibile apertura delle Corti italiane nel senso di una possibile parificazione di Bitcoin alle valute aversi corso legale. Infatti, come il denaro, esso è un bene la cui utilità riposa tutta nello scambio, caratteristica, questa, valorizzata non solo dalla nozione domestica di valuta virtuale ma anche dalla legislazione d'oltreoceano⁸³. Bitcoin da anni ha oramai assunto credibilità come mezzo di pagamento, non ultimo l'annuncio di Paypal di accettare, a decorrere dal 2021, pagamenti anche in Bitcoin. Se così è, allora, dimessa la veste istituzionale della moneta, si conferma preferibile una definizione funzionale di denaro⁸⁴, che consideri tale qualsiasi bene scelto da una comunità per veicolare un credito duraturo nei confronti della stessa e che data la sua diffusa accettazione (tendenzialmente) soddisfa gli ulteriori due compiti

pagamento, che secondo la legge «deve avere un emittente responsabile delle sue operazioni [...], è paragonabile più che altro a una *commodity*».

⁸³ Così, ad esempio, per il Financial Crimes Enforcement Network del Dipartimento del Tesoro statunitense le valute virtuali, sono «a medium of exchange that operates like a currency in some environments, but does not have all the attributes of real currency. In particular, virtual currency does not have legal tender status in any jurisdiction». Nel The Virtual Currency Act explained Giapponese, consultabile sul sito bitflyer.com, per «virtual currency» si intende «(1) [a] proprietary value that may be used to pay an unspecified person the price of any goods purchased or borrowed or any services provided and may be sold to or purchased from an unspecified person [...] and that may be transferred using an electronic data processing system; or 2) [a] proprietary value that may be exchanged reciprocally for proprietary value specified in the preceding item with an unspecified person and that may be transferred using an electronic data processing system». *La normativa BitLicense dello Stato di New York definisce valuta virtuale «any type of digital unit that is used as a medium of exchange or a form of digitally stored value»*. Tale definizione è stata presa a modello dalla National Conference of Commissioners on Uniform State Laws (conosciuta anche come Uniform Law Commission o ULC), un'importante associazione che promuove l'uniformità legislativa tra gli Stati USA in settori dove l'omogeneità normativa risulta particolarmente auspicabile. Nella proposta di regolamentazione delle *virtual currencies*, avanzata alla ULC nell'ottobre del 2017 ed elaborata di concerto con autorità governative statunitensi e rappresentanti del mercato criptomonetario, le valute virtuali vengono definite «a digital representation of value that: (i) is used as a medium of exchange, unit of account, or store of value; and (ii) is not legal tender, whether or not denominated in legal tender [...]» (NATIONAL CONFERENCE OF COMMISSIONERS ON UNIFORM STATE LAWS, *Uniform Regulation of Virtual-Currency Businesses Act*, art. 1, section 102 - definitions, n. 23). Similmente nella legislazione maltese le criptovalute vengono definite «[a] form of digital medium recordation that is used as a digital medium of exchange, unit of account, or store of value». Per la legislazione francese sia consentito il rinvio a PERKCE, *Le risorse digitali nell'ordinamento giuridico francese*, in *Dir. merc. ass. fin.*, 2020, 2, in corso di pubblicazione, ove si esamina altresì una recente pronuncia del Tribunale di Nanterre che costituisce il primo precedente in materia di valute virtuali.

⁸⁴ In tal senso, recentemente, CORAGGIO, *Virtual currency tra difficoltà esegetiche e tentativi di inquadramento dogmatico in seguito al recepimento della quinta direttiva anti-money-laundering*, in questo fascicolo.

tradizionalmente assegnatigli: unità di conto e riserva di valore. Ricordando però che una suddivisione rigida degli stessi non è pensabile, dato che l'accettazione dello strumento di scambio ne influenza sia il valore sia la sua qualità come strumento di conservazione delle ricchezze⁸⁵.

⁸⁵ Requisito essenziale della moneta è la sua idoneità a servire da strumento di scambio, dovendosi riconoscere alla funzione di misuratore di valori e strumento di conservazione delle ricchezze, un ruolo accessorio, sebbene immanente. Nel linguaggio economico le funzioni del denaro sono definite: strumento di scambio, misura dei valori e riserva di liquidità. Queste sono state tradotte dalla scienza giuridica in: mezzo di pagamento, unità di misura di valore e strumento di capitalizzazione dei valori patrimoniali (DI MAJO, *Obbligazioni pecuniarie*, cit., 223). Dibattuta è la necessità o opportunità della loro coesistenza, ed infatti benché le tre funzioni tendano in linea di fatto a concentrarsi nel medesimo oggetto, storicamente non sono sempre coesistite. Basti pensare alla crisi monetaria tedesca, quando il marco carta perse la sua funzione di misuratore di valore o allo straordinario fenomeno inflazionistico che caratterizzò l'economia dei paesi europei del secondo dopoguerra. Secondo ASCARELLI, *La moneta*, cit., 50 ss., una considerazione coerente e rigorosa del denaro dovrebbe anzitutto «fissare un fine che serva da elemento discretivo nell'indagine e rispetto al quale gli altri rimangano subordinati: voler tener contemporaneamente e sullo stesso piano conto di tutte le funzioni che in una determinata epoca compie un determinato oggetto-denaro è certo doveroso ai fini di molte indagini economiche, ma è pretesa inconciliabile con la coerenza del sistema quando si voglia formulare un concetto del denaro che abbia valore metastorico, ciò che non può farsi se non postulando un determinato fine come essenziale». L'A. in particolare si richiama alle opere di Menger che tende a porre in prima linea la funzione di mezzo di scambio e a definire la moneta in relazione a questa funzione. Così a p. 53 scrive: «a me sembra come il concetto del denaro proprio nel nostro diritto positivo sia quello di strumento di scambio, [...] finché pertanto venga assolta la funzione di strumento di scambio, può anche venir assolta quella di misuratore di valore». Similmente LOJACONO, *Aspetti privatistici del fenomeno monetario*, Milano, 1955, 17, secondo il quale la moneta è del pari mezzo di scambio e mezzo di pagamento, ma è mezzo di pagamento sol perché e fin quando è strumento di scambio, e INZITARI, *Obbligazioni pecuniarie*, in *Comm c.c.* Scialoja e Branca, Bologna-Roma, 2011, 3, il quale scrive che «in quanto strumento di scambio il danaro manifesta la capacità di esprimere, rispetto ai beni con i quali è posto in relazione [...] equazioni omogenee in termini di valore».

LA TOKENIZZAZIONE DEL SETTORE IMMOBILIARE[°]

Fabio Zambardino

*Dottorando di ricerca in Diritto comparato e processi di integrazione,
Università degli Studi della Campania “Luigi Vanvitelli”*

Le innovazioni tecnologiche si stanno rivolgendo a nuovi e diversi settori che sembravano, in passato, lontani dal poter essere interessati da tali rivoluzioni. In un mercato come quello immobiliare, ad esempio, vi sono nuove possibili alternative che potrebbero aprire scenari impensati fino a qualche tempo fa, portando con sé più alti livelli sia di liquidità che di inclusione. Il presente saggio si propone di analizzare, nello specifico, il processo di tokenizzazione del mercato immobiliare, mediante l'utilizzo della tecnologia blockchain.

Technological innovations are turning to new and different sectors which seemed, in the past, far from being affected by such revolutions. In the real estate market, for example, possible alternatives are now available that could open new scenarios, bringing with its higher levels both of liquidity and inclusivity. Among these, the tokenization process of the real estate market, through the use of blockchain technology will be dealt in this short essay.

Sommario:

1. Introduzione
2. Che cosa sono i *token*: una breve descrizione
3. Cosa si intende per tokenizzazione di un bene
4. I vantaggi legati alla tokenizzazione
5. Come vengono utilizzati i *token* nel settore immobiliare
6. Alcuni esempi di tokenizzazione
 - 6.1. Il caso del St. Regis Aspen Resort
 - 6.2. Tokenizzazione in Italia: RealHouse Srl
 - 6.3. Un parcheggio tokenizzato nel *Tech Park* di Lubiana
7. Conclusioni

[°] Saggio sottoposto a *double-blind peer review*.

1. Introduzione

L'emersione e lo sviluppo della tecnologia *blockchain* ha rappresentato un'innovazione per numerosi settori dell'economia odierna.

È, infatti, un dato ormai acclarato come tale tecnologia sia uno dei principali strumenti per raggiungere la quarta rivoluzione industriale - alla stregua di altre innovazioni tecnologiche come, per esempio, l'*Internet of Things* (IoT), l'intelligenza artificiale, ecc¹.

In siffatto scenario, il settore immobiliare non rimane escluso da questo cambiamento globale.

Nel presente articolo, ci si propone di analizzare lo stato dell'arte del processo c.d. di 'tokenizzazione' degli *asset* immobiliari, che costituisce il punto di contatto tra gli investimenti e la tecnologia *blockchain*², binomio volto a garantire una maggiore inclusione finanziaria allargando, inoltre, il potenziale *parterre* degli investitori³.

¹ Per un approfondimento delle tematiche cui si è solo fatto cenno all'interno del testo, si vedano *inter alia* GIULIANO, *La blockchain e gli smart contracts nell'innovazione del diritto nel terzo millennio*, in *Dir. Inform.*, 2018, 989-1039; MORO VISCONTI, *La valutazione delle blockchain: Internet of Value, network digitali e smart transaction*, in *Dir. Ind.*, 2019; GARAVAGLIA, *Tutto su Blockchain: Capire la tecnologia e le nuove opportunità*, Milano, 2018 i quali concentrano l'attenzione sui molteplici usi e i diversi ambiti in cui la tecnologia *blockchain* può essere applicata nell'economia moderna - tanto nel settore privato quanto in quello pubblico. Sul commercio elettronico si rinvia ai saggi presenti in CORVESE - GIMIGLIANO (a cura di), *Profili interdisciplinari del commercio elettronico*, Pisa, 2016. Sia concesso, inoltre, rimando a ZAMBARDINO, *L'utilizzo delle criptovalute nel mondo del calcio*, in *Ianus. Rivista di studi giuridici*, 2019 (1), 315-332.

² Per una più approfondita spiegazione si permetta un rinvio a ZAMBARDINO, *Blockchain Technology and Regulatory Issues*, in BORRONI (a cura di), *Legal Perspective on Blockchain Theory, Outcomes, and Outlooks*, Pubblicazioni del Dipartimento di Scienze Politiche Jean Monnet dell'Università degli Studi della Campania Luigi Vanvitelli, Napoli, 2019, 87-107. Si vedano, sul medesimo punto, BORRONI, *A Fuzzy Set in the Legal Domain: Bitcoins According to US Legal Formants*, in GIMIGLIANO (a cura di), *Bitcoin and Mobile Payments: Constructing a European Union Framework*, Londra, 2016, 89-120; SUNDAY, *The Tokenization of Real Estate*, Medium, 2019. Disponibile al sito <https://medium.com/@ndukwevector64750/the-tokenization-of-real-estate>. Consultato il 06 maggio 2020; CHITRODA DIXIT - DALVI - *Blockchain - Powered Real Estate System*, in VASUDEVAN, MICHALAS, SHEKOKAR, NARVEKAR (a cura di), *Advanced Computing Technologies and Applications. Algorithms for Intelligent Systems*, Singapore, 2020, 609-620.

³ JOSHI - K. RAJESWARI, *Efficient and Accurate Property Title Retrieval Using Ethereum Blockchain*, in KARRUPUSAMY - CHEN - SHI (a cura di), *Sustainable Communication Networks and Application: ICSCN 2019*, in *Lecture Notes on Data Engineering and Communications Technologies*, Cham, 2020, 425 che sottolineano la possibilità di una più ampia inclusione finanziaria per gli investitori.

2. Che cosa sono i *token*: una breve descrizione

Dal punto di vista concettuale, un *token* rappresenta un «asset digitale basato sulla blockchain che può essere scambiato senza l'azione di un intermediario. In sostanza, [consiste] in un insieme di informazioni digitali che assegnano un diritto di proprietà a un soggetto sull'insieme stesso dei dati che sono registrati e trasferibili su un network»⁴.

Ciò considerato, i tentativi di classificazione dei *token*, di volta in volta operati, risentono del fatto che, essendo espressione di un *software* - di per sé idoneo a veicolare diritti diversificati e dipendenti da un codice sorgente - tendono a condividere tratti di figure giuridiche molteplici e, quindi, ad apparire come ibridi⁵.

Sotto il profilo tecnico, in particolare, la creazione dei *token* è strettamente collegata con l'ascesa di un nuovo modello di raccolta del risparmio, l'*Initial Coin Offering* (di seguito, ICO)⁶.

⁴ PALUSCI, *Bitcoin Facile: Come investire in Bitcoin in maniera efficace e guadagnare nel mercato delle valute digitali anche se non sai da dove iniziare*, Roma, 2019, cit., 39. Si veda, da una prospettiva differente sul medesimo argomento, BELLINI, *Blockchain: cos'è, come funziona e gli ambiti applicativi in Italia*, Blockchain4Innovation, 2019. Disponibile al sito <https://www.blockchain4innovation.it/esperti/blockchain-perche-e-cosi-importante>. Consultato il 06 maggio 2020.

⁵ La distinzione tra *token* e criptovalute è ancora prototipica potendosi le ipotesi sovrapporsi; si pensi al caso del ricorso alle criptovalute per la raccolta di capitali sul mercato nel momento in cui si versi in un caso di investimento finanziario, la membrana impermeabile eretta dalla categoria "prodotto finanziario" si perfora e avviene una contaminazione con conseguente attrazione verso la disciplina dei prodotti e strumenti finanziari, cosa che non accade nel caso in cui la funzione della criptovaluta rimanga confinata tra i mezzi di pagamento. A loro volta, i *token* emessi in base a un'ICO possono avere la veste di veri e propri mezzi di pagamento e, quindi, sfuggire al regime regolatorio dei prodotti finanziari (ad esempio, il *token* adoperato per corrispondere il *quantum* di una controprestazione). Infine, si pensi a Ethereum, spesso confusa con una moneta virtuale, quando invece rappresenta la base tecnologica su cui avvengono le ICO stesse. Si veda, per un approfondimento sulle criptovalute in generale, BORRONI - SEGHESSIO, *Hayek and Bitcoins: Which Governance for an International Currency*, in GIMIGLIANO (a cura di), *Money, Payment Systems and the European Union: The Regulatory Challenges of Governance*, Londra, 2016, 102-129; BORRONI, *Bitcoins: Regulatory Patterns*, in *Bank. Fin. Law Rev.*, 2016, 47-68.

⁶ È opportuno, tuttavia, sottolineare per maggiore chiarezza come, nonostante la generale mancanza di intermediari, è prevista una figura di "aiuto" per l'investitore che si debba confrontare con una ICO. In tal senso, infatti, «*ICOs rely on the code to communicate terms, but the entry of retail investors who are not code-sophisticates complicates such reliance and gives rise to the need for new intermediaries. ICO auditors are needed to bridge the elements of the ICO process - the code, the white paper, and, in some circumstances, related offline activity*». VILLANUEVA COLLAO - WINSHIP, *The New ICO Intermediaries*, in, *The Italian Law*

Le ICOs, in genere, conferiscono a coloro i quali partecipano all'offerta l'acquisizione di un bene - un *token*, appunto - il quale garantisce ai proprietari la possibilità «*to use or govern a network that the promoters plan to develop with the funds raised through the sale*»⁷.

Sebbene non esista una definizione generalmente accettata di cosa sia un'ICO, tale fenomeno può essere descritto, essenzialmente, come una campagna di finanziamento in base alla quale una data quantità di nuove criptovalute o *token* viene venduta a una tipologia definita o indefinita di investitori, con lo scopo di finanziare un progetto specifico⁸.

In breve, pertanto, un'ICO potrebbe essere considerata come «*[a] cross*

Journal, 742. In tal senso, l'efficacia degli *auditors* risiede nel ruolo di *reputational renters* che essi ricoprono, una tipologia di intermediari la cui importanza risiede nel fatto che essi sono «*repeat players who provide certification or verification services to investors, vouching for someone else who has a greater incentive than they to deceive*». COFFEE, *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, New York, 2006, 2. In tale contesto, gli *auditors* svolgono un doppio compito, in primo luogo i) controllano le operazioni della società che ha richiesto l'*audit* e, in secondo luogo, ii) creano un mercato trasparente assumendosi una responsabilità pubblica che trascende qualsiasi rapporto di lavoro con il cliente. Mediante l'*auditing*, inoltre, «*these companies send to the general public a message of quality and guarantee of accuracy and reliability of the business they have audited, which is necessary to tackle the market for lemons. The credibility of auditing companies rests in the fact that they are repeat players with reputational capital acquired through the years*». VILLANUEVA COLLAO - WINSHIP, *The New ICO Intermediaries*, cit., 742. In ultimo, il ruolo degli *auditors* risulta utile anche in funzione della riduzione delle asimmetrie informative, in quanto «*they come into play at an early stage of the transaction, when the promise of ICOs/ Tokens is released through the code and white paper. The ICO auditor could protect investors directly, by an ex ante verification at the time of the ICO minting process. The ICO auditor might also have a role ex post, protecting the private interests of investors in smart contract's enterprises, screening the information in the code with the information provided after the ICO has taken place*». *Ibid.* Si vedano, sul medesimo punto, anche BRUNO, *Le initial coin offerings in una prospettiva comparatistica*, in *Riv. Not.*, 2018, 1307 ss.; PIRANI, *Gli strumenti della finanza disintermediata: "Initial Coin Offering" e "blockchain"*, in *Analisi Giur. Econ.*, 2019, 327 ss.; NICOTRA, *ICO Initial Coin Offering: una ricostruzione giuridica del fenomeno*, in www.blockchain4innovation.it, 17 marzo 2019.

⁷ COHNEY - HOFFMAN - SKLAROFF - WISHNICK, *Coin-Operated Capitalism*, in *Colum. L. Rev.*, 2019, 593. Per esempio, «*[i]t would be as if Coca-Cola had funded its initial deployment of vending machines through the sale of tokens its machines might one day require. The token holders' interests would have been imperfectly aligned with the interests of investors who owned shares in Coca-Cola, Inc. Rather than caring about share value, they would have cared about token value, which would relate to the supply of the tokens and demand for vended Cokes*». *Ibid.*

⁸ ENYI - LE, *Regulating initial coin offerings ("crypto-crowdfunding")*, 8 *JIBFL*, 2017, 495. A tal proposito, gli autori considerano le ICOs «*as cryptocurrency applied crowdfunding, or "crypto-crowdfunding". As such, ICOs are subject to several legal questions outside the scope of any standard crowdfunding facility*». *Ibid.*

between crowdfunding and a security offering»⁹. In particolare, i principali elementi che caratterizzano tale tipologia di offerta possono essere sintetizzati come segue:

(i) decentralizzazione, ovvero senza alcun emittente *prima facie* identificabile;

(ii) digitalità, *i.e.* dematerializzata, ma giammai cartolare né tantomeno connotata da alcuna realtà¹⁰;

(iii) a-territorialità, poiché l'operazione di offerta si sviluppa in un'arena finanziaria virtuale (*internet-based financial market*¹¹);

(iv) astatalità e transnazionalità, poiché non è limitata a soggetti identificabili esclusivamente in una specifica dimensione di appartenenza statale e alle regole che dalla residenza derivano.

3. Cosa si intende per tokenizzazione di un bene

Considerata la breve introduzione al concetto di *token*, il focus principale del presente articolo riguarda il processo c.d. di tokenizzazione.

Si tratta, nello specifico, di un fenomeno recente, utilizzato al fine di descrivere un'attività di raccolta di fondi attraverso la quale gli investitori possono scambiare valute *fiat* o criptovalute con dei *token*¹².

In particolare, quando si parla di tokenizzazione si suole identificare «un processo simile a quello che generalmente viene definito in finanza “commodification” delle materie prime, come petrolio, oro e mais. Quest'ultimi vengono quotati sui mercati per essere scambiati, diventando di conseguenza oggetto di speculazione»¹³.

⁹ TROTZ, *Tangled Up in Blue: Adapting Securities Laws to Initial Coin Offerings*, N. Ill. U. L. Rev., 2019, (39), 433.

¹⁰ RULLI, *Incorporazione senza res e dematerializzazione senza accentratore: appunti sui token*, in *Rivista ODC*, 2019. Disponibile al sito <http://www.rivistaodc.eu/incorporazione-senza-res-dematerializzazione-token>. Consultato il 06 maggio 2020. Per un'analisi sul punto, si veda, ESSAGHOOLIAN, *Initial Coin Offerings: Emerging Technology's Fundraising Innovation*, in *UCLA L. Rev.*, 2019 (99), 310, secondo cui «[a]n ICO is thus an unregulated method of crowdfunding a new blockchain network or project».

¹¹ FINANCIAL STABILITY BOARD, *Crypto-asset, Report to the G20 on work by the FSB and standard-setting bodies*, 2018, 6. Disponibile al sito <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P160718-1.pdf>. Consultato il 06 maggio 2020.

¹² MAUME - FROMBERGER, *Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling U.S. and E.U. Securities Laws*, in *Chi. J. Int'l L.*, 2019, 556-558.

¹³ CALIANDRO, *Blockchain e tokenizzazione immobiliare: svolta per il futuro*, in *Crypto & Blockchain, Economia*, 2019, cit. Disponibile al sito <https://thexcompany.it/blockchain->

Infatti, il termine tokenizzare è un anglicismo che fa riferimento a un meccanismo attraverso il quale a un bene reale viene collegato un proprio corrispondente digitale, il quale può essere scambiato in maniera agevole tra gli investitori¹⁴.

L'elemento centrale di tale procedimento è rappresentato dalla tecnologia *blockchain*, la più famosa tipologia di *distributed ledger technology*. Come ampiamente noto, a differenza di qualsivoglia *database* centralizzato, tale tecnologia è basata sulla decentralizzazione e l'accesso non autorizzato al registro o la modifica dei dati in esso contenuti è quasi impossibile¹⁵.

In questo contesto, dunque, sfruttando le qualità sicure e immutabili della tecnologia *blockchain*, la tokenizzazione opera attraverso il c.d. "frazionamento" digitale della proprietà¹⁶.

In particolare, «per tokenizzare una proprietà è fondamentale generare un token e collegarlo ad un contratto che consenta a questo token di avere una relazione intrinseca con un bene reale. In parole povere [...] la proprietà è divisa in azioni e quest'ultime vengono tokenizzate»¹⁷.

In tale prospettiva, la tokenizzazione di un *asset* - di qualsiasi tipologia - si configura come un'attività attraverso la quale viene generato un *token* e lo stesso viene collegato, in senso lato, a uno *smart contract*¹⁸.

tokenizzazione-immobiliare/. Consultato il 06 maggio 2020.

¹⁴ MAUME - FROMBERGER, *Regulation of initiation coin offering: reconciling U.S. and E.U. securities law*, in *Chicago Journal of International Law*, 2019, vol. 19, (2), 559.

¹⁵ WEINGÄRTNER, *Tokenization of physical assets and the impact of IoT and AI*, Lucerne University of Applied Sciences & Arts, 2019, 4. L'autore afferma, in breve, che un «*token is the digital representation of an asset on the Blockchain. This asset can be both digital or physical as well as tangible or intangible. A Token is not related to a Cryptocurrency like Bitcoin or Ether and is often compared to a security document. From a technical point of view a Token is an algorithm implemented as a Smart Contract on a Blockchain*».

¹⁶ WANDMÄCHER - WEGMAN, *Tokenization and Securitization - A Comparison with Reference to Distributed Ledger Technology*, in THORHAUER - KEXEL (a cura di), *Facetten der Digitalisierung. Schriften der accadis Hochschule*, Wiesbaden, 2020, 157-174. In questo senso, secondo l'autore, «*Distributed Ledger Technology introduces the opportunity to create a digital representation, a so-called token, of a given asset and might lead to the elimination of process steps or even of parties involved in the traditional securitization process. By creating DLT-based digital representatives, assets may be fractionalized which may increase liquidity and tradability of the given assets. The aforementioned process of creating asset representing tokens can be described in the wording of tokenization*». PANG et al, *Real Estate Tokenization*, 2020. Disponibile al sito <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/cn/pdf/cn/2020/04/real-estate-tokenization.pdf>. Consultato il 19 maggio 2020.

¹⁷ *Ibid.*

¹⁸ VILLANI, *La blockchain e la tokenizzazione del mercato immobiliare*, Fintastico, 2018. Disponibile al sito <https://www.fintastico.com/it/blog/la-blockchain-e-la-tokenizzazione-del-mercato-immobiliare/>. Consultato il 06 maggio 2020. «Per semplificare il concetto, partendo

L'utilizzo degli *smart contract*, nello specifico, si configura come un meccanismo attraverso il quale vengono convertiti dei diritti su un determinato bene in un *token* digitale, il quale viene inserito, come detto in precedenza, all'interno di una *blockchain*¹⁹.

Il processo di tokenizzazione, in questo senso, comporta un'associazione di ogni quota a un *token*; per esempio, è possibile «stabilire che 1000 quote equivarranno a 1000 *token*, o anche maggiori multipli, questo potrebbe allargare la platea d'investitori frazionando e parcellizzando il numero di *token* in modo predefinito, non dimenticando che i *token* intersteranno in modo democratico gli stessi diritti ad ogni investitore, in onore della trasparenza, perché ognuno di essi è fungibile tutti allo stesso valore e tutti intercambiabili»²⁰.

In ultima analisi, la garanzia di questi *token*, come già in parte anticipato nei paragrafi precedenti, deriva dall'immutabilità della tecnologia *blockchain* e la relativa negoziabilità dipende da scambi di criptovalute o sistemi di trading alternativi (*Alternative Trading Systems* - ATS)²¹.

4. I vantaggi legati alla tokenizzazione

Alla luce di quanto affermato nei paragrafi precedenti, dunque, il processo di tokenizzazione dei beni comporta una serie di benefici che lo rendono particolarmente vantaggioso per gli investitori²².

dal modello base di crowdfunding, la proprietà è divisa in azioni e le “azioni” vengono tokenizzate». *Ibid.* Si veda, anche RAU, *Wie Startups die Immobilienbranche mit der Tokenisierung verändern*, Blockchainwelt, 2019. Disponibile al sito <https://blockchainwelt.de/wie-startups-die-immobilienbranche-mit-der-tokenisierung-veraendern/>. Consultato il 06 maggio 2020. Nello specifico «[n]ach der Generierung der Tokens haben andere Anleger die Möglichkeit, diese zu kaufen und somit Anteile am jeweiligen Objekt zu erwerben». *Ibid.* L'autore, dunque, sottolinea come dopo aver generato i *token*, altri investitori hanno l'opportunità di acquistarli e, quindi, acquisire diritti nelle rispettive proprietà.

¹⁹ MAUME - FROMBERGER, *Regulation of initiation coin offering: reconciling U.S. and E.U. securities law*, cit., 560

²⁰ WELFARE, *Commercializing Blockchain: Strategic Applications in the Real World*, Chichester, 2019, 313 ss. Si veda, anche, PERANI, *Blockchain e tokenizzazione per difendere e valorizzare il patrimonio artistico*, Blockchain4Innovation, 2019. Disponibile al sito https://www.blockchain4innovation.it/esperti/blockchain-e-tokenizzazione-per-difendere-e-valorizzare-il-patrimonio-artistico/#Una_nuova_forma_di_cartolarizzazione. Consultato il 06 maggio 2020.

²¹ WELFARE, *Commercializing Blockchain: Strategic Applications in the Real World*, cit., 313.

²² PERANI, *Blockchain e tokenizzazione per difendere e valorizzare il patrimonio*

Ciò che rende attraente per gli investitori il ricorso a tale processo dipende principalmente dalle seguenti peculiarità.

- Maggiore liquidità: mediante la tokenizzazione delle attività, in particolare attività tipicamente illiquide - si pensi, appunto, ad un immobile, ma anche ad opere d'arte - questi *token* possono scambiarsi su un mercato secondario²³. L'accesso a una base più ampia di operatori, in questo senso, aumenta la liquidità, a beneficio sia degli investitori, che hanno maggiore libertà, che per i venditori, in quanto i *token* beneficiano del c.d. "premio di liquidità", acquisendo così un valore maggiore dall'attività sottostante²⁴.

- Transazioni più veloci ed economiche: queste ultime vengono effettuate attraverso contratti intelligenti e alcune parti del processo di scambio sono automatizzate. Tale automazione permette la riduzione degli oneri amministrativi connessi all'acquisto e alla vendita, con un numero minore intermediari interessati nella transazione - dunque, mediante transazioni *peer-to-peer*²⁵ - portando non solo a una più rapida esecuzione degli accordi, ma anche a costi di transazione inferiori²⁶.

artistico, op. cit. Si fa qui riferimento ai rendimenti garantiti dagli investimenti immobiliari (anche nelle ipotesi di investimenti molto ridotti) e alla liquidità che caratterizza, al contrario, il mercato azionario. È importante, inoltre, sottolineare che, i *token* immobiliari sono supportati da attività reali, comportano rischi inferiori rispetto a quelli previsti dall'utilizzo di criptovalute o ICOs, che sono attività altamente volatili e speculative.

²³ SMITH EL AL., *Tokenized Securities & Commercial Real Estate*, MIT Digital Currency Initiative, Working Group Research Paper, 2019, 11. Gli autori, affermano come le «[t]raditional securities structures and issuance frameworks haven't evolved in a long time. With blockchain technology, a transparent and trustless ecosystem can start to solve the information asymmetry that hinders the market's potential for liquidity». In questo senso, infatti, la tokenizzazione delle proprietà immobiliari non soltanto garantirebbe a una gamma più ampia di investitori di avere accesso a un numero maggiore di attività, ma consentirà anche la creazione di un mercato secondario liquido. Una volta che l'emittente ha quotato un token su uno scambio digitale per il trading secondario, infatti, gli investitori avranno la possibilità di rivendere facilmente i propri attivi.

²⁴ LAURENT - CHOLLET - BURKE - SEERS, *The tokenization of assets is disrupting the financial industry. Are you ready?*, Deloitte, 2019, 2. Disponibile al sito <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/lu/Documents/financial-services/tokenization-of-assets-disrupting-financial-industry.pdf>. Consultato il 06 maggio 2020. Ancora, si rimanda, per ulteriori approfondimenti sul concetto di liquidità, DIMAGGIO - LANE, MA, *Fluidity: The Tokenization of Real Estate Assets*, Harvard Business School Case 219-057, 2018.

²⁵ Si veda, per un'analisi del concetto di *peer-to-peer* nelle piattaforme digitali, RUSSO, *Opportunità e rischi delle piattaforme digitali di P2P Lending: nuove strategie di implementazione del prodotto alla luce del recente trattamento fiscale*, in *Innovazione e Diritto*, in *Riv Dir. Trib.*, 2019 (3), 2-6.

²⁶ *Ibid.* Le attività effettuate mediante l'utilizzo dei *token* sono, pertanto, pressoché istantanee e permettono la esclusione di una serie di intermediari che, nella maggioranza dei

- Maggiore trasparenza: poiché ogni dato contenuto all'interno del *token* viene registrato e conservato su un libro mastro condiviso e immutabile - la *blockchain* - non è consentito il possesso di beni in modo fraudolento²⁷. In siffatto scenario, il livello di trasparenza garantito dall'intero ecosistema permette a tutti i partecipanti di poter accedere al registro senza alcuna restrizione²⁸.

- Maggiore accessibilità: a tal proposito, va sottolineato che la tokenizzazione garantirebbe l'accesso agli investimenti ad un pubblico molto più ampio. I *token*, infatti, sono altamente divisibili, il che significa che gli investitori possono acquistare *token* rappresentanti percentuali minime delle attività sottostanti²⁹. In questo senso, la tokenizzazione permette una riduzione delle barriere d'ingresso agli investimenti. La proprietà frazionata è gestita in modo sicuro «*by a digital register of members (ROM) on blockchain. New financial products could be distributed to a wider pool of investors at a lower per unit cost, with a fee structure inclusive of an access premium for the previously inaccessible investment opportunity*»³⁰.

casi, limitano le possibilità di accesso agli investimenti. I vantaggi, in tal senso, sono rivedibili sia sotto il profilo delle tempistiche della transazione, che sotto il profilo economico, in quanto l'esclusione degli intermediari da tale sistema permette la riduzione dei costi di commissione che, spesso, sono molto elevati.

²⁷ SMITH ET AL., *Tokenized Securities & Commercial Real Estate*, cit., 32. In particolare, «*[a]dditional levels of transparency across global real estate markets could be a catalyst for improving investor confidence to pursue investment opportunities in previously unreachable real estate markets, particularly internationally*».

²⁸ IBRAHIM, *Does blockchain mean higher transparency in the financial sector?*, in *Revista de Contabilidad y Dirección*, 2018 (27), 71-82. Va sottolineato, infatti, che una volta che un *token* viene acquistato, la proprietà non può essere alterata - o, comunque, modificata - senza consenso. Tuttavia, può essere trasferito da una persona all'altra solo nel caso in cui il proprietario decide di venderlo. In caso di controversie, gli eventuali conflitti possono essere risolti rapidamente esaminando i documenti che, a loro volta, si presentano come immodificabili.

²⁹ RUSSO, op. cit. Si veda, inoltre, SUNDAY, *The Tokenization of Real Estate*, op. cit. Infatti, qualsiasi tipologia di dati, informazioni o somme di denaro che sono scambiate sotto forma di *token* sono accessibili a livello globale, 24 ore su 24, 7 giorni su 7, da qualsiasi parte del mondo, alla stregua di quanto accade per le criptovalute. Si veda, anche, SAYED, *The Pros and Cons of Tokenization in Real Estate*, RealtyNXT, 2019. Disponibile al sito <https://realtynxt.com/2019/04/24/the-pros-and-cons-of-tokenization-in-real-estate/>. Consultato il 06 maggio 2020.

³⁰ PANG et al, *Real Estate Tokenization*, cit., 7. Quest'ultimo elemento, inoltre, permette una maggiore flessibilità negli investimenti. Infatti, «*fractionalization enables flexible portfolio construction and diversification; operational efficiency and reduced settlement time allows faster transfer of investment interests; and data transparency brings updated information for investment analysis*». *Ibid.* In aggiunta, un maggiore livello di accessibilità è riferito anche alle

5. Come vengono utilizzati i *token* nel settore immobiliare

Ponendo l'attenzione sul settore immobiliare, va sottolineato, *in primis*, come i beni immobili, sebbene siano considerati un investimento sicuro e durevole, rappresentano un *asset* c.d. 'illiquido'³¹. Tali tipologie di investimenti consentono una immobilizzazione del capitale prolungata nel tempo senza subire delle variazioni significative. In aggiunta, essi permettono il mantenimento dell'investimento per lunghi periodi di tempo, senza incorrere in variazioni significative³².

In termini di evoluzione del mercato immobiliare, con lo sviluppo tecnologico «*an exchange platform could be built as an application on top of a universal real estate blockchain, which would allow two parties to make real estate trades in a much more timely and less costly manner. Commercial property could be traded similarly to equities*»³³.

Mediante il processo di tokenizzazione applicato alle proprietà immobiliari, la versione digitale può essere suddivisa in *token* digitali, trasformando un mercato tradizionalmente illiquido in uno liquido.

Gli investimenti immobiliari, infatti, «per loro natura non diventano liquidi in breve tempo necessitando di tempi di dismissione lunghi rispetto a un puro investimento finanziario e il mercato immobiliare è soggetto a cicli di durata pluriennale che incidono pesantemente sui tempi di dismissione»³⁴.

In tale ambito, risulterebbe proficua l'introduzione del processo di tokenizzazione, che favorirebbe la creazione di liquidità nel mercato

informazioni, «*which can be viewed and edited according to various permissions*». SMITH ET AL., *Tokenized Securities & Commercial Real Estate*, cit., 32.

³¹ Il termine illiquidità, nello specifico, «identifica tradizionalmente lo stato di un'attività che non può essere facilmente venduta o scambiata con denaro contante, senza una sostanziale perdita di valore. Le attività non liquide, inoltre, non possono essere vendute senza indugio, a causa della mancanza di investitori pronti e disposti ad acquistare il bene». Si veda BIANCHI *et al.*, *Asset finanziari illiquidi. Modalità di smobilizzo e regolamentazione*, Milano, 2014.

³² Si vedano, generalmente, BATTISTI, *Finanza e servizi integrati nell'industria immobiliare*, in *Banca, Finanza e PMI*, 2019, 81 ss; BELOTTI - BERTOZZI, *Gli immobili nel reddito d'impresa*, in *Temi di Reddito e d'Impresa*, 2014.

³³ MALVIYA, *Blockchain for Real Estate*, White Paper, 2017, disponibile al seguente link: <https://ssrn.com/abstract=2922695>. In questo senso, dunque, «*[c]ommercial real estate will become a much more liquid and actively traded asset class*» (p. 7).

³⁴ BRUNA, *La Consulenza Immobiliare nel Private Banking: una introduzione*, Milano, 2009, 46. E ciò è vero soprattutto in considerazione del fatto che «il principale obiettivo dell'investimento immobiliare è la conservazione del capitale in termini reali e il conseguimento di un'adeguata redditività nel tempo». *Ibid.* Si veda anche, sul medesimo punto, RUANO, *Beni Immobili: Manuale pratico di acquisto, vendita e amministrazione*, Roma, 2018.

immobiliare attraverso la circolazione senza restrizioni di tipo geografico o temporale degli stessi *token*³⁵.

Ciò considerato, dunque, grande importanza in tale processo è assunta dagli *smart contracts*³⁶; essi, possono essere definiti, generalmente, «*a set of promises, specified in digital form, including protocols within which the parties perform on these promises*»³⁷. Tale affermazione, quindi, «can be translated into the contractual language of the ‘if so, then’ conditions»³⁸.

Operativamente, attraverso gli *smart contracts* vengono generati dei *token* “fungibili”, cioè in grado di determinare il valore economico, e dei *token* non fungibili che, per converso, permettono di verificare le caratteristiche strutturali, catastali e documentali del bene³⁹.

³⁵ SOUTHON - COPE, *The tokenization of real estate: A view from the Middle East*, DLA Piper, 2019. Disponibile online al sito <https://www.dlapiper.com/de/austria/insights/publications/2019/07/real-estate-gazette-35/the-tokenization-of-real-estate-a-view-from-the-middle-east/>. Consultato il 06 maggio 2020.

³⁶ Per una visione generale del concetto di *smart contract* si vedano, *inter alia*, KRAUS, OBRIST, HARI, *Blockchains, Smart Contracts, Decentralised Autonomous Organisations and the Law*, Cheltenham, 2019; PERNICE, *Smart contract e automazione contrattuale: potenzialità e rischi della negoziazione algoritmica nell’era digitale*, in *Diritto del mercato assicurativo e finanziario*, 2019 (1), 117-137; ASHARAF - ADARSH, *Decentralized Computing Using Blockchain Technologies and Smart Contracts: Emerging Research and opportunities*, Hershey, 2017; GRINHAUS, *A Practical Guide to Smart Contracts and Blockchain Law*, Toronto, 2019. Tale tipologia di contratti, infatti, a differenza dei contratti standard che delineano i termini e le condizioni di una relazione - spesso regolata e applicata dalla legge - impongono una relazione mediante un codice crittografico. Con riferimento alla tematica analizzata nel presente articolo, gli *smart contracts* «enable the programming of tokens with unique qualities, such that characteristics of each share class and customizable fee structures could be created for tokenized assets at a relatively low operational cost». PANG *et al*, *Real Estate Tokenization*, cit., 7.

³⁷ SZABO, *Smart Contracts: Building Blocks for Digital Markets*, Manuscript, 1996. Il termine stesso, inoltre, «was created to underline that these kinds of agreement were more efficient than the traditional contracts». Si veda BORRONI, *Blockchain: Uses and Potential Value*, in BORRONI (a cura di), *Legal Perspective on Blockchain Theory, Outcomes, and Outlooks*, Pubblicazioni del Dipartimento di Scienze Politiche Jean Monnet dell’Università degli Studi della Campania Luigi Vanvitelli, Napoli, 2019, cit., 16. Pertanto, quando si parla di contratto intelligente si intende, brevemente, un programma deterministico; infatti, esso esegue un’operazione particolare se e quando sono soddisfatte determinate condizioni.

³⁸ BORRONI, *Blockchain: Uses and Potential Value*, in *Legal Perspective on Blockchain Theory, Outcomes, and Outlooks*, cit., 16. Si veda, sul medesimo punto, CORRALES - FENWICK - HAAPIO, *Legal Tech, Smart Contracts and Blockchain*, in *Perspective in Law, Business, and Innovation*, Singapore, 2019, 5.

³⁹ In particolare, merita ulteriore chiarimento la tipologia di *token* non fungibili; essi, infatti, non sono come la moneta. Non sono intercambiabili. In questo senso, infatti, «i *token* non fungibili creano una scarsità digitale che può essere verificata senza la necessità di un’organizzazione centralizzata per confermare l’autenticità». ZMUDZINSKI, *Token non*

In siffatto scenario, gli *smart contract* permetterebbero di determinare una percentuale di profitto periodica per chi possiede i *token* con riferimento alla variazione del valore dell'immobile⁴⁰.

Il processo di tokenizzazione di un immobile, dunque, fa sì che il valore dello stesso possa essere suddiviso in un numero predeterminato di *token*, cui valore e porzione è lasciato alla autonomia del soggetto che struttura l'operazione, il quale conserva la possibilità di individuare il taglio più utile alla circolazione della quota del bene stesso⁴¹.

In particolare, sotto il profilo operativo, i *token* collegati a un immobile rappresentano «*digital securities - financial instruments represented using blockchain tokens - granting exposure to an underlying real estate asset or real estate development project. With real estate tokens have all the benefits of digital securities: they are cheap to issue, can be sold directly to investors, and help provide much needed liquidity*»⁴².

In questo scenario, ogni *token* rappresenta una quota percentuale dell'immobile. Nel momento in cui si acquista un *token*, di conseguenza, si acquista effettivamente la percentuale della proprietà che esso rappresenta,

fungibili: cosa sono e come usarli, in *The Cryptonomist*, 2018. Disponibile al sito <https://cryptonomist.ch/2018/09/23/token-non-fungibili/>. Consultato il 20 maggio 2020.

⁴⁰ LOPRIENO, *Le potenzialità della blockchain nel settore immobiliare*, Comaan, 2020. Disponibile al sito <https://comaan.it/2020/04/10/le-potenzialita-della-blockchain-nel-settore-immobiliare/>. Consultato il 19 maggio 2020. In questo senso, se la società che tokenizza un immobile aumenta il suo valore, «di conseguenza questo avrebbe una diretta influenza sul valore dei token degli immobili registrati sulla blockchain dalla stessa. [...] la società diventerebbe il rivenditore ufficiale dei token [...] e quindi venderli risulterebbe più facile ed essi aumenterebbero il proprio valore, perché diventerebbe più accessibile come modalità di acquisto e investimento. Sicuramente questo non è soggetto a grosse fluttuazioni, anzi una delle caratteristiche principali è proprio la stabilità che garantisce agli investitori un token con una sottostante immobiliare». *Ibid.*

⁴¹ SOUTHON - COPE, *The tokenization of real estate: A view from the Middle East*, op. cit. Si veda, anche, SMITH ET AL., *Tokenized Securities & Commercial Real Estate*, op. cit. In particolare, tale ultima caratteristica garantisce una notevole riduzione degli ostacoli derivanti dall'acquisto di un bene immobile e consente, al contempo, a chiunque di avere una frazione di un bene immobile e illiquido, aprendo il settore ad un numero maggiore di investitori. Inoltre, i *token* associati ai beni immobili potrebbero rappresentare diritti su una parte degli utili sul valore di un bene, o persino i diritti di voto in circostanze di equità in un'azienda. SUNDAY, *The Tokenization of Real Estate*, op. cit. Non va dimenticato, comunque, che «frazionare» un bene immobile comporta una serie di costi; in questo senso, «*fractionalisation requires an intermediate structure to be established because the direct ownership of land cannot be split into many pieces. Even where this is not the case, agreement needs to be reached regarding the control of fractionalised assets*». BAUM, *Tokenisation: the Future of Real Estate Investment?*, University of Oxford, 2020, cit., 4.

⁴² BAUM, *Tokenisation: the Future of Real Estate Investment?*, cit., 26.

anche se sotto una diversa veste giuridica⁴³.

A differenza di investimenti tradizionali relativi a un bene immobile, infatti, «*a building tokenized for distribution as private equity could be distributed among a larger pool of investors at a lower per unit cost*»⁴⁴.

6. Alcuni esempi di tokenizzazione

Dopo aver tracciato le linee generali che caratterizzano il processo di tokenizzazione applicato al settore immobiliare, nei paragrafi che seguono sono riportati alcuni casi concreti.

L'obiettivo, in questo senso, è tentare tracciare, anche a livello pratico, quelle che sono le peculiarità di tale meccanismo.

6.1. Il caso del St. Regis Aspen Resort

Uno dei primi casi di tokenizzazione nel settore immobiliare ha riguardato il St. Regis Aspen Resort, il cui venti per cento del valore complessivo è stato messo in circolazione sotto forma di *token*⁴⁵.

La vendita dei suddetti *token* è stata effettuata attraverso la piattaforma digitale *Indiegogo*⁴⁶ e una partnership con *Templum Markets LLC* - realtà autorizzata dalla *U.S. Securities & Exchange Commission* (SEC) e dalla *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA)⁴⁷.

⁴³ SHI, *Architectures and Frameworks for Developing and Applying Blockchain Technology*, Singapore, 2019, 104. Si veda, inoltre, DE CANDIA, *Ecco la più grande tokenizzazione immobiliare sulla blockchain di Ethereum*, The Cryptomist, 2019. Disponibile al sito <https://cryptonomist.ch/2019/02/28/tokenizzazione-immobiliare-su-blockchain-ethereum/>. Consultato il 06 maggio 2020.

⁴⁴ PANG *et al*, *Real Estate Tokenization*, cit., 16.

⁴⁵ CARROLL, *In \$18 million deal, nearly one-fifth of St. Regis Aspen sells through digital tokens*, The Aspen Times, 2018. Disponibile al sito <https://www.aspentimes.com/trending/in-18-million-deal-nearly-one-fifth-of-st-regis-aspen-sells-through-digital-tokens/>. Consultato il 06 maggio 2020. Gli *Aspen Coin* avevano un prezzo di \$ 1 per moneta e tutti gli investitori devono essere investitori accreditati con un acquisto minimo di 10.000 *token*. Le monete potrebbero essere acquistate in dollari USA, Bitcoin o Ether. Per un'analisi approfondita, si rimanda al sito ufficiale che gestisce tale processo, <https://aspencoin.io>. Consultato il 06 maggio 2020.

⁴⁶ Indiegogo è uno dei principali siti di *crowdfunding*, ossia di finanziamento collettivo, attraverso cui ottenere i fondi necessari per provare a realizzare un progetto di qualsiasi natura. Per maggiori informazioni, si veda il sito <https://www.indiegogo.com>. Consultato il 06 maggio 2020.

⁴⁷ CARROLL, *In \$18 million deal, nearly one-fifth of St. Regis Aspen sells through digital tokens*, cit.. *Templum Markets* «is the operator of an Alternative Trading System (ATS) for the secondary trading of digital assets that are securities. Investors need to register and pass

In particolare, i *token* creati «were sold to investors through a security token offering (STO)»⁴⁸.

Il *token* derivante da tale operazione prende il nome di *Aspen Coin*, ed è un c.d. *security token*⁴⁹, il quale permette agli acquirenti di ottenere quote di partecipazione azionaria all'interno del St. Regis Aspen Resort⁵⁰.

Nello specifico, tale *token* «represents indirect ownership of a slice of the St Regis Aspen, a luxury ski resort in Aspen, Colorado, via tokenized ownership of

KYC/AML and verify their accredited investor identification through this platform in order to invest in Aspen coin». RENA, *Security Token Case Analysis: Aspen Coin — The First Real Estate Security Token Offering*, Medium, 2018. Disponibile al sito <https://medium.com/@rena.pan/security-token-case-analysis-aspen-coin-the-first-real-estate-security-token-offering-5a4f73b2cde>. Consultato il 06 maggio 2020.

⁴⁸ BAUM, *Tokenisation: the Future of Real Estate Investment?*, cit., 32.

⁴⁹ I *security token* creano delle relazioni commerciali tra gli utenti, mediante l'uso di contratti e tecnologie intelligenti. Nello specifico, tale tipologia di *token* riproduce i «diritti di una proprietà che allo stesso tempo conferiscono anche privilegi diversi, come ad esempio, nel caso dei soci di un'azienda il diritto di voto o di tipo economico». ROHR - WRIGHT, *Blockchain-Based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets*, 70 HASTINGS L.J., 2019, 469-470. In tal senso, i *security token* possono essere equiparati a una tipologia di partecipazione azionaria. Si veda, inoltre, FALEMPIN, VAN HECKE, COHEUR, WALSH, *Tokenized Securities*, Tokeny, 2019, 6. I *security token* sono definiti «a right to future financial flows resulting from the main activity of the issuer of the token». *Ibid.* Si vedano, per un approfondimento, MICHAEL, *Sto Revolution: How the New Wave of Security Token Offerings Will Disrupt Investing*, Lilburn, 2018; PANEK, *Security Fundamentals*, Indianapolis, 2019; SCANIO - GLASGOW, *Payment Card Fraud, Data Breaches, and Emerging Payment Technologies*, in *Fidelity L. J.*, 2015 (21), 92, sottolineando come il principale obiettivo dei *security token* è «to secure and protect data in an electronic payment transaction». Per mero scupolo di precisione, si rileva che, attraverso i *security token* si possono attuare varie e diverse operazioni, inclusa la possibilità di emettere *token* rappresentativi di azioni societarie, immettendo nel mercato globale nuovi flussi di liquidità. Essi possono essere, infatti, presentati anche sotto forma di frazioni che rappresentano la proprietà di un determinato bene e possono essere commercializzati su di un *global security token exchange* - ovvero piattaforme in cui poter scambiare *token*.

⁵⁰ È utile, in tale sede, sottolineare come vi sia un parallelo tra tale tipologia di *token* e le c.d. *stablecoins*. Si tratta, nello specifico, di criptovalute che, a differenza del bitcoin, per esempio, hanno un prezzo stabile perché vincolato a un mezzo di scambio stabile (una moneta fiat, tipicamente il dollaro statunitense). La relazione tra *stablecoin* e *security token* può essere definita come bidirezionale; in tal senso, infatti, le *stablecoins* consentono nuove forme di *security token* che a loro volta possono essere combinati per costruire nuove forme di *stablecoins*, attraverso una relazione limitata solo dal modello di programmazione sottostante. In questo senso, nuove forme di *stablecoins* non collateralizzate o cripto-collateralizzate possono emergere dai *security token* in maniera quasi ciclica. Pertanto, la somiglianza tra le *stablecoins* e i *security token* è «due to the similarities they share with the concept of the security token: a security token is backed by something tangible, including assets, profits or revenue of the company». DELL'ERBA, *Stablecoins in Cryptoeconomics: From Initial Coin Offerings to Central Bank Digital Currencies*, in *N.Y.U. J. Legis. & Pub. Pol'y*, 2019/2020 (22), 29.

a REIT, which only owns the hotel (real-estate investment trust)»⁵¹.

Per quel che concerne le garanzie dei *token* emessi, esse derivano prevalentemente dalle attività sottostanti legate alle attività commerciali svolte dall'hotel⁵².

I *token*, in questa operazione, sono stati offerti esclusivamente nei confronti di investitori pre-individuati e partner strategici⁵³ i quali hanno accettato di sottoscrivere gli *Aspen Coin* anche se dagli stessi non derivavano diritti di voto, bensì una mera titolarità di una quota dell'hotel, nonché i diritti patrimoniali ad essa correlati⁵⁴.

6.2. Tokenizzazione in Italia: RealHouse Srl

Anche in Italia è stata perfezionata un'operazione immobiliare con la tokenizzazione di due immobili sulla *blockchain* di *Ethereum*⁵⁵.

L'operazione in questione è stata condotta dalla società RealHouse Srl -

⁵¹ TODD, *Trading a piece of the St Regis Aspen resort edges closer as security token becomes compliant*, The Block, 2019. Disponibile al sito <https://www.theblockcrypto.com/linked/7568/trading-a-piece-of-the-st-regis-aspen-resort-edges-closer-as-security-token-becomes-compliant>. Consultato il 06 maggio 2020.

⁵² PREZIOSO, *Da Indiegogo arriva Aspen Coin*, in *The Cryptonomist*, 2018. Disponibile al sito <https://cryptonomist.ch/2018/08/24/ico-indiegogo/>. Consultato il 06 maggio 2020.

⁵³ Si fa, in tal caso, riferimento a (i) «*[a]ny individual whose net worth, or joint net worth with that person's spouse, at the time of his or her purchase of an Interest, exceeds US\$1,000,000*», (ii) «*[a]ny individual who had an income in excess of US\$200,000 in each of the two most recent years or joint income with that person's spouse in excess of US\$300,000 in each of those years and reasonably expects to reach the same income level in the current year*», (iii) «*[a]ny trust, with total assets in excess of US\$5,000,000, not formed for the specific purpose of acquiring an Interest*», (iv) «*[a]ny corporation, Massachusetts or similar business trust, or partnership, not formed for the specific purpose of acquiring an Interest, with total assets in excess of US\$5,000,000*». RENA, *Security Token Case Analysis: Aspen Coin — The First Real Estate Security Token Offering*, op. cit.

⁵⁴ CARROLL, *In \$18 million deal, nearly one-fifth of St. Regis Aspen sells through digital tokens*, op. cit. Infatti, i possessori di *Aspen Coin* «are not being entitled to voting right and thus have limited influence on company's decision making and future strategies or even the dividend distribution policy». RENA, *Security Token Case Analysis: Aspen Coin — The First Real Estate Security Token Offering*, op. cit. Tale considerazione, potrebbe essere valida anche per i *security token* in generale, in quanto «*from the company's perspective, I can see the clear reason why companies choose to do so. Since generally companies do not want to give up the decision-making rights to general token holders. STO will be a great way for companies raise fund and not dilute control of the company*». *Ibid.*

⁵⁵ CAVICCHIOLI, *Italia: un'operazione immobiliare tokenizzata su blockchain*, The Cryptonomist, 2020. Disponibile al sito <https://cryptonomist.ch/2020/01/31/italia-operazione-immobiliare-su-blockchain/>. Consultato il 19 maggio 2020.

startup fintech specializzata in investimenti immobiliari - in partnership con InvestiRE 24 SpA. Nello specifico, è stato creato un *equity token* della società Immobiliare Casati Srl, denominato RHC1, dotato di un proprio valore intrinseco e legato a un sottostante immobiliare composto da due palazzine site in Piazza Casati, a Roma, il cui valore complessivo di raccolta è stato stimato in 3 milioni di euro⁵⁶.

Per la realizzazione del progetto, Realhouse «ha costituito l’infrastruttura tecnologica basata sulla blockchain, ossia il “passaporto digitale” dell’operazione, costituito dalla digitalizzazione e successiva registrazione della documentazione relativa all’operazione»⁵⁷.

Lo svolgimento della stessa è avvenuto sulla piattaforma di *BlockInvest*, una piattaforma c.d. *Blockchain-compliant* di proprietà della stessa RealHouse.

Operativamente, il passaporto digitale creato su tale piattaforma è stato previsto per tenere traccia dell’operazione, partendo dal credito originato da banca Unicredit fino ai dettagli dell’immobile e del veicolo che la condurrà⁵⁸.

Alla base dell’operazione c’è un c.d. credito deteriorato (*non performing loans* - NPL) vantato dalla banca Unicredit nei confronti di una società terza e garantito proprio dalle due palazzine di Roma.

Di conseguenza, si è resa necessaria la costituzione di una nuova società veicolo - le c.d. *Special Purpose Vehicle* (SPV) - per gestire l’acquisizione del credito e lo sviluppo immobiliare successivo⁵⁹.

Il passo successivo è stato l’avvio di «un fundraising con investitori privati e accreditati, a cui sono stati assegnati un proporzionale numero dei 1.000 token RHC1 emessi, ciascuno dei quali rappresenta una quota della società veicolo»⁶⁰.

Stando a quanto riportato dalla stessa RealHouse, questa rappresenta solo la prima operazione immobiliare di una serie in cantiere per il futuro che verranno tokenizzate attraverso la piattaforma *BlockInvest*⁶¹.

Inoltre, la tokenizzazione nel settore *real estate*, con specifico riferimento

⁵⁶ Dati disponibili al sito di RealHouse <https://realhouse.io/projects/realhouse-spl/>. Consultato il 28 luglio 2020.

⁵⁷ MAGRI, *Chiusa la prima operazione immobiliare in blockchain in italia grazie a investi re e realhouse*, CrowdfundingBuzz, 2020. Disponibile al sito <http://www.crowdfundingbuzz.it/prima-operazione-immobiliare-blockchain-italia/>. Consultato il 19 maggio 2020.

⁵⁸ CAVICCHIOLI, *Italia: un’operazione immobiliare tokenizzata su blockchain*, cit., 54.

⁵⁹ MAGRI, *supra* nota 55.

⁶⁰ CAVICCHIOLI, *Italia: un’operazione immobiliare tokenizzata su blockchain*, op. cit.

⁶¹ *Ibid.* Infatti, la dimensione del mercato degli NPL è enorme, tanto che, per esempio, solo in Italia si stima un valore di affari che si attesta attorno ai 180 miliardi di euro.

a quelli riguardanti gli immobili a garanzia di crediti NPL, in base alle aspettative dell'operazione di RealHouse, garantirebbe una serie di vantaggi. In primo luogo, aumenterebbe la trasparenza e l'efficienza in relazione all'ottenimento delle informazioni di processo; in secondo luogo, sarebbe possibile ridurre i tempi e i costi delle transazioni, soprattutto nella prospettiva di un eventuale futuro mercato secondario; infine, allo stesso modo, diminuirebbero i tempi e i costi delle procedure di identificazione degli investitori⁶².

6.3. Un parcheggio tokenizzato nel *Tech Park* di Lubiana

Un ulteriore esempio proprietà tokenizzate è il caso di un parcheggio in Slovenia, situato nel *Technology Park* di Lubiana⁶³.

Nel 2018, la startup *Blocksquare* ha portato avanti il progetto di tokenizzazione di un garage utilizzando la *blockchain*⁶⁴.

Tale tokenizzazione, in particolare, è stata finanziata da 19 diversi investitori provenienti da 8 Paesi differenti, per un processo di finanziamento che è durato 16 giorni. Ogni investitore detiene una quota nel garage tokenizzato che viene registrato sulla *blockchain* e distribuito tramite *security token*⁶⁵.

Tratto dal rapporto del progetto, «*the tiny property had been sitting on the market for almost 6 months, while tokenisation allowed the issuer to sell it in 16 days and even create a premium on the valuation. The tokens of this property have been trading on a dedicated decentralized exchange since November 2018, while the 20+ token holders have been receiving monthly dividend payouts deriving from the rents generated, all achieved through blockchain and smart contract technology, without traditional banking*»⁶⁶.

Le azioni digitali - o *PropTokens* (BSPT), acronimo di *Blocksquare Property Token* - sono suddivise in 100.000 UNITA' digitali che rappresentano una quota del totale della proprietà. Ogni set di azioni digitali è

⁶² *Ibid.* Inoltre, mediante un siffatto processo di tokenizzazione, è possibile anche la programmazione del *token* in relazione ai documenti aventi corso legali.

⁶³ Per una analisi generale del progetto, si rimanda al sito <https://blocksquare.io/pilot>. Consultato il 29 maggio 2020. Nello specifico, *Blocksquare* è una startup che sviluppa il sistema di tokenizzazione basato su *blockchain* applicato al settore del *commercial real estate*.

⁶⁴ BAUM, *Tokenisation: the Future of Real Estate Investment?*, cit., 32.

⁶⁵ RADI, *Parking Spaces and Blockchain: a Hidden Gold Rush?*, VAVE, 2020. Disponibile al sito <https://vave.io/blog/investment/parking-spaces-and-blockchain-a-hidden-gold-rush/>. Consultato il 29 maggio 2020.

⁶⁶ BAUM, *Tokenisation: the Future of Real Estate Investment?*, cit., 32.

gestito da uno *smart contract* distribuito sulla *blockchain* di *Ethereum*⁶⁷.

L'acquisto massimo di BSPT del garage è limitato al 30% della proprietà tokenizzata, con conseguente equa distribuzione delle parti interessate. Il sistema *PropToken* traccia e registra automaticamente gli *stakeholder* anche sul mercato secondario⁶⁸.

L'esempio in questione fornisce una panoramica di come una proprietà che genera un affitto aumenta la liquidità di *token* in circolazione⁶⁹.

Sicuramente, non si tratta di cifre elevatissime. Tuttavia, «the fact that this liquidity is provided by fresh capital and not artificial market making is a very important consideration - with new Certified Partners the number of properties under tokenization will increase, subsequently influencing BST liquidity levels»⁷⁰.

7. Conclusioni

Ogni bene giuridico può essere tokenizzato giovandosi dei vantaggi che abbiamo descritto nei paragrafi precedenti.

Gli esempi che sono stati proposti, infatti, dimostrano come anche la più “reale” e “corporea” delle *res*, quella immobiliare, è stata attratta nel caleidoscopio della tokenizzazione, con risultati sorprendenti.

A livello classificatorio, in ogni caso, il *token* rientra a pieno titolo nella categoria di bene giuridico ex 810 c.c. Come noto, infatti, tale categoria, sotto la spinta di una progressiva *vis* espansiva, ha allargato le proprie maglie fino a ricomprendere, non solo, le vere e proprie *res* ma anche beni immateriali, comuni, intangibili e financo digitali.

Ad oggi, quindi, senza azzardare definizioni più eccentriche che utili, è prudente rimandare alla categoria generale del codice al fine di avere un porto sicuro in caso di incertezze ermeneutiche e preferire un approccio in base al quale il «riconoscimento di tutela e [...] rilevanza patrimoniale non si basa sul

⁶⁷ PETROVIC, *The World's First Tokenized Garage*, Hackernoon, 2018. Disponibile al sito <https://hackernoon.com/the-worlds-first-tokenized-real-estate-property-is-a-garage>. Consultato il 29 maggio 2020. Il che significa che «100s or even 1000s of users can now become invested in a single property without the downsides of other co-investment models that bound investors to the decisions of others».

⁶⁸ *Ibid.* Il fatto che ogni transazione sia registrata sulla *blockchain* di *Ethereum* offre agli investitori la un elevato livello di trasparenza.

⁶⁹ BAUM, *Tokenisation: the Future of Real Estate Investment?*, cit., 32.

⁷⁰ RADI, *Parking Spaces and Blockchain: a Hidden Gold Rush?*, op. cit.

bene (immateriale) in sé, ma sulla sua estrinsecazione»⁷¹.

In un periodo di crisi come quello attuale, in cui la ricerca della liquidità è un momento fondamentale a tutti i livelli (sia politici che economici), il ricorso ai *token* e un investimento nel *fintech* in generale potrebbe rappresentare una risposta comune o quantomeno offrire un set di strumenti per accelerare la ripartenza dell'economia reale. il connubio tra immateriale/digitale e economia reale suona come un ossimoro, ma, di fatto, è una opportunità che gli ordinamenti giuridici devono rapidamente considerare.

⁷¹ BORRONI - RUSSO, *Profili civilistici dei beni immateriali: principi generali*, in corso di pubblicazione, I.

***VIRTUAL CURRENCY TRA DIFFICOLTÀ ESEGETICHE E
TENTATIVI DI INQUADRAMENTO DOGMATICO IN SEGUITO
AL RECEPIMENTO DELLA QUINTA DIRETTIVA UE *ANTI-
MONEY LAUNDERING****

Emanuele Coraggio

*Dottorando di ricerca in Diritto comparato e processi di integrazione,
Università degli Studi della Campania “Luigi Vanvitelli”*

L'articolo mira ad inquadrare sul piano giuridico il complesso fenomeno delle valute virtuali sulla base dell'analisi della scarna normativa di riferimento e della loro struttura e funzionamento nonché ad individuarne un possibile statuto giuridico, tenuto conto in particolare del recente recepimento nell'ordinamento italiano della quinta direttiva UE antiriciclaggio.

The paper aims at providing a legal framework of the complex phenomenon of virtual currencies on the basis of the analysis of the scant reference legislation and of their structure and functioning as well as at identifying a possible legal statute, particularly taking into account the recent transposition into Italian law of the fifth EU anti-money laundering directive.

Sommario:

1. Concetto di moneta e coordinate ermeneutiche preliminari all'analisi delle valute virtuali
2. Struttura e funzionamento delle valute virtuali
3. Fondamentale tassonomia del fenomeno cripto-monetario
4. Cripto-monete o fenomeno extra-monetario?
5. Tentativi dottrinali e giurisprudenziali di una corretta qualificazione giuridica al di fuori della nozione di moneta
6. Natura giuridica e disciplina applicabile: un possibile modello ricostruttivo
7. Brevi riflessioni conclusive

^o Saggio sottoposto a *double-blind peer review*.

1. Concetto di moneta e coordinate ermeneutiche preliminari all'analisi delle valute virtuali

L'innovazione tecnologica ed informatica degli ultimi anni ha fatto balzare all'attenzione della più recente letteratura giuridica la tematica delle valute virtuali (anche dette, secondo una terminologia ricorrente, criptovalute o criptomonete)¹. Per comprendere il fenomeno *de quo*, quanto meno nei suoi tratti essenziali, e correttamente inquadrarlo sul piano giuridico pare opportuna una fondamentale premessa: risulta, infatti, preliminare rispetto all'indagine che qui si intende condurre definire il concetto di moneta o valuta che dir si voglia².

Tutt'altro che facile appare la ricostruzione del fenomeno monetario, che è stato largamente indagato in letteratura scientifica³. Volendo delimitare il campo di indagine si potrebbero prendere in considerazione due teorie: quella statalista e quella funzionale.

¹ Sul punto si vedano *ex multis*: BOCCHINI, *Lo sviluppo della moneta virtuale: primi tentativi di inquadramento e disciplina tra prospettive economiche e giuridiche*, in *Il Diritto dell'Informazione e dell'Informatica*, 2017, 1, 27 ss.; CAPACCIOLI, *Criptovalute e bitcoin: un'analisi giuridica*, Milano, 2015, *passim*; CIAN, *La criptovaluta - Alle radici dell'idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2019, 3, 315 ss.; GASPARRI, *Timidi tentativi giuridici di messa a fuoco del Bitcoin: miraggio monetario crittoanarchico o soluzione tecnologica in cerca di un problema?*, in *Il Diritto dell'Informazione e dell'Informatica*, 2015, 3, 415 ss.; LEMME - PELUSO, *Criptomoneta e distacco dalla moneta legale: il caso bitcoin*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2016, 11, 1 ss.; PERNICE, *Digital currency e obbligazioni pecuniarie*, Napoli, 2018, *passim*; RINALDI, *Approcci normativi e qualificazione giuridica delle criptomonete*, in *Contratto e impresa*, 2019, 1, 257 ss.; VARDI, *"Criptovalute" e dintorni: alcune considerazioni sulla natura giuridica dei bitcoin*, in *Il Diritto dell'Informazione e dell'Informatica*, 2015, 3, 443 ss.

² Si badi che nel prosieguo del presente scritto i termini moneta e valuta verranno adoperati tendenzialmente come sinonimi per ragioni di chiarezza espositiva, pur nella consapevolezza che ai medesimi si riconoscono in dottrina (sia giuridica che economica) significati diversi, come meglio *infra* precisato.

³ Si segnalano qui in ordine cronologico a partire dalla fine degli anni '20 del secolo scorso *ex multis*: ASCARELLI, *La moneta, considerazioni di diritto privato*, Padova, 1928, *passim*; MOSCO, *Gli effetti giuridici della svalutazione monetaria*, Milano, 1948, *passim*; LOJACONO, *Aspetti privatistici del fenomeno monetario*, Milano, 1955, *passim*; DISTASO, *Somma di denaro (debito di)*, in *Novissimo Digesto Italiano*, vol. XVII, Torino, 1970, 867 ss.; DI MAJO, voce *Obbligazioni pecuniarie*, in *Enc. dir.*, vol. XXIX, Milano, 1979, 222 ss.; QUADRI, *Principio nominalistico e disciplina dei rapporti monetari*, Milano, 1979; INZITARI, *La moneta*, in *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia*, vol. II, Padova, 1983, 1 ss.; SEMERARO, *Pagamento e forme di circolazione della moneta*, Napoli, 2008, *passim*; PERNICE, *Digital currency e obbligazioni pecuniarie*, cit., *passim*.

La prima⁴, che affonda le sue radici nella cd. teoria cartalista dell'economista tedesco Knapp⁵, sostiene che la moneta è il mezzo di pagamento, creato e garantito dallo Stato, cui la legge attribuisce corso legale (o potere liberatorio), ossia l' idoneità ad estinguere le obbligazioni pecuniarie con la conseguente impossibilità di costituire oggetto di rifiuto da parte del creditore⁶. La giurisprudenza di legittimità, invero, sembra aderire alla predetta teoria nel momento in cui afferma che può essere qualificata moneta soltanto il mezzo di pagamento universalmente accettato, che è espressione delle potestà pubblicistiche di emissione e di gestione del valore economico, in conformità agli obiettivi stabiliti dall'ordinamento nazionale e sovranazionale⁷.

Probabilmente la teoria che raccoglie maggiori consensi nella letteratura economico-giuridica è quella funzionale, secondo la quale è possibile individuare la moneta sulla base della funzione che essa esercita («*Money is what money does*»⁸), o più precisamente sulla base delle tre funzioni che dall' antichità⁹ fino ai giorni nostri¹⁰ si ritiene che la moneta eserciti, ossia: a) mezzo di pagamento; b) unità di conto; c) riserva di valore. Mezzo di pagamento significa che l' utilità essenziale della moneta consiste nell' essere impiegata ed accettata come strumento per acquistare beni o servizi. Unità di conto, d' altro canto, indica che la moneta funge da parametro ai fini della misurazione del valore dei beni scambiabili sul mercato. Riserva di valore, infine, vuol dire che la moneta consente di conservare nel tempo quella parte del reddito prodotto non destinata immediatamente all' acquisto di beni o servizi (*rectius* al consumo) e, dunque, di dar vita a ciò che gli economisti definiscono risparmio.

Al fine di saggiare la sussumibilità delle criptovalute entro una delle definizioni di moneta appena delineate appare imprescindibile il richiamo di eventuali definizioni normative delle prime. A tal riguardo è bene sottolineare

⁴ Cfr. *ex multis* MANN, *The legal aspect of money*, Oxford, 2005, 10.

⁵ Cfr. KNAPP, *The State theory of money*, Londra, 1924, 1, ove esordisce affermando in modo emblematico «Money is a creature of law».

⁶ Da non confondere con il concetto di corso legale è quello di corso forzoso che attiene all' inconvertibilità della moneta nel bene cui si rapporta l' unità di misura monetaria (e.g. l' oro), come attentamente osservato da DE VECCHIS, voce *Moneta e carte valori*, in *Enc. giur. Treccani*, vol. XX, Roma, 1990, 1 ss.

⁷ Cfr. Cass. Civ., Sez. II, 2 dicembre 2011, n. 25837, in *Contr.*, 2012, 3, 165 ss.

⁸ HICKS, *Critical essays in monetary theory*, Oxford, 1967, 1.

⁹ Cfr. ARISTOTELE, *Etica nicomachea*, Milano, 2000, V, 5.

¹⁰ È la tesi sostenuta anche dal noto Premio Nobel per l' economia Paul Krugman in KRUGMAN, *The International Role of the Dollar: Theory and Prospect*, in BILSON - MARSTON (a cura di), *Exchange Rate Theory and Practice*, Chicago, 1985, 263.

che il legislatore italiano, fino a non molto tempo fa silente sul punto, nel modificare la normativa antiriciclaggio con il d.lgs. 90/2017¹¹, ha introdotto per la prima volta nel nostro ordinamento la definizione di «*valuta virtuale*». Quest'ultima, alla luce della quinta direttiva UE *anti-money laundering* (AMLD5)¹², recentemente recepita nel nostro ordinamento¹³, è definita come «*rappresentazione digitale di valore, non emessa né garantita da una banca centrale o da un'autorità pubblica, non necessariamente collegata ad una valuta avente corso legale, utilizzata come mezzo di scambio per l'acquisto di beni e servizi o per finalità di investimento e trasferita, archiviata e negoziata elettronicamente*»¹⁴.

¹¹ Il d.lgs. 90/2017, in particolare, ha modificato il d.lgs. 231/2007 introducendo la lett. *qq*) dell'art. 1 co. 2 contenente la definizione di «*valuta virtuale*» e assoggettando agli obblighi *anti-money laundering* una nuova categoria di operatori non finanziari, ossia i «*prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale*» (cd. *exchangers*), limitatamente allo svolgimento dell'attività di conversione di valute virtuali da ovvero in valute aventi corso forzoso. La novella del 2017, inoltre, ha modificato il d.lgs. 141/2010 disponendo che i soggetti da ultimo individuati sono tenuti altresì all'iscrizione in una sezione speciale del registro dei cambiovalute e a trasmettere le negoziazioni effettuate all'organismo che ne cura la gestione.

¹² Cfr. direttiva UE 2018/843.

¹³ Cfr. d.lgs. 125/2019, entrato in vigore a partire dal 10 novembre 2019. Detto decreto, oltre a ridefinire leggermente il concetto di valuta virtuale, ha esteso il campo di applicazione soggettivo della normativa antiriciclaggio, da un lato ampliando la nozione di *exchanger*, che attualmente comprende «*ogni persona fisica o giuridica che fornisce a terzi, a titolo professionale, anche online, servizi funzionali all'utilizzo, allo scambio, alla conservazione di valuta virtuale e alla loro conversione da ovvero in valute aventi corso legale o in rappresentazioni digitali di valore, ivi comprese quelle convertibili in altre valute virtuali nonché i servizi di emissione, offerta, trasferimento e compensazione e ogni altro servizio funzionale all'acquisizione, alla negoziazione o all'intermediazione nello scambio delle medesime valute*», dall'altro introducendo quale ulteriore categoria di operatore non finanziario quella dei «*prestatori di servizi di portafoglio digitale*» (cd. *wallet providers*) alla quale appartengono le persone fisiche e giuridiche che forniscono professionalmente a terzi, anche *online*, unicamente servizi di salvaguardia di chiavi crittografiche private per conto dei propri clienti, al fine di detenere, memorizzare e trasferire valute virtuali. La novella del 2019, inoltre, ha sancito che gli *exchangers* siano sottoposti agli obblighi antiriciclaggio con riguardo alla loro complessiva attività (e non più alla sola conversione di valute virtuali) e ha ulteriormente modificato il d.lgs. 141/2010 assoggettando anche i *wallet providers* all'obbligo di iscrizione nel registro dei cambiovalute e di trasmissione delle relative negoziazioni all'organismo preposto alla sua gestione.

¹⁴ È appena il caso di segnalare che questa definizione risente di un *report* della Banca Centrale Europea del 2012 (cfr. BCE, *Virtual currency schemes*, 2012, reperibile su www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf), poi seguito da un ulteriore studio, ossia: BCE, *Virtual currency schemes - a further analysis*, 2015, reperibile su www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemesen.pdf) e di un parere dell'Autorità Bancaria Europea del 2014 (cfr. ABE, *Opinion on 'virtual currencies'*, reperibile su [104](http://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/657547/81409b94-4222-</p>
</div>
<div data-bbox=)

Un parametro di riferimento a livello normativo per valutare cosa siano le criptovalute, pertanto, attualmente esiste ed esso costituisce un irrinunciabile termine di paragone per l'operatore del diritto italiano che intenda assumere l'arduo compito di ricostruirne la natura giuridica e la disciplina applicabile.

2. Struttura e funzionamento delle valute virtuali

Prima di sottoporre a taglio critico alcune delle innumerevoli tesi elaborate in dottrina in punto di qualificazione giuridica, pare opportuno approfondire brevemente la struttura e il meccanismo di funzionamento delle criptovalute. Queste ultime, in particolare, si caratterizzerebbero per i seguenti elementi fondamentali¹⁵.

- Anzitutto sono create da soggetti privati e non, appunto, da una banca centrale o da un'autorità pubblica. Questa caratteristica, a ben vedere, è anche alla base della nascita nel 2009 della prima criptovaluta, il *bitcoin*, con la finalità di dar vita ad un mezzo di scambio alternativo alla moneta legale ed il cui valore non fosse determinabile sulla base delle politiche monetarie degli Stati¹⁶.

- Non sono fisicamente detenute dall'utente ma sono impiegabili unicamente in via telematica, attraverso un *software open-source* scaricabile sul proprio computer o sul proprio *smartphone*. Installato il *software* in questione è possibile creare un proprio *account* e aprire un proprio portafoglio "elettronico" (cd. *e-wallet*), nel quale depositare criptovalute e al quale attingere per acquistare beni o servizi mediante le stesse.

45d7-ba3b-7deb5863ab57/EBA-Op-2014-08%20Opinion%20on%20Virtual%20Currencies.pdf?retry=1) ed è stata impiegata in Italia per la prima volta dalla Banca d'Italia in una comunicazione del 2015 (cfr. BANCA D'ITALIA, *Comunicazione del 30 gennaio 2015 "Valute virtuali"*, reperibile su www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-vigilanza/2015-01/20150130_III5.pdf), prima di essere sostanzialmente recepita dal legislatore interno nel 2017.

¹⁵ Cfr. BANCA D'ITALIA, *Avvertenza sull'utilizzo delle cosiddette "valute virtuali"*, 2015, reperibile su www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/avvisi-pub/avvertenza-valute-virtuali/AVVERTENZA_VALUTE_VIRTUALI.pdf.

¹⁶ Tali finalità si evincono chiaramente all'interno del *paper* pubblicato da parte del creatore del *bitcoin* sotto lo pseudonimo di Satoshi Nakamoto (cfr. NAKAMOTO, *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*, 2008, 1 ss., reperibile su www.bitcoin.org/bitcoin.pdf) pochi mesi prima dell'estrazione del primo blocco di *bitcoin*, noto come *Genesis Block*, avvenuta in data 3 gennaio 2009.

- L'identità dei soggetti titolari di portafogli elettronici coinvolti nelle transazioni è (o meglio sarebbe)¹⁷ coperta dall'anonimato - d'altronde per questo si parla anche di *cripto*-valute o di *cripto*-monete.

- Infine, le transazioni tramite le quali le valute virtuali vengono trasferite sono tecnicamente irreversibili, grazie all'impiego di un particolare registro elettronico denominato *blockchain* che ne conserva immodificabilmente la storia¹⁸.

Le criptovalute, così definite sul piano strutturale e funzionale, finirebbero pertanto con il coincidere con i cd. *payment tokens*, caratterizzati per la circostanza di fungere da mezzo di pagamento e di non conferire al detentore alcun diritto nei confronti dell'emittente (se presente)¹⁹.

3. Fondamentale tassonomia del fenomeno cripto-monetario

La Banca Centrale Europea in un suo *report* del 2012 ha ritenuto di poter distinguere fra tre tipi fondamentali di *virtual currency schemes*²⁰, e precisamente:

1) la moneta virtuale chiusa (o non convertibile), tipica di alcune piattaforme di giochi *online*, in cui si paga unicamente un canone periodico di abbonamento e si ricevono delle monete virtuali iniziali

¹⁷ Evidenzia come il tanto asserito anonimato delle transazioni in *bitcoin* non possa considerarsi in realtà una certezza PERNICE, *Crittovalute e bitcoin: stato dell'arte e questioni ancora aperte*, in FIMMANÒ - FALCONE (a cura di), *FinTech*, Napoli, 2019, 495 ss.

¹⁸ In merito al funzionamento della tecnologia *blockchain* si rinvia a SARZANA - NICOTRA, *Diritto della Blockchain, intelligenza artificiale e IoT*, Milano, 2019, 18 ss.

¹⁹ Cfr. FINMA, *Guida pratica per il trattamento delle richieste inerenti all'assoggettamento in riferimento alle initial coin offering (ICO)*, reperibile su www.finma.ch, che in seno alla macro-categoria del *token* distingue fra: *payment token*, quale sinonimo di criptovaluta; *utility token*, che offre accesso a un servizio digitale o conferisce altro vantaggio al titolare su o dietro utilizzo di un'infrastruttura *blockchain*; *asset token*, che rappresenta un diritto di credito ovvero un diritto sociale *lato sensu* partecipativo (e.g. diritto di voto) nei confronti dell'emittente. Laddove nel prosieguo del presente lavoro si valuterà se ed in che termini sia possibile qualificare come monete le criptovalute (i.e. *tokens* di pagamento), è possibile fin d'ora escludere la natura monetaria dei *tokens* di utilizzo e d'investimento, sotto vari aspetti assimilabili, ancorché non perfettamente coincidenti, alla fattispecie dei titoli di credito. Sul punto si veda RULLI, *Incorporazione senza res e dematerializzazione senza accentratore: appunti sui token*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2019, 1, 121 ss. Per una differente tripartizione fra *token* di prima, seconda e terza classe si veda PERNICE, *Crittovalute e bitcoin: stato dell'arte e questioni ancora aperte*, cit., 499 s.

²⁰ Cfr. BCE, *Virtual currency schemes*, cit., 13 ss.

spendibili unicamente all'interno della piattaforma ed accrescibili solo attraverso il compimento di determinate attività *online*;

2) la moneta virtuale unidirezionale (o a convertibilità limitata), acquistabile mediante moneta legale e spendibile per l'acquisto di beni e servizi *online* e, talvolta, anche di beni e servizi reali, ma non riconvertibile in moneta tradizionale (si pensi agli *Amazon Coins*, spendibili unicamente all'interno del sito dell'emittente);

3) infine, la moneta virtuale bidirezionale (o a convertibilità piena), che può essere acquistata e riconvertita in moneta legale senza alcun vincolo. A quest'ultima categoria appartengono non solo la criptovaluta più nota, ossia il *Bitcoin*, ma anche la gran parte delle altre criptovalute esistenti: *Ethereum*, *Ripple*, *LiteCoin*, *DashCoin*, ecc.

Ulteriore distinzione riguarda le modalità attraverso cui viene creata la valuta virtuale, e così si suole distinguere fra quella decentralizzata e quella centralizzata²¹. Nella prima, in particolare, la creazione (cd. *mining* o estrazione) è realizzata in via diffusa da parte di utenti del *network* che ricevono criptomonete come premio per la risoluzione di problemi di carattere informatico e, dunque, per aver volontariamente apportato un contributo che garantisce il corretto funzionamento del *network* e la sicurezza delle transazioni. Nella seconda, viceversa, vi è un unico soggetto preposto alla loro emissione. Si badi che ad oggi la quasi totalità delle criptovalute è ascrivibile alla prima categoria, nonostante non manchino esempi della seconda come *Signet*²² e *JPM Coin*²³ e, ove andasse in porto, *Libra*, la criptovaluta annunciata da *Facebook*²⁴.

4. Cripto-monete o fenomeno extra-monetario?

Ci si domanda a questo punto se sia predicabile la natura monetaria delle criptovalute. Orbene, è evidente che la risposta al presente interrogativo

²¹ Cfr. FINCEN, *Application of FinCEN's Regulations to Persons Administering, Exchanging, or Using Virtual Currencies*, reperibile su www.fincen.gov/sites/default/files/shared/FIN-2013-G001.pdf.

²² Per informazioni si consulti www.businesswire.com/news/home/20181204005239/en/Signature-Bank-Unveils-Proprietary-Digital-Payments-Platform.

²³ Cfr. RUSSON, *JP Morgan creates first US bank-backed crypto-currency*, 14 febbraio 2019, reperibile su www.bbc.com/news/business-47240760.

²⁴ Cfr. SOLDAVINI, *Dall'acquisto all'uso ai pagamenti, come funzionerà la nuova Libra di Facebook*, in *Il Sole24Ore*, 19 giugno 2019, reperibile su www.ilssole24ore.com/art/dall-acquisto-all-uso-pagamenti-come-funzionera-nuova-libra-facebook-ACYfRbS.

risente della definizione di moneta che a monte si intende adottare.

Certamente se si segue la teoria statalista la risposta non può che essere negativa, stante la natura essenzialmente privata delle criptovalute e la necessità, ai fini del loro impiego, di un'accettazione su base volontaria. In realtà, salvo voler sostanzialmente far coincidere il concetto di moneta con quello di valuta - da intendersi, secondo la più attenta dottrina giuridica ed economica²⁵, come quella particolare *species* monetaria emessa da parte di un'autorità pubblica e assistita da *legal tender* - parrebbe preferibile non aderire alla teoria in esame. Dall'analisi della normativa inerente alle obbligazioni pecuniarie di cui agli art. 1277 ss. c.c., in cui si discorre di «*moneta avente corso legale*», d'altra parte, emerge chiaramente che il legislatore presuppone una differenza concettuale non trascurabile fra quest'ultima (*i.e.* la valuta/moneta avente corso legale) e la moneta *lato sensu* intesa. Nell'ambito di una analisi *de iure condito*, dunque, patrocinare la teoria in commento significherebbe di fatto ignorare il dato ordinamentale e di conseguenza giungere a dei risultati errati in punto di qualificazione giuridica.

Maggiormente aderente alla normativa - che lungi dal definire cosa sia la moneta si interessa di disciplinarla alla stregua di mezzo di pagamento, ossia per la funzione primaria che la stessa esercita - è la teoria funzionale, la quale pertanto risulta preferibile nel discernere che cosa per l'ordinamento possa o meno qualificarsi come moneta.

Ebbene, a voler assumere quest'ultimo come angolo visuale, si potrebbe ragionevolmente sostenere, nonostante la questione sia controversa²⁶, che le criptovalute diano vita ad una vera e propria forma di moneta, ancorché complementare²⁷. In effetti, più passa il tempo e si diffonde l'impiego

²⁵ Cfr. *ex multis* BIANCA, *Diritto civile. L'obbligazione*, Milano, 2019, 142.

²⁶ Numerosi sono gli autori che, adottando la teoria funzionale, escludono la riconducibilità delle valute virtuali al concetto di moneta sul rilievo assorbente che l'estrema volatilità dei valori delle criptovalute, soggetti a continue ed imprevedibili fluttuazioni, impedirebbe alle stesse di fungere vuoi da unità di conto vuoi da riserva di valore. In tal senso cfr. DE STASIO, *Verso un concetto europeo di moneta legale: valute virtuali, monete complementari e regole di adempimento*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, 6, 756; IEMME - PELUSO, *op. cit.*, 39; MANCINI, *Valute virtuali e «Bitcoin»*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2015, 1, 125; RAZZANTE, «*Bitcoin*» e monete digitali. *Problematiche giuridiche*, in *Gnosis*, 2014, 2, 113.

²⁷ In tal senso con specifico riguardo al *bitcoin* cfr. *ex multis*: AGENZIA DELLE ENTRATE, *Risoluzione n. 72/E*, 2 settembre 2016, reperibile su www.finanze.it/pdf/bitcoin-tasse-agenzia-entrate.pdf; BOCCHINI, *op. cit.*, 30; CAMPAGNA, *Criptomonte e obbligazioni pecuniarie*, in *Riv. dir. civ.*, 2019, 1, 183 ss.; PERNICE, *Digital currency e obbligazioni pecuniarie*, cit., 220; VARDI, *op. cit.*, 448. Sottolinea in particolare PERNICE, *Digital currency e obbligazioni pecuniarie*, cit., 270 ss., che essendo il *bitcoin* una moneta complementare sarebbe giusto concludere che il contratto mediante il quale si scambiasse quest'ultimo contro beni e servizi sarebbe

generalizzato delle stesse (o di alcune di esse come il *bitcoin*), più difficile diventa negare sul piano funzionale la loro natura monetaria quando impiegate come mezzo di pagamento²⁸.

Questa impostazione, maggiormente persuasiva perché più aderente alla «realtà giuridica effettuale»²⁹, sconta tuttavia il disposto della AMLD5, la quale *expressis verbis* statuisce che la valuta virtuale non possiede lo *status* giuridico della valuta o della moneta³⁰. Pur aderendo alla teoria funzionale e riconducendo l'*ubi consistam* delle criptovalute al fenomeno monetario, pertanto, allo stato attuale della normativa le medesime non potrebbero mai qualificarsi in punto di disciplina applicabile come monete né in Italia né in generale nell'Unione europea per via di un'espressa presa di posizione "politica" del legislatore dell'UE. Si osservi, d'altronde, che la mancata trasfusione nella normativa interna del riferimento allo *status* giuridico delle valute virtuali, verosimilmente imputabile ad un atteggiamento pilatesco del legislatore italiano in sede di recepimento della direttiva, non pare dirimente in punto di qualificazione giuridica, che *a fortiori* va operata alla luce delle coordinate ermeneutiche rinvenibili nella fonte sovranazionale.

A conferma ulteriore della bontà di siffatta ricostruzione, inoltre, si porrebbero alcune statuizioni contenute nel preambolo della citata direttiva, com'è noto privo di efficacia vincolante³¹ ma allo stesso tempo valido

qualificabile in termini di vendita *ex artt.* 1470 ss. c.c. e che l'obbligazione contratta in *bitcoin* sarebbe assoggettabile all'art. 1278 c.c. in tema di debiti di somme di monete non aventi corso legale. È appena il caso di osservare, tuttavia, che anche i fautori della natura monetaria delle valute virtuali ne escludono l'identificazione con la moneta elettronica, dovendosi infatti ritenere pacifica l'inapplicabilità ad esse *ratione materiae* della direttiva 2009/110/CE (EMD2), come già in passato evidenziato da BCE, *Virtual currency schemes*, cit., 5, e come ribadito da ultimo dal considerando 10 della AMLD5.

²⁸ Sul punto si segnalano alcune prime timide adesioni alla teoria in esame in ambito tanto giurisprudenziale (cfr. Corte d'Appello di Brescia, 24 ottobre 2018, Decreto n. 270, in *Riv. Not.*, 2018, 6, 1286 ss.) che arbitrale (cfr. Arbitro Unico Marcianise, 14 aprile 2018, Lodo arbitrale, in *Gius. civ.*, con nota di RUBINO DE RITIS, *Obbligazioni pecuniarie in criptomoneta*). Per una argomentazione delle ragioni che consentirebbero al *bitcoin* di esercitare le tre funzioni tipiche della moneta cfr. PERNICE, *Digital currency e obbligazioni pecuniarie*, cit., 260.

²⁹ L'espressione è di ASCARELLI, *Per uno studio della realtà giuridica effettuale*, in *Il diritto dell'economia*, 1956, 775 ss.

³⁰ L'art. 1 co. 2 della direttiva UE 2018/843 più precisamente definisce la valuta virtuale quale «rappresentazione di valore digitale che non è emessa o garantita da una banca centrale o da un ente pubblico, non è necessariamente legata a una valuta legalmente istituita, non possiede lo status giuridico di valuta o moneta, ma è accettata da persone fisiche e giuridiche come mezzo di scambio».

³¹ Cfr. *ex multis* CGUE, 11 aprile 2013, causa C-290/12, Oreste Della Rocca c. Poste Italiane SpA, punto 38, reperibile su www.curia.europa.eu.

strumento di esegesi delle disposizioni dell'articolato³². Ebbene, rileverebbero da un lato il considerando 11, che esclude l'identificazione delle valute virtuali con le cd. valute locali o monete complementari³³, e dall'altro il considerando 10, che esplicita l'obiettivo della direttiva di «*coprire tutti i possibili usi delle valute virtuali*», quasi a volerne negare sempre e comunque la riconducibilità al concetto di moneta. A ciò aggiungasi, peraltro, che coerente ad una siffatta *voluntas legis* risulta la mancata menzione delle criptovalute - pur nella consapevolezza, consacrata dal dato normativo, che il loro impiego principale resta quello di *means of payment* - fra i *funds*³⁴ di cui alla direttiva UE 2015/2366 (PSD2) con conseguente inapplicabilità della relativa disciplina ai prestatori di servizi di pagamento in valute virtuali³⁵.

Trattasi di un'impostazione normativa, a giudizio di chi scrive, poco cristallina che ignora (deliberatamente?) la reale direzione intrapresa dalle principali criptovalute quali mezzo di pagamento ulteriore rispetto alla valuta e che sembrerebbe creare la paradossale situazione di impedire l'applicazione della normativa inerente alle monete ad un fenomeno di natura essenzialmente monetaria. Non parrebbe peregrino auspicare, pertanto, che in una prospettiva *de iure condendo* venga eliminato dalla definizione di valuta virtuale quanto meno l'inciso relativo all'impossibilità di riconoscerci lo *status* giuridico di moneta³⁶, se non anche che venga appositamente esteso il perimetro della PSD2.

³² Cfr. FRACCHIA, *Legistica, AIR e VIR: tecnica legislativa, effetti invalidanti e diritti dei cittadini*, in *Il diritto dell'economia*, 2016, 1, 15.

³³ In particolare il considerando 11 individua le valute locali (o monete complementari) sulla base del loro impiego in ambiti molto ristretti, quali una città o una regione, e tra un numero limitato di utenti.

³⁴ Cfr. art. 4, co. 1, n. 25 della direttiva UE 2015/2366.

³⁵ In tal senso cfr. BCE, *Virtual currency schemes - a further analysis*, cit., 24, nota 55; nonché, evidenziando che il considerando 10 della quinta direttiva UE antiriciclaggio riflette le proprie conclusioni, cfr. EBA, *Report on crypto-assets*, 9 gennaio 2019, 5, nota 6. In dottrina si veda BOCCHINI, *op. cit.*, 35, il quale con riguardo al sistema *Bitcoin* sottolinea che lo stesso astrattamente sarebbe ascrivibile alla nozione di strumento di pagamento - quale «*dispositivo personalizzato e/o insieme di procedure concordate tra l'utente e il prestatore di servizi di pagamento e di cui l'utente di servizi di pagamento si avvale per impartire un ordine di pagamento*» - di cui alla normativa in materia di *payment services*, salvo poi l'impossibilità di applicarla in forza della «interpretazione corrente [...] che ne limita la portata ai soli pagamenti denominati in moneta legale».

³⁶ Comprensibile ancorché fondamentalmente ultronea, viceversa, è l'escussione del fenomeno cripto-monetario da quello della valuta (*rectius* della moneta avente corso legale), giacché in assenza di un espresso riconoscimento normativo è evidente che le criptovalute risultino sprovviste di *legal tender*.

5. Tentativi dottrinali e giurisprudenziali di una corretta qualificazione giuridica al di fuori della nozione di moneta

Frattanto che il legislatore unionale non avrà operato una definizione positiva della natura giuridica delle valute virtuali, risulta prioritario ricostruire quest'ultima in via ermeneutica, tenuto conto della asserita impossibilità di equipararle alle monete in punto di diritto applicabile. A tal proposito può di certo essere utile analizzare i principali orientamenti patrocinati da coloro i quali, collocando il fenomeno in esame al di fuori del concetto stesso di moneta (ancor prima che al di fuori del relativo statuto giuridico), si preoccupano di addivenire ad un corretto inquadramento giuridico mediante l'impiego di categorie dogmatiche differenti.

Anzitutto vi è chi afferma che le criptovalute, pur non essendo denaro³⁷, apparterrebbero comunque al più ampio *genus* del bene giuridico (immateriale) *ex art.* 810 c.c.³⁸. Si badi che questa tesi, prima della citata novella del 2017, era avversata da parte della dottrina sulla base di un asserito principio di tipicità dei beni immateriali³⁹. Logica conseguenza dell'adesione a questo orientamento sarebbe opinare che alle criptovalute non siano applicabili, neppure in parte, le norme dettate in materia di obbligazioni pecuniarie e che il contratto mediante il quale si scambino queste ultime contro beni sia qualificabile quale permuta *ex artt.* 1552 ss. c.c.

Secondo un diverso orientamento sostenuto dal Tribunale di Verona⁴⁰, d'altra parte, le criptovalute potrebbero essere ascritte alla categoria dello strumento finanziario ai sensi della normativa in tema di intermediazione

³⁷ Si badi, infatti, che il denaro è dalla dottrina tradizionale considerato pur sempre una *species* di bene giuridico: cfr. BIANCA, *Diritto civile, L'obbligazione*, Milano, 2019, 145. *Contra* SEMERARO, *op. cit.*, *passim*, secondo cui il denaro si risolverebbe nella pura disciplina di un potere economico.

³⁸ Cfr. BURLONE - DE CARIA, *Bitcoin e le altre criptomonete. Inquadramento giuridico e fiscale*, in *IBL Focus* 234, 2014, 4; KROGH, *L'aumento di capitale nelle S.r.l. con conferimento di criptovalute*, in *Notariato*, 2018, 6, 668; Trib. di Firenze, 21 gennaio 2019, n. 18, reperibile su www.quotidianogiuridico.it.

³⁹ In tal senso cfr. LODI, *Le criptovalute*, 9 ottobre 2014, in *Gius. civ.*; GASPARRI, *op. cit.*, 429. Per il principio di tipicità che governerebbe i beni giuridici immateriali si vedano: COSTANTINO, *I beni in generale*, in RESCIGNO (diretto da), *Trattato di diritto privato*, vol. VII, Torino, 1982, 13; ZENO-ZENOVICH, voce *Cosa*, in *Digesto delle discipline privatistiche. Sezione civile*, Torino, 1989, 460.

⁴⁰ Trib. di Verona, 24 gennaio 2017, n. 195, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, 467 ss., con nota di PASSARETTA, *Bitcoin, il primo precedente giudiziario in Italia*.

finanziaria. Trattasi, tuttavia, di un'impostazione evidentemente in contrasto con l'art. 1, co. 2, T.U.F. che individua in maniera tassativa gli strumenti finanziari senza fare menzione alcuna delle valute virtuali⁴¹.

Ancora, si segnala la tesi dottrinale secondo cui le criptovalute potrebbero dar vita in realtà (non già ad uno strumento, bensì) ad un prodotto finanziario atipico, trattandosi di una categoria dogmatica aperta ed inclusiva degli strumenti finanziari e di ogni altra forma di investimento di natura finanziaria⁴². Si badi, tuttavia, che la predetta qualificazione riguarderebbe più l'operazione negoziale nell'ambito della quale la criptovaluta è impiegata che la criptovaluta stessa, a condizione che ricorrano i seguenti tre elementi fondamentali, ossia: l'impiego di capitale, l'aspettativa di un rendimento di natura finanziaria ed il rischio correlato⁴³.

Infine, vi è chi ritiene che le valute virtuali siano più semplicemente un documento informatico ai sensi del Codice dell'amministrazione digitale (d.lgs. 82/2005), con la conseguente applicazione delle norme ivi contenute che ne disciplinano essenzialmente l'efficacia probatoria⁴⁴.

⁴¹ In particolare l'art. 1, co. 2, T.U.F. rinvia all'Allegato I, Sezione C nel quale vengono menzionati *ex multis*: valori mobiliari (e.g. azioni e obbligazioni), strumenti del mercato monetario (e.g. BOT e cambiali finanziarie), quote di un organismo di investimento collettivo e strumenti finanziari derivati (e.g. *futures, swaps, options*).

⁴² Cfr. GIRINO, *Criptovalute: un problema di legalità funzionale*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2018, 10, 21.

⁴³ Trattasi di requisiti costantemente affermati dalla Consob, ed in particolare cfr. CONSOB, Delibera n. 13423 del 22 gennaio 2002 - Divieto dell'attività di sollecitazione all'investimento avente ad oggetto certificati di associazione in partecipazione, posta in essere dalla Smallxchange.com Ltd. e dalla Smallxchange.com Italia s.r.l.; CONSOB, Delibera n. 14110 del 3 giugno 2003 - Divieto, ai sensi dell'art. 99, c. 1, lett b) del d.lgs n. 58/1998 dell'attività di sollecitazione all'investimento effettuata dalla Four Shakespeare Company Ltd e dallo Studio Amministrazioni Immobiliari Dipa avente ad oggetto quote di partecipazione al capitale della medesima Four Shakespeare Company Ltd; CONSOB, Delibera n. 14347 del 10 dicembre 2003 - Sospensione, ai sensi dell'art. 99, c. 1, lett. a), del d.lgs. n. 58/1998 dell'attività di sollecitazione all'investimento effettuata dalla Diamond s.p.a. ed avente ad oggetto «contratti di affidamento diamanti»; CONSOB, Delibera n. 14422 del 13 febbraio 2004 - Sospensione cautelare, per un periodo di novanta giorni, della sollecitazione all'investimento avente ad oggetto la moneta "Dhana", effettuata dalla Avatar spa. In tal senso si veda anche Cass. Civ., Sez. II, 5 febbraio 2013, n. 2736, in *Contr.*, 2013, 12, 1105 ss., con nota di SAVASTA, *Natura finanziaria dei diamanti e ruolo della Consob*.

⁴⁴ ARANGÜENA, *Bitcoin: una sfida per policymakers e regolatori*, in *Diritto mercato tecnologia*, 2014, 1, 30, che individua quella del documento informatico come una delle due possibili ricostruzioni del fenomeno in esame, unitamente a quella del bene giuridico *ex art* 810 c.c.

6. Natura giuridica e disciplina applicabile: un possibile modello ricostruttivo

Ben difficile sarebbe aderire acriticamente ad una delle tesi poc' anzi illustrate, che con comprensibile e mirabile sforzo tentano di inquadrare un fenomeno così eterogeneo come quello analizzato. Sul piano metodologico, dunque, probabilmente la conclusione più corretta sarebbe fondare la propria indagine sull' assunto che i relativi risultati varino in funzione delle caratteristiche inerenti alla specifica criptovaluta considerata, o quanto meno dell'impiego concreto cui la medesima sia destinata (*e.g.* acquisto di beni e servizi ovvero attività *lato sensu* finanziaria) e del tipo di appartenenza (*e.g.* decentralizzata/centralizzata)⁴⁵.

Da un lato, infatti, è ormai innegabile che le criptovalute siano astrattamente ascrivibili alla macrocategoria dogmatica del bene giuridico immateriale *ex art.* 810 c.c., vuoi che si aderisca alla cd. teoria realistica (secondo cui anche le *res incorporales* sono qualificabili come beni giuridici se assistite dai caratteri della scarsità e dell' utilità economica pur in assenza di un' espressa previsione normativa)⁴⁶, vuoi che si aderisca alla cd. teoria formalistica (che postula il già menzionato principio di tipicità dei beni immateriali)⁴⁷. Trattasi ad ogni modo di qualificazione non sufficiente a descrivere compiutamente il fenomeno sul piano giuridico oltretutto a rispondere a pieno alle esigenze di tutela dei soggetti coinvolti nelle relative transazioni, che necessitano pertanto di un corretto inquadramento ai fini dell' individuazione della disciplina in concreto applicabile⁴⁸.

Si osservi, dunque, che nell' ipotesi in cui l' operazione negoziale posta in essere realizzi il trasferimento di criptovalute da una parte e della proprietà di un bene ovvero di altro diritto reale o di credito dall' altra, alla luce delle superiori considerazioni che impediscono di ritenere applicabile la disciplina dettata per le monete *in subiecta materia*, sembrerebbe corretto qualificare il contratto in questione in termini di permuta (piuttosto che di vendita).

⁴⁵ Parla non a caso di «natura poliedrica e cangiante» delle criptovalute PERNICE, *Criptovalute e bitcoin: stato dell' arte e questioni ancora aperte*, cit., 540.

⁴⁶ Cfr. PATTI, *La tutela civile dell' ambiente*, Padova, 1979, 147 ss.

⁴⁷ Per i relativi riferimenti si veda *supra*, nota 39.

⁴⁸ Resta salva, beninteso, l' applicazione della normativa *anti-money laundering* che espressamente si riferisce all' impiego di valute virtuali, ed in particolare si considerino gli obblighi gravanti sugli *exchangers* e sui *wallet providers* - di cui al Titolo II del d.lgs. 231/2007 - in tema di adeguata verifica della clientela, conservazione dei dati, segnalazione di operazioni sospette ed astensione dall' instaurare, eseguire o proseguire il rapporto e/o la prestazione professionale in caso di impossibilità oggettiva di procedere all' adeguata verifica.

Ricorrendone i peculiari presupposti soggettivi riconducibili allo schema del cd. secondo contratto (*Business to Consumer*), inoltre, risulterebbe altresì applicabile la normativa generale del Codice del consumo (d.lgs. 206/2005)⁴⁹.

Viceversa, ove lo schema negoziale riconnesso all'impiego di criptovalute sia assistito da una causa in concreto di natura finanziaria secondo i canoni già indicati, lo stesso sarebbe inquadrabile nella categoria dogmatica del prodotto finanziario atipico⁵⁰. Da ciò deriverebbe, in particolare, l'assoggettamento dell'*exchanger* - ossia del soggetto preposto alla gestione della piattaforma informatica presso cui è possibile negoziare criptovalute e depositarle in *e-wallet*⁵¹ - alla disciplina dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari⁵². Graverebbe su di esso, pertanto, il rispetto di tutti gli obblighi informativi verso il pubblico e delle regole sulla promozione pubblicitaria dei prodotti offerti, a cominciare dalla predisposizione del prospetto informativo, di cui agli artt. 93-bis ss. T.U.F.⁵³. Ancora, parrebbe corretto sostenere che

⁴⁹ In tal senso AGCM, Provvedimento n. 26708, in *Bollettino settimanale 31/2017*, 154 ss., reperibile su www.agcm.it/dotcmsDOC/bollettini/31-17.pdf, che ha deliberato che la società *One Life Network LTD* - promuovendo con l'ausilio di altri professionisti l'acquisto della criptovaluta *OneCoin* e di pacchetti di formazione in abbinamento - ha posto in essere una pratica commerciale scorretta sotto il profilo delle informazioni fornite ai consumatori circa le caratteristiche del prodotto e del suo sistema di vendita con caratteristiche piramidali.

⁵⁰ Circostanza che potrebbe verificarsi e.g. ove all'acquisto di criptovalute dietro corrispettivo in denaro sia contestuale l'assunzione di obblighi di rendimento da parte dell'alienante.

⁵¹ Sul punto cfr. CARRIÈRE, *Le "criptovalute" sotto la luce delle nostrane categorie giuridiche di "strumenti finanziari", "valori mobiliari" e "prodotti finanziari"; tra tradizione e innovazione*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2019, 2, 44, secondo cui le considerazioni che seguono varrebbero sia che il gestore della piattaforma sia qualificabile in termini di emittente che di mero intermediario.

⁵² Cfr. artt. 94 ss. T.U.F.

⁵³ Questa conclusione trova il conforto dell'orientamento costante della Consob, che in numerose occasioni ha avuto modo di predicare l'applicabilità della normativa in tema di offerta al pubblico di prodotti finanziari con riguardo alle criptovalute e più in generale ai *crypto-assets*. Sul punto si vedano: CONSOB, Delibera n. 19866 del 1° febbraio 2017 - Sospensione, ai sensi dell'art. 101, c. 4, lett. b), del d.lgs. n. 58/1998, dell'attività pubblicitaria effettuata tramite il sito internet www.coinspace1.com relativa all'offerta al pubblico promossa dalla Coinspace Ltd. avente ad oggetto "pacchetti di estrazione di criptovalute"; CONSOB, Delibera n. 19968 del 20 aprile 2017 - Divieto, ai sensi dell'art. 101, comma 4, lett. c), del d.lgs. n. 58/1998, dell'attività pubblicitaria effettuata tramite il sito internet www.coinspace1.com relativa all'offerta al pubblico promossa dalla Coinspace Ltd. avente ad oggetto "pacchetti di estrazione di criptovalute"; CONSOB, Delibera n. 20660 del 31 ottobre 2018 - Sospensione, ai sensi dell'art. 99, comma 1, lett. b), del d.lgs. n. 58/1998, dell'offerta al pubblico residente in Italia avente ad oggetto "token TGA", effettuata da Togacoin LTD anche tramite il sito internet

l'exchanger sia sottoposto alla normativa sul collocamento a distanza di prodotti finanziari di cui al combinato disposto degli artt. 32 T.U.F. e 125 ss. del Regolamento intermediari della Consob, con la rilevante conseguenza di ritenere detta attività riservata a favore dei soli soggetti a ciò autorizzati dalla

<https://togacoin.com>; CONSOB, Delibera n. 20693 del 14 novembre 2018 - Sospensione, ai sensi dell'art. 99, comma 1, lett. b), del d.lgs. n. 58/1998, dell'offerta al pubblico avente ad oggetto la moneta digitale denominata "Crypton"; CONSOB, Delibera n. 20694 del 14 novembre 2018 - Sospensione, ai sensi dell'art. 101, c. 4, lett. b), del d.lgs. n. 58/1998, dell'attività pubblicitaria effettuata dal sig. Alessandro Brizzi tramite la propria pagina facebook relativa all'offerta al pubblico correlata all'acquisto della moneta digitale denominata "Crypton"; CONSOB, Delibera n. 20741 del 12 dicembre 2018 - Sospensione, ai sensi dell'art. 99, comma 1, lett. b), del d.lgs. n. 58/1998, dell'offerta al pubblico avente ad oggetto i contratti su "Bitsurge token" promossa sul sito www.bitsurge.io e sulla pagina facebook "Bitsurge Token"; CONSOB, Delibera n. 20786 del 22 gennaio 2019 - Divieto, ai sensi dell'art. 99, comma 1, lett. d), del d.lgs. n. 58/1998, dell'offerta al pubblico residente in Italia avente ad oggetto "token TGA", effettuata da Togacoin ltd anche tramite il sito internet <https://togacoin.com>; CONSOB, Delibera n. 20814 del 14 febbraio 2019 - Divieto, ai sensi dell'art. 99, comma 1, lett. d), del d.lgs. n. 58/1998, dell'offerta al pubblico avente ad oggetto investimenti di natura finanziaria promossa dalla Cryptoforce Ltd; CONSOB, Delibera n. 20815 del 14 febbraio 2019 - Divieto, ai sensi dell'art. 101, comma 4, lett. c), del d.lgs. n. 58/1998, dell'attività pubblicitaria effettuata dal sig. Alessandro Brizzi tramite la propria pagina facebook relativa all'offerta al pubblico avente ad oggetto investimenti di natura finanziaria promossa da Cryptoforce Ltd; CONSOB, Delibera n. 20844 del 13 marzo 2019 - Divieto, ai sensi dell'art. 99, comma 1, lett. d), del d.lgs. n. 58/1998, dell'offerta al pubblico avente ad oggetto i "certificati Green Earth" promossa sulla pagina facebook "Progetto Crypto Green Earth"; CONSOB, Delibera n. 20845 del 13 marzo 2019 - Divieto, ai sensi dell'art. 99, comma 1, lett. d), del d.lgs. n. 58/1998, dell'offerta al pubblico avente ad oggetto i contratti su "Bitsurge token" promossa sul sito www.bitsurge.io e sulla pagina facebook "Bitsurge Token"; CONSOB, Delibera n. 20843 del 13 marzo 2019 - Sospensione, ai sensi dell'art. 99, comma 1, lett. b), del d.lgs. n. 58/1998, dell'offerta al pubblico residente in Italia effettuata anche tramite il sito internet www.wachsendewerte.at/it ed avente ad oggetto investimenti di natura finanziaria; CONSOB, Delibera n. 20929 dell'8 maggio 2019 - Sospensione, ai sensi dell'art. 99, comma 1, lett. b), del d.lgs. n. 58/1998, dell'offerta al pubblico residente in Italia avente ad oggetto "Token ECB I" e "Token ECB S", effettuata da Forgues Gestion sas anche tramite il sito internet www.europeancryptobank.io; CONSOB, Delibera n. 20944 del 29 maggio 2019 - Sospensione, ai sensi dell'art. 99, comma 1, lett. b), del d.lgs. n. 58/1998, dell'offerta al pubblico residente in Italia avente ad oggetto "Liracoin", effettuata da "Liracoin - DAMO" anche tramite i siti <https://liracoin.club>, www.liracoin.com e www.licex.io; CONSOB, Delibera n. 21023 del 31 luglio 2019 - Divieto, ai sensi dell'art. 99, comma 1, lett. d), del d.lgs. n. 58/1998, dell'offerta al pubblico italiano avente ad oggetto "Token ECB I" e "Token ECB S", effettuata da Forgues Gestion sas anche tramite il sito internet www.europeancryptobank.io; CONSOB, Delibera n. 21024 del 31 luglio 2019 - Divieto, ai sensi dell'art. 99, comma 1, lett. d), del d.lgs. n. 58/1998, dell'offerta al pubblico residente in Italia avente ad oggetto "Liracoin", effettuata da "Liracoin - Damo" anche tramite i siti <https://liracoin.club>, www.liracoin.com e www.licex.io.

competente autorità di vigilanza e di ritenere applicabili alla medesima il libro III («*Prestazione dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori*») e IV («*Procedure, anche di controllo interno, per la corretta e trasparente prestazione dei servizi, controllo di conformità alle norme, trattamento dei reclami, operazioni personali, gestione dei conflitti di interesse, conservazione delle registrazioni*») del citato regolamento⁵⁴. A ciò aggiungasi - in ipotesi di contratto *B2C* - l'applicazione della normativa del Codice del consumo relativa alla commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori⁵⁵.

Non è escluso, infine, che in futuro lo sviluppo e la diffusione di criptovalute centralizzate e dei cd. *stable coins*, il cui valore dovrebbe essere legato a quello di un determinato bene o valuta ed assicurato da riserve di valute nazionali e titoli di debito⁵⁶, conduca a nuovi ed inaspettati risultati in punto di qualificazione giuridica.

7. Brevi riflessioni conclusive

Il fenomeno delle criptovalute, quale che sia il percorso logico-argomentativo seguito, presenta dei lapalissiani profili di criticità in punto di inquadramento dogmatico e conseguentemente di individuazione della disciplina applicabile.

⁵⁴ In tal senso parrebbe orientata anche la Consob in quattro delibere del 2 maggio 2019, e precisamente cfr.: CONSOB, Delibera n. 20907 del 2 maggio 2019 - Ordine, ai sensi dell'art. 7-octies, comma 1, lett. b), del d.lgs. n. 58/1998 ("TUF") di porre termine alla violazione dell'art. 18 del TUF posta in essere da Elmond Enterprise LTD e Fukazawa Partnership OÜ tramite il sito internet <https://cryptokartal.com/>; CONSOB, Delibera n. 20908 del 2 maggio 2019 - Ordine, ai sensi dell'art. 7-octies, comma 1, lett. b), del d.lgs. n. 58/1998 ("TUF") di porre termine alla violazione dell'art. 18 del TUF posta in essere dalla "Bitcoin Revolution" tramite il sito internet <https://www.bitcoin-revolution.eu/>; CONSOB, Delibera n. 20909 del 2 maggio 2019 - Ordine, ai sensi dell'art. 7-octies, comma 1, lett. b), del d.lgs. n. 58/1998 ("TUF") di porre termine alla violazione dell'art. 18 del TUF posta in essere dalla "BitCoin Code" tramite il sito internet [https://bitcoin-code.eu](https://bitcoin-code.eu;); CONSOB, Delibera n. 20910 del 2 maggio 2019 - Ordine, ai sensi dell'art. 7-octies, comma 1, lett. b), del d.lgs. n. 58/1998 ("TUF") di porre termine alla violazione dell'art. 18 del TUF posta in essere dalla "The-Bitcoin Codes" tramite la pagina web <http://it.thebitcoinscodes.com/?TrackinGID=769&ClickID=1024e37479bbedf8bc7def95e88c2d&SubCampaignID=1160>.

⁵⁵ Cfr. artt. 67-*bis* ss. del d.lgs. 206/2005.

⁵⁶ Con riguardo agli *stable coins* cfr. BORRONI - SEGHEISIO, Bitcoin e blockchain: un'analisi comparatistica dalla nascita alla potenziale regolamentazione, in *questa Rivista*, 2019, 19, 294 ss. ed i richiami bibliografici ivi contenuti.

Ci si limita in questa sede ad osservare, tuttavia, che i rischi connessi all'impiego di valute virtuali esistono e sono probabilmente più concreti di quanto gli ottimistici discorsi dei fautori dell'*ITC innovation* avessero portato a pensare specie in passato. A titolo meramente esemplificativo si potrebbero ricordare⁵⁷:

- il rischio di impiego al fine di riciclaggio ed autoriciclaggio, di finanziamento del terrorismo e di altre attività illecite⁵⁸, certamente favorito dall'anonimato;
- il rischio per l'utilizzatore di subire perdite o frodi, dovuto vuoi all'inesistenza di sistemi di garanzia analoghi a quelli previsti per i depositi bancari vuoi alla mancanza di tutela in caso di *cyber*-attacchi, di malfunzionamenti del *network* di scambio ovvero di smarrimento della *password* del portafoglio elettronico;
- infine, in chiave prospettica e di maggiore diffusione delle criptovalute, il rischio di incidere negativamente sull'efficacia delle politiche monetarie oltreché sulla stabilità dei mercati finanziari.

Parrebbe auspicabile, pertanto, un intervento normativo che a livello italiano ed europeo, e forse anche internazionale, regolamenti in maniera analitica l'impiego - o meglio i molteplici possibili impieghi - delle valute virtuali, verosimilmente destinate a diffondersi in misura esponenziale nei prossimi anni. In particolare sarebbe opportuno, come già anticipato, che alle stesse non venga più negato l'ingresso all'interno della cittadella delle monete (complementari), stante l'irrefrenabile assimilazione a queste ultime sul piano funzionale. Intervento che sarebbe oltretutto necessario per ricondurre a coerenza il sistema privatistico che sembra reggersi su di una nozione funzionale piuttosto che statalista della moneta. In secondo luogo sarebbe nodale chiarire quale sia la normativa applicabile nelle ipotesi in cui le criptovalute diano vita a prodotti finanziari, con particolare riguardo agli obblighi gravanti sull'*exchanger*, tenuto conto dell'esigenza di temperare la tutela degli investitori con la libertà d'impresa.

⁵⁷ Cfr. BANCA D'ITALIA, *Avvertenza sull'utilizzo delle cosiddette "valute virtuali"*, 30 gennaio 2015, reperibile su www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/avvisi-pub/avvertenza-valute-virtuali/AVVERTENZA_VALUTE_VIRTUALI.pdf.

⁵⁸ Particolarmente emblematica è l'analisi del rapporto intercorrente fra criminalità organizzata e criptovalute effettuata da parte di due dei massimi esperti di 'ndrangheta e contenuta in GRATTERI - NICASO, *La rete degli invisibili*, Milano, 2019, 68 ss., ove si legge, fra l'altro, che «Ormai nessuno sembra avere più dubbi sulle potenzialità criminogene delle criptovalute».

Se si intende realmente contrastare le principali problematiche legate al fenomeno *virtual currency*, in conclusione, la strada maestra da percorrere non può essere che quella di una sua *regulation* a trecentosessanta gradi, così da eliminare finalmente le notevoli incertezze ermeneutiche ed applicative che si pongono innanzi all'operatore del diritto.

ALTRI SAGGI

MARCHIO E USO IN SEDE SOCIETARIA[°]

Dario Scarpa

*Professore associato di Istituzioni di Diritto privato
nell'Università degli Studi di Milano-Bicocca*

Il contributo vuole approfondire il nesso che può esistere tra l'applicazione dell'istituto del patrimonio destinato ad uno specifico affare all'interno delle società per azioni e la disciplina del marchio afferente ai prodotti in uso nella società. Se si considera che la scelta di destinazione patrimoniale da parte dell'ente muove dalla volontà di segmentare l'attività d'impresa attraverso la ulteriore specificazione di un affare dedicato che sia congruo rispetto all'oggetto sociale, la preesistenza di marchio per prodotti dell'attività societaria porta a dover considerare l'ipotesi applicativa di utilizzo del medesimo marchio anche per prodotti derivanti dall'attività in destinazione, tesa al raggiungimento dello specifico affare.

The paper aims to investigate the connection existing between the application of the institution of assets for a specific business within joint stock companies and the discipline of the trademark relating to the products used in the company. If we consider that the asset destination choice made by the business entity moves from the desire to segment the business activity through the further specification of a dedicated deal that is consistent with the corporate purpose, the pre-existence of a trademark for products of the corporate activity leads to having to consider the applicative hypothesis of use of the same trademark also for products deriving from the intended activity, aimed at achieving the specific deal.

Sommario:

1. Interazione tra marchio e destinazione dinamica o statica del patrimonio, a modo di endiadi
2. Destinazione patrimoniale come momento di razionalizzazione della struttura organizzativa: produzione commerciale, marchio e organizzazione del patrimonio destinato in funzione del concetto di congruità
3. Uso del marchio e tendenza comunitaria alla non circolabilità di prodotti similari
4. Individuazione dell'affare specifico e analisi della tutela dei terzi
5. Analisi della destinazione patrimoniale e della disciplina del marchio in associazione al fenomeno del gruppo
6. Dall'uso del marchio nel fenomeno del gruppo di società la derivazione disciplinare dell'uso nella destinazione patrimoniale

[°] Saggio sottoposto a *double-blind peer review*.

1. Interazione tra marchio e destinazione dinamica o statica del patrimonio, a modo di endiadi

Lo studio dei patrimoni destinati porta ad affrontare con maggiore consapevolezza nuovi percorsi di crescita realizzabili attraverso singole quote patrimoniali: deve, di guisa, essere indagato l'istituto in esame per coglierne appieno le potenzialità, reali o apparenti, in funzione di comprendere le ripercussioni in tema di tutela del marchio della società gemmante. Attraverso il ricorso allo strumento del patrimonio destinato ad uno specifico affare può verificarsi un miglioramento dell'esposizione ai rischi aziendali. L'introduzione dell'istituto sembra, altresì, idonea a produrre conseguenze positive sul piano della concorrenza tra ordinamenti giuridici e fornire adeguate risposte a istanze di corretto uso del marchio a livello comunitario.

Ebbene, prodromo necessario alla rappresentazione esegetica della interdisciplinarietà tra diritto societario (*i.e.*, disciplina del patrimonio destinato) e diritto della proprietà intellettuale (*i.e.*, disciplina del marchio) risulta essere una analisi economico-giuridica del fenomeno destinativo: le due diverse ottiche, della destinazione orientata al raggiungimento di precipue finalità di ordine economico e della separazione orientata alla riduzione del rischio, rappresentano un'endiadi¹. Avendo riguardo al momento destinativo, occorre distinguere la destinazione conservativa dalla destinazione dinamica. La destinazione conservativa, in genere, vuole indicare tutte quelle forme destinate nelle quali il patrimonio sottostante viene gestito prevalentemente con finalità di garanzia presentando, dunque, caratteri di staticità che rendono lo stesso inamovibile dallo scopo per il quale è destinato; in tale forma economica, la cellula che adotta il marchio seguirà la medesima forma di uso da parte della società gemmante in assenza

¹ Così testualmente LA ROSA, *Patrimoni e finanziamenti destinati ad uno specifico affare. "Ottica destinazione" e "ottica separazione": analisi delle prospettive di sviluppo e dei profitti di rischio connessi ai nuovi strumenti di "federalismo" patrimoniale e finanziario*, in *Collana di studi economico-aziendali*, diretta da Sorci, Milano, 2007, 287. Si deve sottolineare che la formula espressiva utilizzata dalla norma per qualificare il nuovo istituto sembra, in apparenza, insistere maggiormente sull'aspetto funzionale, ossia su quello della destinazione finalizzata all'esecuzione di una data attività. Non può non rivelarsi il passaggio all'aspetto più prettamente operativo e strumentale dell'istituto, vale a dire, il distacco e l'isolamento di una porzione del patrimonio aziendale da impiegare per la realizzazione di quella attività.

della necessità, prettamente economica, di svolgere attività imprenditoriale diversa, *recte* aggiuntiva e congrua rispetto all'attività sociale *tout court*².

La destinazione dinamica fa riferimento a gestioni in cui l'amministrazione dei beni è prevalentemente finalizzata alla realizzazione di uno scopo, che è generalmente quello dell'investimento. Tali forme di destinazione sono definite dinamiche in specie giacché non è riscontrabile la presenza di vincoli di inalienabilità come nelle destinazioni conservative, ma soltanto regole di amministrazione e di comportamento poste in capo ai soggetti gestori, generalmente selezionati sulla base di requisiti di professionalità e competenza³.

Si rifletta: gli elementi che compongono un dato patrimonio sono avvinti da nessi che appaiono evidenti quando si consideri il carattere strumentale del patrimonio d'azienda rispetto all'azione amministrativa⁴. Non siamo, di

² Vedi, in tema, FIMMANÒ, *Il regime dei patrimoni dedicati di s.p.a. tra imputazione atipica dei rapporti e responsabilità*, in *Le Società*, 2002, 960 ss.; INZITARI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare* (art. 2447 bis, lettera a, c.c.), in *Contr. impr.*, 2003, 164 ss.; LAMANDINI, *Patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Riv. soc.*, 2002, 1495 ss.; LENZI, *I patrimoni destinati: costituzione e dinamica dell'affare*, in *Riv. notar.*, 2003, 543 ss.; LUPOI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in PALAZZO (a cura di), *Per una lettura europea della riforma del diritto societario italiano*, Milano, 2005, 10; MANES, *Sui "patrimoni destinati ad uno specifico affare" nella riforma del diritto societario*, in *Contr. impr.*, 2003, 181 ss..

³ Ponendo in raffronto il patrimonio destinato con il concetto di capitale, si può affermare che ogni assegnazione di una partizione del patrimonio aziendale alla realizzazione di un particolare obiettivo urta con l'ideale unicità di funzione del capitale. Questo è strumento economico unicamente destinato allo svolgimento della gestione, per mezzo della quale conseguire la produzione del reddito e, in ultima analisi, il raggiungimento dei fini istituzionali e il soddisfacimento delle attese di tutti i partecipanti al concreto divenire della coordinazione economica. L'utilità detraibile da ciascun elemento del patrimonio aziendale non può che essere correlata a quella di ogni altro elemento, in quanto solo in una complessa e articolata organizzazione d'insieme, può realizzarsi l'obiettivo del reddito. La stessa generale espressione di patrimonio di funzionamento o di gestione suggerisce il carattere funzionale del patrimonio rispetto al fine economico della gestione.

⁴ Qualsiasi destinazione di partizioni dell'unitario patrimonio aziendale al raggiungimento di precipi scopi di variabile estensione temporale non dovrebbe essere meritevole di attenzioni da parte della dottrina economico-aziendale. Ogni scomposizione di un complesso economico - ora considerato come insieme dei beni all'impresa riferibili, vale a dire il suo patrimonio, ora come insieme di operazioni attraverso questo componibili, ossia la sua gestione, in minori configurazioni di elementi allo stesso riconducibili - non può che risultare fuorviante e, ancor prima, di non semplice determinazione. Non si può negare come la posizione assunta dalla dottrina, nell'asserire l'irrelevanza economico-aziendale del fenomeno, sia da ricondursi anche a periodi storici in cui talune variabili non mostravano quelle fattezze che caratterizzano, invece, le odierne gestioni. Sempre più perturbata e fugace si presenta quell'unità d'insieme che permanentemente avvince le suddette gestioni nel loro incessante divenire. Più analiticamente,

guisa, di fronte a complessi patrimoniali destinati a restare immobilizzati, con una connotazione di staticità che ne offusca il concreto impiego e l'utilità (c.d. destinazione conservativa) ma, per converso, siamo davanti ad una costituzione di complessi formati da beni suscettibili di adattarsi alla varietà e variabilità delle esigenze aziendali, prime fra tutte quelle produttive ed industriali (c.d. destinazione dinamica)⁵.

Vendiamo, dunque, ad esplicitare in modo preciso la ricerca esegetica in funzione di comprendere la possibile criticità nell'uso del marchio all'intero di società per azioni che abbia adottato l'istituto del patrimonio destinato ad uno specifico affare: atteso che la scelta di destinazione patrimoniale da parte dell'ente muove dalla volontà di segmentare l'attività d'impresa attraverso la ulteriore specificazione di un affare dedicato che sia congruo rispetto all'oggetto sociale⁶ (nei limiti quantitativi normati in senso percentualistico rispetto al patrimonio netto), la preesistenza di marchio per prodotti dell'attività societaria porta a dover considerare l'ipotesi applicativa di utilizzo del medesimo marchio anche per prodotti derivanti dall'attività in destinazione, tesa al raggiungimento dello specifico affare. In sintesi, e con metodo di ricerca, la vicenda societaria oggetto di studio riguarda la estensività dell'utilizzo del marchio a prodotti che, per quanto siano riferibili al medesimo ente (*i.e.*, società per azioni), risultano relativi ad un specifico e distinto ambito dell'attività⁷.

La disciplina del marchio pretende, ora, una analisi esegetica in funzione della tutela del mercato. In tema, a livello comunitario, si vuole la protezione di un marchio contro l'uso di un segno uguale o affine per prodotti uguali o simili, ed a tal fine è sufficiente l'esistenza di un rischio di confusione per i

ci si riferisce al carattere dinamico nella destinazione del patrimonio, una dinamicità capace di dotare di maggiore duttilità la gestione aziendale.

⁵ Così LA ROSA, *Patrimoni e finanziamenti destinati ad uno specifico affare. "Ottica destinazione" e "ottica separazione": analisi delle prospettive di sviluppo e dei profitti di rischio connessi ai nuovi strumenti di "federalismo" patrimoniale e finanziario*, cit., 301.

⁶ Sul tema si consulti NIUTTA, *I patrimoni e finanziamenti destinati*, Milano, 2006, 5 ss.; QUADRI, *La destinazione patrimoniale*, Napoli, 2004, 43 ss.; GEMMA, *Destinazione e finanziamento*, Torino, 2005, 20 ss.; SANTOSUOSSO, *Libertà e responsabilità nell'ordinamento dei patrimoni destinati*, in *Giur. comm.*, 2005, 362 ss.; FAUCEGLIA, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Fall.*, 2003, 809; FERRO-LUZZI, *La disciplina dei patrimoni separati*, in *Riv. notar.*, 2002, 271 ss..

⁷ Cfr. R. FRANCESCHELLI, voce, *Marchi Collettivi*, in *Novissimo Digesto Italiano*, Vol. X, Torino, 1963, 207 e ss.; ID. *Trattato di diritto industriale*, cit., 178; R. CORRADO, *I marchi dei prodotti e dei servizi*, Torino, 1972, 324 ss.; M. CASANOVA, *Imprese e aziende*, in *Trattato dir. civ. diretto da F. VASSALLI*, Torino, 1985, 512; G. SENA, *Il nuovo diritto dei marchi*, Milano, 1994, 87 ss..

consumatori, consistente anche in un pericolo di associazione tra il segno e il marchio d'impresa. La prescrizione comunitaria, applicata al raffronto con quella societaria della destinazione patrimoniale, rappresenta il dato empirico per cui il rischio di associazione è qualcosa di diverso e di ulteriore rispetto al rischio di confusione, di guisa che nella produzione industriale a seguito della destinazione si palesa il rischio di falso affidamento dei terzi per beni derivanti da attività distinte ma compresi nel medesimo segno distintivo.

A ben riflettere sulla evidenza del rischio di associazione, il patrimonio destinato ad uno specifico affare consente, *de plano*, la verificabilità di associare il marchio a beni di produzione per attività che, *de facto*, sono il portato di distinti settori dell'attività d'impresa.

Valga, *in limine*, porre accento sul profilo societario per intuire, a livello metodologico, la rischiosità della vicenda e la fondatezza dell'esegesi in corso di argomentazione. Il ragionamento parte, a monte, dal concetto di capitale netto d'impresa, nozione di natura prettamente contabile, ma su quello di capitale lordo, vale a dire, capitale investito nell'impresa, in quanto tale ultima nozione, per sua natura, riveste maggiore carattere di variabilità e, al contempo, minore carattere di astrattezza, consentendo di risolvere positivamente l'indeterminatezza del patrimonio separato. Essendo l'istituto in esame un modello finanziario di destinazione patrimoniale, rileva la nozione di capitale di finanziamento, nelle sue diverse espressioni, e ciò ad evidenziare ulteriormente il carattere meramente finanziario di tale fattispecie⁸.

Il crescente ricorso a forme aziendali di tipo aggregativo è da ricondursi alla necessità di reperire ulteriori fonti di finanziamento ed avere continua disponibilità dei beni necessari allo svolgimento delle varie attività che la società per azioni svolge⁹. Nella prospettiva di consolidamento delle

⁸ I patrimoni destinati rientrano nell'ambito delle cosiddette *business combination*, vale a dire, di quelle configurazioni di aggregazione aziendale cui fanno riferimento, in generale, i principi contabili internazionali (IAS-IFRS) a prescindere dalle differenti forme giuridiche e modalità tecniche con cui le stesse possono realizzarsi. Occorre evidenziare come le differenti e mutevoli esigenze aziendali possono far sì che l'adozione del modello patrimoniale risponda simultaneamente a finalità di segmentazione, di diversificazione e di compartecipazione all'attività d'impresa che possono rivelarsi attività complementari.

⁹ E' l'acquisizione immediata e relativamente meno onerosa di particolari *know-how* a guidare il processo aggregativo. In definitiva, è possibile assistere alla ricerca, da parte delle imprese, di sempre più intense sinergie in termini di efficienza operativa e finanziaria, che comportano un affrancamento da quelle politiche esclusivamente polarizzate sul mercato, a favore di logiche di collaborazione, non incentrate necessariamente sulla crescita dimensionale, ma sempre più di sovente sulla realizzazione congiunta di specifici obiettivi.

performance conseguite va inquadrata l'eventuale acquisizione definitiva degli apporti e dei patrimoni destinati provenienti da terze società, o di rami d'azienda o ancora dell'intero capitale di queste ultime, tramite operazioni di acquisizioni o fusioni d'azienda¹⁰.

Tale argomento fornisce chiara evidenza dell'associazione giuridica (oltre che empirica) tra la disciplina del marchio - nella specificazione della tutela del mercato - e l'esigenza destinativa dell'ente per l'implementazione della propria attività economica¹¹.

Il rischio di associazione non costituisce un elemento autonomo e ulteriore rispetto al rischio di confusione, ma ad esso si somma, a modo di aggravamento del rischio per i terzi. Se si riflette in termini di *law and economics*, la valutazione del rischio dovrà, di risulta, essere globale e riferirsi a tutte le circostanze rilevanti nel caso concreto, *recte* l'eventuale associazione tra i segni distintivi all'interno della società per azioni che abbia destinato parte del proprio patrimonio ad un affare specifico, con la connessa creazione di ulteriore produzione commerciale con marchio associabile ad altro marchio di propria titolarità, ma indicante diversi prodotti¹².

Quale effetto di quanto appena esposto, si vuole rimarcare che, ai benefici in termini di diversificazione del rischio d'impresa che la società consegue dalla costituzione di uno o più patrimoni separati, si unisce il corrispondente vantaggio per i terzi derivante dalla parcellizzazione delle categorie di creditori sociali, ciascuna delle quali sopporta unicamente i rischi connessi all'operazione economica direttamente finanziata; ad esso si contrappone, peraltro, l'effetto potenzialmente negativo derivante dalla riduzione delle garanzie patrimoniali offerte ai creditori generici¹³.

¹⁰ La comunicazione al mercato della costituzione di un patrimonio destinato (in specie nel caso di destinazione compartecipata) e delle modalità e finalità perseguite, potrebbe rivelarsi un efficace momento di verifica della loro validità, prima dell'attivazione di operazioni straordinarie.

¹¹ Sull'argomento vedi G.E. COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati: prime considerazioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, 33 e ss.: nel lavoro è presente una compiuta disamina delle varie tipologie di conferimento e la relativa valutazione contabile.

¹² Cfr. PETTITI, *Profilo giuridico del marchio collettivo privato*, Napoli, 1963, 25; V. FRANCESCHELLI, *Utilizzazione di marchi identici da parte di imprese collegate*, in *Studi riuniti di diritto industriale*, Milano, 1977, 305 ss.; in giurisprudenza cfr. Trib. Milano, 18 gennaio 1962, in *Riv. dir. ind.*, 1963, II, 274; Trib. Napoli, 28 febbraio 1973, in *Riv. dir. ind.*, 1977, II, 229.

¹³ Si confronti FIMMANÒ, *Il regime dei patrimoni dedicati di s.p.a. tra imputazione atipica dei rapporti e responsabilità*, cit., 960 ss.; INZITARI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare* (art. 2447 bis, lettera a, c.c.), cit., 164 ss.; LAMANDINI, *Patrimoni destinati ad uno specifico*

2. Destinazione patrimoniale come momento di razionalizzazione della struttura organizzativa: produzione commerciale, marchio e organizzazione del patrimonio destinato in funzione del concetto di congruità

L'esegesi conduce a voler considerare gli elementi che possono condurre a rischi di confusione; in argomento, l'affinità tra i prodotti o i servizi contrassegnati dai marchi in conflitto deve valutarsi concretamente, tenendo conto di tutto ciò che possa determinare l'affidamento dei terzi consumatori¹⁴: natura intrinseca della produzione commerciale, destinazione dei prodotti o dei servizi nel mercato di riferimento e idoneità, *recte* funzionalità a soddisfare i medesimi bisogni.

La segmentazione settoriale dell'organizzazione dell'attività economica, tesa ad uno sviluppo strategico dell'impresa societaria e ad una segmentazione delle aree di rischio, necessita degli strumenti giuridici funzionali all'obiettivo della migliore allocazione delle risorse e delle garanzie patrimoniali. La diversificazione patrimoniale costituisce un modo per assicurare una riduzione dei costi di transazione, sfruttando le risorse di cui l'impresa dispone e tale efficienza allocativa interessa le varie interrelazioni con il mercato e con i terzi¹⁵.

La crescita competitiva dell'impresa nei vari settori di appartenenza pone la questione di realizzare una organizzazione dell'attività della società per azioni adeguata allo sviluppo prefissato anche attraverso un sistema informativo efficace. Il patrimonio destinato svolge funzione protettiva, come strumento per isolare alcuni cespiti patrimoniali, per destinarli ad un certo utilizzo e metterli al riparo dalle azioni dei creditori. Altra funzione del patrimonio dedicato è quella di smobilizzo, rendendo liquide le risorse impiegate nell'attività d'impresa; infine, la cellula ha funzione di finanziamento, reperendo risorse finanziarie aggiuntive da destinare allo

affare, cit., 1495 ss.; LENZI, *I patrimoni destinati: costituzione e dinamica dell'affare*, cit., 543 ss.; LUPOI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., 10; MANES, *Sui "patrimoni destinati ad uno specifico affare" nella riforma del diritto societario*, cit., 181 ss..

¹⁴ Cfr., A. VANZETTI, *La nuova legge marchi*, Milano, 1993, 132 ss.; C. GALLI, *Attuazione della direttiva n. 89/104 del Consiglio C.E.E. del 21 dicembre 1988 recante riavvicinamento delle legislazioni degli stati membri in materia di marchi di impresa*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1995, 1194 ss.; A. VANZETTI e V. DI CATALDO, *Manuale di diritto industriale*, 2^a ed., Milano, 1996, 128; G. SENA, *Il diritto dei marchi*, 4^a ed., Milano, 2007, 109 ss.; V. DI CATALDO, *I segni distintivi*, 2^a ed., Milano, 1995, 134 ss.; G. GHIDINI, *Note sulla decadenza di marchio per decessività*, in *Antologia*, 4/1995, *La riforma della legge marchi*, Padova, 1995, 151 ss.

¹⁵ Così FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori nella società per azioni*, dalla Collana *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, Milano, 2008, 1 e ss.

sviluppo di una specifica operazione economica ed in tal caso assume maggiore rilievo il progetto economico-finanziario¹⁶.

Con cognizione di metodologia, attese la funzione distintiva propria del marchio e la riconducibilità per affinità dei prodotti o servizi contraddistinti dal marchio oggetto di tutela, la destinazione patrimoniale tende a far presumere l'origine da un'unica impresa.

Ora, se sotto il profilo squisitamente societaristico il rilievo non desta perplessità, attesa la mancanza di alterità soggettiva tra la società gemmante e la cellula destinata, si deve avere riguardo alle attività, *recte* alle organizzazioni che gestiscono i segni in questione e alla loro potenziale espansione, valutando la possibilità per la cellula destinata di sfruttare gli stessi canali di vendita utilizzati per i beni distribuiti dalla società madre.

Calando a livello empirico le acquisizioni raggiunte, valga constatare che il rapporto tra società gemmante e patrimonio destinato può essere suscettivo di maggiore analisi in via direttamente proporzionale al grado di notorietà del marchio. In tale chiave di lettura, si può osservare che i marchi aventi un elevato carattere distintivo, in particolare a motivo della loro notorietà, godono di una tutela più ampia rispetto ai marchi il cui carattere distintivo è inferiore; per l'effetto, in ambito di segmentazione patrimoniale, la maggiore notorietà di un marchio permette di presumere l'esistenza di un rischio di confusione per il solo fatto dell'esistenza di un rischio di associazione in senso stretto¹⁷.

Esistono imprese che, per loro natura, sono organizzate per progetti in cui, accanto ad una struttura di base di carattere permanente ed organizzata per funzioni, si ritrovano strutture che, nel corso della vita aziendale, cambiano e si modificano sulla base di progetti in sintonia con le specifiche esigenze del mercato. Attesa una funzionalizzazione dei beni, concepiti nella loro capacità reddituale e non nell'ottica statica dell'appartenenza, la dinamicità diventa modo di essere degli elementi patrimoniali separati che si distinguono in base alle diverse destinazioni ad essi impresse¹⁸. Il principio di congruità del patrimonio rispetto alla realizzazione dell'affare risulta il criterio guida attraverso il quale consentire o meno alla società il mantenimento della limitazione della garanzia patrimoniale. Di fronte alla previsione di un principio di congruità si apre la possibilità di considerare abusiva la destinazione di beni al patrimonio separato, come pure la realizzazione

¹⁶ Cfr. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori nella società per azioni*, cit., 12.

¹⁷ Ancora, si legga, R. FRANCESCHELLI, voce, *Marchi Collettivi*, cit., 210.

¹⁸ Cfr. FIMMANÒ, op. cit., 20.

dell'affare attraverso beni che erano o sono divenuti incongrui nel corso della realizzazione dell'affare¹⁹.

In prospettiva industriale e di disciplina del marchio, è necessario che sussista congruità tra l'entità del patrimonio destinato e l'affare da realizzare; è richiesta una particolare puntualità nella descrizione dell'operazione da svolgere. In concreto, tale rapporto non deve solo, formalmente, esistere al momento dell'adozione della delibera, ma deve continuare a sussistere per tutta la vita del patrimonio destinato; in caso contrario, si verifica un abuso della separazione con la conseguente possibilità di perdere il privilegio stesso della segregazione²⁰. Il confine tra congruità e non congruità è abbastanza labile, affidato alle caratteristiche specifiche del caso concreto ed a parametri non sempre obiettivi ed agevolmente predeterminabili²¹. Resta poi aperto il problema della necessità o meno di ripetere la valutazione di congruità dopo ogni eventuale, successivo apporto di terzi, come ha ritenuto una recente dottrina²².

A livello di diritto industriale e di disciplina del marchio come segno distintivo di prodotti a tutela dei terzi consumatori, criterio fondamentale risulta quello della funzionalizzazione dei beni, vale a dire in rapporto alla loro

¹⁹ Secondo STELLA RICHTER, *Oggetto ed attività delle società: ruolo e responsabilità del Notaio*, in *Quaderni del Notariato*, Ipsosa, 2007, 89, «è proprio l'esigenza di una valutazione di congruità del patrimonio destinato che consente di determinare, in concreto, se una attività posta come oggetto dell'affare sia sufficientemente "specificata"; sono sufficientemente specifici tutti e solo quegli affari per i quali si possa predicare una loro realizzabilità.» Ed ancora "... per avere un piano economico-finanziario sufficientemente determinato (in ciò è appunto, come è chiaro, il presupposto della possibilità di un giudizio di congruità sul patrimonio destinato) si dovrà programmare una attività che sia pensabile come "realizzata", il che presuppone che essa sia fornita di taluni limiti (di tempo, spazio, nel raggiungimento fine, ecc.)».

²⁰ Cfr. ARLT, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare: le protected cell companies italiane*, in *Contr. impr.*, 2004, 323 e ss.; il contributo dell'autore risulta interessante al fine di una corretta ricostruzione storica dell'istituto giuridico attraverso anche il riferimento al formante giurisprudenziale che ha contribuito alla nascita della disciplina dei patrimoni destinati ad uno specifico affare.

²¹ Si veda SANSONETTI, *Notai, patrimoni dedicati da rivedere*, in *Italia Oggi*, 20 giugno, 2003, 34, dove si riportano le conclusioni dal Convegno notarile sulla riforma tenutosi a Roma il 19 giugno 2003.

²² In tema COMPORTI, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in AA.VV., *La riforma delle società s.p.a. e s.a.p.a.*, a cura di Sandulli e Santoro, Torino, 2003, 957. Il legislatore ha voluto imporre alla società un generico obbligo di trasparenza, al fine di consentire ai terzi una più facile valutazione della congruità dei beni destinati rispetto all'attività; è necessaria un'effettiva e dimostrabile adeguatezza dei primi rispetto alla seconda. Evidenti i risvolti pratici del problema, a titolo esemplificativo in materia di responsabilità della società, che risponde solo se la delibera non è adeguatamente trasparente e non consente un agevole monitoraggio dell'operazione sottostante.

redditività, non più nella prospettiva statica dell'appartenenza, ma dell'utilità, in senso dinamico, per lo svolgimento dell'attività economica; si registra quindi un'inversione di ruoli tra il binomio soggetto-beni e quello soggetto-attività. Questa marcata preferenza per l'aspetto dinamico-funzionale dei beni, evidenzia una vicinanza tra l'istituto in commento e l'azienda, il che impone una riflessione sul rapporto che tra essi intercorre²³. Effettivamente in entrambi i casi si tratta di beni e rapporti strumentali allo svolgimento dell'attività di impresa, ma mentre nel patrimonio quanto ne è oggetto è destinato solo al servizio di uno specifico affare, ciò che fa parte dell'azienda è strumentale rispetto all'attività della società considerata nella sua interezza²⁴.

La disapplicazione della disciplina di limitazione della garanzia patrimoniale si può agevolmente dedurre sulla base della considerazione che siffatto privilegio di limitazione della responsabilità può essere riconosciuto solo in presenza di una corretta applicazione della disciplina relativa al patrimonio destinato, con disapplicazione del privilegio e applicazione del diritto comune, nel caso in cui l'applicazione della disciplina costitutiva o attuativa dell'affare non sia correttamente osservata, con conseguente integrale responsabilità della società, come del resto espressamente previsto in caso di inosservanza delle regole di identificazione degli atti di esecuzione dell'affare (gli atti compiuti in relazione ad uno specifico affare debbono recare espressa menzione del vincolo di destinazione, in mancanza risponde la società con il suo patrimonio residuo)²⁵.

²³ Cfr. SANTOSUOSSO, *Libertà e responsabilità nell'ordinamento dei patrimoni destinati*, in *Giur. comm.*, 2005, 365.

²⁴ La finalità di specializzazione dell'attività d'impresa non esclude assolutamente che il modello di destinazione patrimoniale possa essere utilizzato per il perseguimento di obiettivi di sviluppo orientati verso processi di diversificazione. L'istituto del patrimonio destinato potrebbe, dunque, consentire iniziative notevoli sul piano dimensionale, costituendo esso stesso uno strumento per abbandonare la tendenza delle imprese verso forme di aggregazione. Quando il segmento patrimoniale oggetto di destinazione è impiegato per la realizzazione di una attività con contenuto innovativo risulta utile il ricorso a forme organizzative c.d. *adhocratica*. Le strutture *adhocratiche* sono usate da imprese che presentano progetti ad alto contenuto innovativo nei confronti della clientela (*adhocrazia operativa*) o verso se stesse (*adhocrazia amministrativa*). In tema si veda MINTZBERG., *Structure in Fives. Designing Effective Organizations*, Prentice-Hall, 1983.

²⁵ Nel caso in cui non siano state soddisfatte integralmente le obbligazioni contratte per lo svolgimento dell'affare, i creditori che rimangano insoddisfatti potranno sollevare una rilevante contestazione alla società per avere intrapreso un affare con un patrimonio non congruo rispetto all'originario o sopravvenuto fabbisogno, necessario per l'attuazione dell'affare stesso, con conseguente disapplicazione della regola della limitazione della responsabilità e riconoscimento della integrale responsabilità della società anche per queste obbligazioni.

Nella sua accezione più lata il concetto di congruità non è da intendersi come attitudine dei beni a soddisfare i creditori, ma, in chiave prettamente economica, come capacità dei beni che compongono il patrimonio destinato di realizzare l'affare²⁶. Da una valutazione prospettica della congruità del patrimonio da destinare tale da assicurare una situazione di equilibrio economico-finanziario, si arriva a finanziare adeguatamente l'attività per la realizzazione dell'affare, attraverso l'uso di mezzi propri (compreso il marchio) e provenienti da terzi per raggiungere gli obiettivi di crescita di valore prefissati²⁷.

3. Uso del marchio e tendenza comunitaria alla non circolabilità di prodotti simili

Il tema della adeguatezza, prima solo accennato, conduce a rilevare l'interesse dei consumatori a non essere tratti in inganno dalla coesistenza, sullo stesso mercato, di prodotti di diversa provenienza (*i.e.*, società gemmante e sua cellula), ma contrassegnati da marchi identici. Volendo argomentare con metodo comparativo, il dato è prescritto, in modo esaustivo, dall'art. 6-*quater* della Convenzione di Parigi, per il cui disposto la cessione del marchio, pur consentito dalla legge nazionale di uno dei Paesi membri, non obbliga gli altri Stati aderenti a considerarla valida, qualora l'uso da parte del cessionario possa, in concreto, comportare l'induzione del pubblico in errore²⁸.

Volendo, ora, esplicitare l'indicazione di metodo afferente il concetto di adeguatezza del patrimonio destinato occorre dire che l'adeguatezza del patrimonio va riferita esplicitamente al concreto affare, deve sussistere con riguardo all'atto od agli atti protettivi dei beni posti in essere dal gestore il patrimonio e, anche, in relazione ai rapporti segregati, al momento della destinazione. Risulta evidente come un giudizio di adeguatezza dei mezzi esige l'esatta individuazione dell'attività, avendo contezza che la destinazione

²⁶ Il capitale sociale risulta la vera garanzia del pagamento dei debiti sociali contratti, da ciò la necessità di congruità tra capitale sociale ed attività sociale.

²⁷ Per una esaustiva spiegazione del principio di adeguatezza si veda BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 238 l, commi terzo e quinto, del codice civile*, in *Giur. comm.*, 2006, 6 e ss.

²⁸ Cfr., A. VANZETTI, *Cessione del marchio*, in *Riv. dir. comm.*, 1959, I, 385 ss.; P. AUTERI, *Territorialità del diritto di marchio e circolazione di prodotti originali*, Milano, 1973, 296 ss., 308 ss.; S. SPOLIDORO, *La rivendicazione del marchio*, in AA. VV., *Commento tematico alla legge marchi*, Torino, 1998, 232; G. MARASÀ, *La circolazione del marchio*, in AA. VV., *Commento tematico alla legge marchi*, cit., 107.

riguarda solo uno specifico affare e che la deliberazione di costituzione deve indicare l'enunciazione dell'affare²⁹.

Atteso l'obbligo di redigere il piano economico-finanziario da cui risulti la congruità del patrimonio destinato rispetto alla realizzazione dell'affare, vale a dire un *business plan* su di una determinata operazione economica, si riesce ad evincere la quantità di mezzi economici funzionalizzati e la conseguente adeguatezza degli stessi rispetto alla realizzazione dello specifico affare³⁰. Sotto il profilo industriale, il piano economico-finanziario deve dimostrare la possibilità di coprire i costi con i ricavi dell'affare e di conseguire la possibilità di reperire tutti i finanziamenti necessari in condizioni di equilibrio per la realizzazione del progetto. Il piano vuole rappresentare uno strumento di valutazione prospettica ovvero di prognosi della idoneità funzionale quantitativa e qualitativa dei beni e dei rapporti rispetto allo scopo che si intende perseguire ed alla relativa causa negoziale³¹.

Data la mancata previsione di un minimo legale fisso e di un obbligo di conservazione, l'eventuale inadeguatezza del patrimonio destinato in riferimento al principio di congruità prescritto deve diventare motivo di illegittimità genetica o funzionale del patrimonio dedicato, attraverso una prognosi postuma dell'attività ad opera dell'autorità giudiziaria. Gli atti compiuti in relazione allo specifico affare debbono, *naturaliter*, recare espressa menzione del vincolo di destinazione: si deve informare della funzionalizzazione degli atti riguardanti la destinazione, al fine di distinguere il regime di responsabilità in ordine all'individuazione dei rispettivi creditori. È prescritto, ai fini della limitazione della responsabilità, che quando vengono compiuti i singoli atti relativi all'affare sia recettiziamente comunicato al paciscente il vincolo di destinazione, in modo da renderlo edotto della destinazione³².

²⁹ Si veda COMPORI, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in SANDULLI-SANTORO (a cura di), *La riforma delle società s.p.a. e s.a.p.a.*, Torino, 2003, 944; RABITTI BEDOGNI, *Patrimoni dedicati*, in *Riv. notar.*, 2002, 1121 ss.; ZOPPINI, *Autonomia e separazione del patrimonio nella prospettiva dei patrimoni separati della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, 545 ss.; CAMPERCHIOLI, *Il regime dei patrimoni destinati ad uno specifico affare nella riforma societaria*, in *Le Società*, 2003, 43; SCHLESINGER, *Patrimoni destinati ad uno specifico affare e profili di distinta soggettività*, in *Dir. e prat. soc.*, 2003, 6 ss.

³⁰ Si veda FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori nella società per azioni*, cit., 89.

³¹ Così FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori nella società per azioni*, cit., 165.

³² La comunicazione recettizia dell'attinenza dell'atto all'affare è concepita a tutela dell'affidamento del terzo contraente ed in questo contesto produce l'effetto della segregazione a prescindere dalla strumentalità all'operazione o della capacità di produrre la surrogazione legale. Gravano sul patrimonio destinato ad uno specifico affare gli effetti, attivi e passivi,

Si rifletta sul disposto normativo attraverso una lettura d'insieme del dato di legge. Si è voluto, da parte del legislatore, introdurre nell'ambito della disciplina della responsabilità patrimoniale il principio di congruità tra il patrimonio e la specifica operazione cui è destinato. Ne deriva che il giudizio sull'adeguatezza, funzionale e reddituale deve essere reso dagli amministratori con una relazione redatta in sede di specificazione patrimoniale ed allegata alla delibera istitutiva adottando i criteri di ragionevolezza, prudenza e diligenza³³. Da un generico obbligo di trasparenza e correttezza da parte degli amministratori, al fine di consentire ai terzi una facile valutazione della congruità dei beni, si deve ricavare, a parere di chi scrive, un elemento costitutivo in senso proprio della delibera di costituzione del patrimonio destinato, consistente in una effettiva adeguatezza preventiva della consistenza economica ed organizzativa della cellula³⁴.

Correlando, ora, il tema alla funzione individualizzante del segno distintivo, l'adeguatezza del patrimonio va riferita al concreto affare e deve sussistere in relazione all'atto od agli atti protettivi dei beni e dei rapporti segregati, nascendo, in tale momento, per gli amministratori l'obbligo di giustificare l'adeguatezza dei mezzi posti a disposizione per la realizzazione dell'affare. Una incongruità funzionale e non genetica, vale a dire prodottasi durante l'esecuzione dell'affare, rientra nel normale rischio tipico dell'attività di impresa e connaturato a qualsiasi operazione economica³⁵.

Pertanto, chiarita la portata esegetica dell'adeguatezza, in termini industriali e tutela del marchio, la tutela dei terzi passa attraverso il c.c. *secondary meaning*, ossia il fenomeno in virtù del quale un segno, originariamente privo di capacità distintiva, la acquisisce in virtù del suo uso sul mercato.

dell'atto per il quale la dichiarazione sia stata fatta, anche se lo stesso ne sia oggettivamente estraneo.

³³ Cfr. BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quinto, del codice civile*, cit., 10.

³⁴ In tema, NIUTA, *I patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., 5 ss.; QUADRI, *La destinazione patrimoniale*, cit., 43 ss.; GEMMA, *Destinazione e finanziamento*, cit., 20 ss.; SANTOSUOSSO, *Libertà e responsabilità nell'ordinamento dei patrimoni destinati*, in *Giur. comm.*, 2005, 362 ss.; FAUCEGLIA, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Fall.*, 2003, 809; FERRO-LUZZI, *La disciplina dei patrimoni separati*, in *Riv. notar.*, 2002, 271 ss.; FIMMANÒ, *Il regime dei patrimoni dedicati di s.p.a. tra imputazione atipica dei rapporti e responsabilità*, in *Le Società*, 2002, 960 ss.; INZITARI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare* (art. 2447 bis, lettera a, c.c.), in *Contr. impr.*, 2003, 164 ss.

³⁵ In tema, si legga CAPRA, *Comunione di diritti di proprietà industriale e prerogative del singolo comunista*, in *Riv. dir. ind.*, 2013, 57 e ss.

Se ben si ragiona sulla ipotesi di ricerca *de qua*, la capacità distintiva della produzione commerciale dell'organizzazione del patrimonio destinato rispetto a quella della società madre è requisito scriminante la tutela del terzo e l'annullamento del rischio di confusione. La ricerca della capacità distintiva è naturale derivato dell'intensità della percezione del significato suscitato, a livello commerciale, dal segno³⁶.

Volendo ancorare la soluzione interpretativa al grado di tutela da ottenere nell'ipotesi di studio, la riflessione esegetica porta a ritenere che la valutazione della confondibilità della produzione commerciale della società per azioni e di quella derivante dall'organizzazione della destinazione patrimoniale debba, in prima battuta, considerare il carattere distintivo intrinsecamente posseduto dal marchio della società madre, in funzione della capacità dello stesso di coinvolgere i prodotti della destinazione e, *indi*, verificare l'uso concreto e la relativa interferenza sulla percezione della capacità distintiva. Nella declinazione del *secondary meaning*, quale elemento scriminante la capacità distintiva, se ne deve evidenziare la natura estensiva, di risulta che il fenomeno è suscettivo di applicazione in caso di trasformazione di marchio originariamente debole, dotato *ab origine* di minima capacità distintiva, in un marchio forte³⁷.

Ebbene, collegando il principio di adeguatezza della destinazione patrimoniale al *secondary meaning* di impronta industriale, l'associazione giuridica nasce - e diventa rilevante - dalla naturale operatività del *secondary meaning* come sistema ontologico di adeguamento del diritto al fatto, in virtù del quale la notorietà e rilevanza del marchio tramutano il segno da meramente descrittivo in individualizzante³⁸.

³⁶ Si legga V. FRANCESCHELLI, *Trattato di diritto industriale*, Milano, 1960, I, 34 e ss.; SENA, *Il nuovo diritto dei marchi. Marchio nazionale e marchio comunitario*, Milano, 2001, 17; LEHMANN, *Rafforzamento della tutela del marchio attraverso le norme sulla concorrenza sleale*, in *Riv. dir. ind.*, 1988, I, 27 e ss.; ASCARELLI, *Teoria della concorrenza e dei beni immateriali. Istituzioni di diritto industriale*, Milano, 1960, 434.

³⁷ Cfr., C. GALLI, *Il marchio come segno distintivo e la capacità distintiva nella prospettiva del diritto comunitario*, in *Dir. ind.*, 2008, 427; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, Utet, Torino, 2005, vol. I, 169; ABBRIANI, COTTINO, RICOLFI, *Diritto industriale. Trattato di diritto commerciale* (diretto da), Padova, 2001, 15 e ss.; SENA, *Marchio d'impresa (natura e funzione)* (voce), in *Dig. Disc. priv. sez. comm.*, Torino, 1993, 293 e ss.; ARE, *Marchio (dir. Priv.)* (voce), in *Enc. dir.*, Milano, 1975, 588.

³⁸ Cfr., STELLA RICHTER, *Oggetto della registrazione e requisiti di validità del marchio*, in *Commento tematico alla legge marchi*, MARASÀ (a cura di), Torino, 1998, 161 e ss.; GALLI, *Commentario al d. lgs. 4 dicembre 1992 n. 480*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1995, 1169; L. MANSANI, *Marchi olfattivi*, in *Riv. dir. ind.*, 1996, I, 263 e ss.; GELATO, *Registrabilità dei marchi di fragranza e sonori*, *Contr. impr. / Europa*, 1998, 619 e ss.

La declinazione in ambito societario del *secondary meaning* fornisce al marchio di prodotti della società gemmante una tutela graduata, correlata alla natura intrinseca del segno, ma anche all'uso che di esso viene fatto sul mercato, in funzione di ricavare la reale portata affiliante alla produzione della destinazione allo specifico affare. In termini conclusivi, l'attività organizzativa della destinazione patrimoniale vuole una mera associazione descrittiva e generica, tale da rimarcare la natura di marchio forte del prodotto dell'attività sociale e da non far emergere alcuna meccanicità di emulatività in presenza di assoluta diversità e lontananza di beni e prodotti.

4. Individuazione dell'affare specifico e analisi della tutela dei terzi

L'introduzione nel nostro ordinamento dei patrimoni destinati ad uno specifico affare³⁹ evidenzia che la separazione patrimoniale viene proiettata verso una effettiva funzione di tipo produttivo e gestionale, estranea alle pregresse applicazioni della separazione. Il termine affare è stato scelto per designare l'iniziativa economica intrapresa dalla società, utilizzando un linguaggio economico, lontano dalla stretta terminologia giuridica. Si tende a prediligere le scelte meno impegnative e mutate dal linguaggio pratico

³⁹ In argomento la dottrina è ampia: NIUTTA, *I patrimoni e finanziamenti destinati*, Milano, 2006, 5 ss.; QUADRI, *La destinazione patrimoniale*, Napoli, 2004, 43 ss.; GEMMA, *Destinazione e finanziamento*, Torino, 2005, 20 ss.; SANTOSUOSSO, *Libertà e responsabilità nell'ordinamento dei patrimoni destinati*, in *Giur. comm.*, 2005, 362 ss.; FAUCEGLIA, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Fall.*, 2003, 809; FERRO-LUZZI, *La disciplina dei patrimoni separati*, in *Riv. notar.*, 2002, 271 ss.; FIMMANÒ, *Il regime dei patrimoni dedicati di s.p.a. tra imputazione atipica dei rapporti e responsabilità*, in *Le Società*, 2002, 960 ss.; INZITARI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare* (art. 2447 bis, lettera a, c.c.), in *Contr. impr.*, 2003, 164 ss.; LAMANDINI, *Patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Riv. soc.*, 2002, 1495 ss.; LENZI, *I patrimoni destinati: costituzione e dinamica dell'affare*, in *Riv. notar.*, 2003, 543 ss.; LUPOLI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *AA.VV.*, *Per una lettura europea della riforma del diritto societario italiano*, cit., 10; MANES, *Sui "patrimoni destinati ad uno specifico affare" nella riforma del diritto societario*, in *Contr. impr.*, 2003, 181 ss. In argomento si veda, anche, FIMMANÒ, *Il regime dei patrimoni dedicati di s.p.a. tra imputazione atipica dei rapporti e responsabilità*, cit., 960; INZITARI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare* (art. 2447 bis, lettera a, c.c.), cit., 164; LAMANDINI, *Patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., 1495; RABITTI BEBOGNI, *Patrimoni dedicati*, in *Riv. notar.*, 2002, 1121 e ss.; ZOPPINI, *Autonomia e separazione del patrimonio nella prospettiva dei patrimoni separati della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, 545 e ss.; SCHLESINGER, *Patrimoni destinati ad uno specifico affare e profili di distinta soggettività*, in *Dir. e prat. soc.*, 2003, 6 e ss.

economico o commerciale⁴⁰. Il patrimonio destinato viene proiettato verso un'effettiva funzione di tipo produttivo e gestionale e l'introduzione dell'istituto è modulata sulla destinazione ad un affare, laddove il termine affare, ampiamente conosciuto nella pratica e talora utilizzato nel codice civile relativamente al contratto di mandato (artt. 1721 e 1726 c.c.) ed al contratto di mediazione (art. 1725 c.c.), assurge ad elemento esemplare dell'intera attività e disciplina⁴¹.

La costituzione del patrimonio destinato comporta la individuazione, con procedimento ed atti opponibili ai terzi, dei beni o comunque di quella parte del patrimonio che, per effetto della destinazione, cessa di essere oggetto della garanzia patrimoniale dei creditori della società, per divenire oggetto della garanzia patrimoniale dei creditori delle obbligazioni poste in essere per realizzare l'affare specifico⁴². L'atto di destinazione è un atto di gestione interna alla amministrazione della società: si realizza attraverso una delibera a maggioranza assoluta del consiglio di amministrazione (o di gestione). Considerata la portata di tale atto di destinazione, il legislatore ha previsto all'art. 2447 *ter* c.c. specifici requisiti di chiarezza ed univocità della stessa delibera. La delibera deve individuare ed indicare l'affare cui è destinato il patrimonio. La mera indicazione delle attività per tipologia o genere, come avviene nella indicazione del contenuto dell'oggetto sociale degli statuti delle società, risulta inadeguata, in quanto nella costituzione del patrimonio destinato va indicata la specifica iniziativa attraverso la quale realizzare l'attività, evidenziando i confini e le caratteristiche dell'affare⁴³.

⁴⁰ Esse presentano in realtà un significato mai del tutto netto ed univoco, esse sembrano sottolineare riferimenti a termini e concetti troppo ampi per essere precisi.

⁴¹ Cfr., in argomento GUIZZI, *Patrimoni separati e gruppi di società*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, 646; MAFFEI ALBERTI, sub Sezione XI, 1678, in *Il nuovo diritto delle società*, Commentario a cura di MAFFEI ALBERTI. Ancora si veda G.E. COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati*, in *Banca, Borsa, Titoli di credito*, 2004, 31 e PROVASOLI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in POTITO (a cura di), *L'economia delle aziende e le nuove norme del diritto societario*, Atti Convegno di Napoli del 24.9.2004, Torino, 60.

⁴² Di esso si parla tutte le volte che la legge considera un determinato nucleo patrimoniale come oggetto di una disciplina giuridica particolare, e si registra una deviazione dal principio generale della responsabilità patrimoniale, intesa come la creazione di classi creditorie distinte in capo allo stesso soggetto, atteso che autonomia e separazione significano non solo e non tanto destinazione, in qualche modo giuridicamente rilevante, di un complesso di beni e rapporti ad un certo impiego, ma significano distinta imputazione dei rapporti giuridici e vincolo del patrimonio ad una specifica funzione di garanzia, cioè alla sola garanzia delle obbligazioni nate dalla sua gestione in quell'impiego.

⁴³ In argomento INZITARI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Le Società*, 2003, 296 sostiene che «il termine affare è stato scelto (non so quanto consapevolmente) per designare l'iniziativa economica intrapresa dalla società, utilizzando un linguaggio più del mondo del

La lettura della disciplina dei vari istituti nei quali ricorre la nozione di affare mostra che alla stessa non può essere attribuito un significato giuridico unitario. Rintracciare una nozione di affare in grado di unificare le varie accezioni in cui il termine è usato nel codice - affare come sinonimo di atto giuridico o di contratto, affare come espressione del contenuto di un'operazione economica più o meno complessa - è operazione sistematicamente inutile, giacché si determinerebbe un ampliamento dei contenuti tale da rendere la nozione assolutamente generica e, di guisa, di alcuna utilità interpretativa⁴⁴.

In chiave di lettura industriale e in prospettiva della presente ricerca, atteso tale obiettivo perseguito dal legislatore, risulta evidente che il termine affare in questo caso non può che assumere il più ampio significato di operazione economica, se non di vera e propria attività. Nell'unica disposizione contenente la disciplina dei patrimoni dedicati di natura finanziaria, del resto, il termine operazione viene spesso utilizzato in alternativa al termine affare. Una seconda indicazione in tal senso viene poi dal dettato delle disposizioni legislative.

La lett. c) dell'art. 2447 *ter* prevede, infatti, che la deliberazione costitutiva del patrimonio destinato deve indicare il piano economico finanziario da cui risulti la congruità del patrimonio rispetto alla realizzazione dell'affare, le modalità e le regole relative al suo impiego, il risultato che si intende perseguire e le garanzie offerte da terzi. La necessità di prevedere un piano economico finanziario, così come quella di indicare le modalità e le regole relative all'impiego del patrimonio, sono tutti elementi che confermano la tesi secondo cui, con riferimento all'istituto giuridico in questione, al termine affare non può essere attribuito il mero significato di atto giuridico. Il compimento di un singolo atto giuridico, infatti, non richiederebbe certo la redazione di un piano economico-finanziario⁴⁵.

commercio che della stretta terminologia giuridica classica. Il risultato è omogeneo allo stile della *jurisprudencia* contemporanea di questo millennio, piuttosto che al bagaglio concettuale classico».

⁴⁴ In tema MANZO - SCIONTI, *Patrimoni dedicati e azioni correlate*, in *Le Società*, 2003, 1329. Più chiaramente, invece, SANTOSUOSSO, *Libertà e responsabilità nell'ordinamento dei patrimoni destinati*, in *Giur. comm.*, 2005, 365/I il quale non vede difficoltà insormontabili nel far consistere l'affare in un ramo d'azienda o in una divisione, se la stessa avesse una durata determinata.

⁴⁵ Conf. LUPOI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., 10; MANES, *Sui "patrimoni destinati ad uno specifico affare" nella riforma del diritto societario*, cit. 181 ss. In argomento si veda, anche, FIMMANÒ, *Il regime dei patrimoni dedicati di s.p.a. tra imputazione atipica dei rapporti e responsabilità*, cit., 960; INZITARI, *I patrimoni destinati ad uno specifico*

La prima fondamentale acquisizione cui, ora, di deve giungere è quella per cui tali preliminari considerazioni portano a credere che l'affare possa rappresentare un vero e proprio ramo d'azienda. A conforto di tale tesi si nota che l'art. 2447 *septies* prescrive che i beni e i rapporti compresi nei patrimoni dedicati devono essere indicati nello stato patrimoniale della società e che per ciascun patrimonio destinato gli amministratori redigono un separato rendiconto, allegato al bilancio, secondo quanto previsto dagli artt. 2423 e ss. c.c.

I requisiti che l'affare deve possedere sono il carattere specifico e la realizzabilità (art. 2447-*novies*: quando si realizza ovvero è divenuto impossibile l'affare)⁴⁶. L'affare, dunque, da un lato, deve rientrare nell'oggetto sociale della società, dall'altro, atteso che il legislatore non ha introdotto un istituto genericamente destinato al perseguimento dell'oggetto sociale ma ne ha riservato l'utilizzo ad un affare specifico, dovrà differenziarsi dagli altri per contenuti, obiettivi, prevedibile evoluzione o ogni altro idoneo elemento, oltre a dover essere, come detto, suscettibile di realizzazione⁴⁷.

Per specifico deve sicuramente intendersi una specificazione, un di cui dell'attività principalmente svolta, un qualcosa che abbia una estensione inferiore, limitata ad un ramo dell'attività complessiva⁴⁸. Si deduce che non si potrà parlare di specifico affare nell'ipotesi in cui una società decida, da un determinato momento in poi, di svolgere la medesima attività che ha sempre svolto nella sua totalità (prevista dall'oggetto sociale), sottoponendola però

affare (art. 2447 bis, lettera a, c.c.), cit., 164; LAMANDINI, *Patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., 1495 ss..

⁴⁶ In tema COMPORTI, *dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., 950 il quale esprime tuttavia dubbi sulla *ratio* del requisito della "realizzabilità", poiché escluderebbe la possibilità di gestione di attività "durature" ancorché ben individuate.

⁴⁷ Si legga FAUCEGLIA, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Fall.*, 2003, 809; FERRO-LUZZI, *La disciplina dei patrimoni separati*, in *Riv. notar.*, 2002, 271 ss.; FIMMANÒ, *Il regime dei patrimoni dedicati di s.p.a. tra imputazione atipica dei rapporti e responsabilità*, in *Le Società*, 2002, 960 ss.; INZITARI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare* (art. 2447 bis, lettera a, c.c.), cit., 164 ss.; LAMANDINI, *Patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., 1495 ss.; LENZI, *I patrimoni destinati: costituzione e dinamica dell'affare*, cit., 543 ss.; LUPOL, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., 10; MANES, *Sui "patrimoni destinati ad uno specifico affare" nella riforma del diritto societario*, cit., 181 ss.

⁴⁸ Può sembrare utile qualche esempio pratico: immaginiamo che ci sia una società ce si occupa di edilizia (questa è l'attività principale, generica espressa dall'oggetto sociale); l'affare specifico non potrà essere definito come attività edile, ma occorre individuare l'attività in un singolo ramo dell'oggetto sociale costruzioni edili. Ancora sarà certamente specifico affare la decisione, di una società che abitualmente costruisce immobili nei luoghi di vacanza, di costruire un albergo perché anche in questo caso l'affare costituisce una specificazione dell'attività prevista nell'oggetto sociale un particolare ramo di essa.

alla disciplina applicabile alla fattispecie patrimonio destinato perché in questo caso sarebbe mancante quel *quid pluris* che dovrebbe far diventare un affare specifico affare⁴⁹. Non sembra, inoltre, potersi ammettere che lo specifico affare sia l'unica attività svolta dalla società, né che esso possa esaurirsi nell'attività di mera emissione di strumenti finanziari. È dubbio se, e in che termini, l'affare debba essere necessariamente nuovo⁵⁰. La risposta cambia a seconda del significato che si attribuisce al termine nuovo: si ritiene infatti che l'affare non debba essere nuovo nel senso di tipo di attività mai affrontato in precedenza dalla società⁵¹. La valutazione della sussistenza dei requisiti avviene caso per caso, potendosi ammettere che lo stesso affare possa essere specifico e realizzabile per talune imprese, in determinate circostanze, non anche per altre imprese, in diverse circostanze.

Si rifletta, ora, in termini industriali; attraverso una normazione per implicito viene introdotto un limite allo stesso utilizzo dei beni compresi nel patrimonio separato: il patrimonio non può essere utilizzato per attività non inerenti il compimento dello specifico affare⁵². Dato il concetto di affare come limite di impiego del patrimonio destinato, la società risponde con l'intero suo patrimonio delle obbligazioni contratte con i terzi per atti non pertinenti allo specifico affare come risultante dalla delibera di costituzione⁵³. Si evince che l'affare, dovendo essere specifico, va adeguatamente precisato nell'obiettivo,

⁴⁹ Non è specifico affare la decisione di una società che produce materiale da costruzione di produrre infissi in alluminio per finestre, perché in questo caso l'attività è compresa nell'oggetto sociale, ma rimane generale, non è finalizzata al compimento di un'attività specifica.

⁵⁰ In tema FERRO-LUZZI, *La disciplina dei patrimoni separati*, cit., 273, il quale ritiene che l'affare non debba certamente essere nuovo nel senso di mai affrontato dalla società ma certamente nuovo nel senso di non cominciato.

⁵¹ Il termine *nuovo*, riferito all'affare, deve, quindi, essere inteso come *non cominciato* dalla società che costituisce il patrimonio destinato.

⁵² Le deroghe al principio di universalità della responsabilità patrimoniale delle società sono aumentate progressivamente, ma alle società era vietato di suddividere, segmentare il patrimonio sociale destinandone una parte al soddisfacimento delle obbligazioni contratte per il perseguimento di un singolo affare. Il nostro ordinamento giuridico si è caratterizzato per il sottodimensionamento delle società di capitali, con la fittizia pluralità di soci al fine di circoscrivere i beni e le responsabilità ai vari affari gestiti. Le responsabilità venivano segmentate e la trasparenza sulla realtà societaria ne risultava compromessa. La riforma vuole dare maggiore flessibilità e trasparenza al sistema economico e normativo e consentire agli operatori una gamma di opzioni nella gestione delle risorse finanziarie. Dall'analisi economica del diritto il nuovo istituto del patrimonio dedicato vuole ridurre il costo del capitale di debito assicurando ai creditori particolari una posizione di sicuro vantaggio, per effetto del vincolo di destinazione che sottrae il loro credito al concorso degli altri creditori sociali.

⁵³ Cfr. POTITO, *Patrimoni destinati...all'insuccesso?*, in *Le Società*, 2006, 546.

nei contenuti, nelle risorse che richiede, con un esame prospettico attento dei suoi profili economici e finanziari, i quali devono trovare esplicita rappresentazione in un apposito piano, dalla cui elaborazione si evinca la congruità del patrimonio che ad esso s'è deciso di destinare, rispetto a ciò che s'intende fare.

Una puntuale programmazione - che ne risulta conseguentemente implicata - delle risorse patrimoniali da separare assume rilievo anche sul piano giuridico, ai fini della esatta individuazione di quanto viene in questo modo sottratto alla generica garanzia offerta dalla società, con il proprio patrimonio, ad ogni altro creditore.

In termini di produzione commerciale e di relativo ammontare, si può dedurre dalla lettura del dato normativo, una natura a tempo determinato dell'iniziativa economica intrapresa. È vero che la disciplina, sia in generale, sia espressamente in talune disposizioni, ne presuppone la conclusione e ne regola l'esito finale, da ciò si potrebbe trarre il convincimento che il legislatore non ha pensato affatto al compimento di una serie indefinita di operazioni; è chiaro che si prevede una separazione temporanea dei patrimoni (ipotesi di cui alla lett. a) o dei proventi (ipotesi di cui alla lett. b). In relazione alla durata dell'affare appare importante distinguere tra attività per le quali, concludendosi con la produzione di un bene o presentando natura occasionale, la durata dell'affare è *a priori* determinabile e attività in cui, a causa di oggettiva indeterminabilità finalistica della gestione, risulta impossibile stabilire un termine di realizzo dell'affare⁵⁴.

Atteso, tuttavia, che la costituzione di un patrimonio destinato nasce dall'esigenza di isolare il rischio connesso ad un determinato ramo d'azienda, la realizzabilità dell'affare non può subire limitazioni temporali contro un assodato postulato di continuità della gestione aziendale. D'altronde, rifacendoci al mero dato letterale della norma, non si prevedono limiti temporali per la gestione dello specifico affare, a differenza di quanto è disciplinato per i finanziamenti destinati⁵⁵. La continuità temporale della gestione dello specifico affare senza limitazioni statutarie rappresenta un

⁵⁴ L'Organismo Italiano di Contabilità, data la natura specifica dell'affare, sostiene che la durata dell'affare deve essere determinata. La richiesta di un piano economico-finanziario che evidenzi la congruità del patrimonio rispetto alle esigenze dell'affare, la previsione della redazione di un rendiconto finale ad opera dell'organo amministrativo sono, a parere dell'OIC, elementi indicanti la necessità della determinazione della durata dell'affare.

⁵⁵ In tal senso LA ROSA, *Patrimoni e finanziamenti destinati ad uno specifico affare. "Optica destinazione" e "ottica separazione": analisi delle prospettive di sviluppo e dei profitti di rischio connessi ai nuovi strumenti di "federalismo" patrimoniale e finanziario*, in Sorci (a cura di), *Collana di studi economico-aziendali*, diretta da Sorci, Milano, 2007, 56 e ss.

carattere scriminante l'espansione applicativa del patrimonio destinato quale schema flessibile per le aziende che ne scelgano il ricorso evitando la costituzione di nuove società.

Volendo traslare le acquisizioni raggiunte nella disciplina del marchio, torna utile rintracciare e applicare il concetto di affinità nell'utilizzo del marchio; in funzione di ampliare la protezione merceologica della produzione industriale anche a beni (*recte*, prodotti) in relazione ai quali l'uso non sia ancora stato esteso dal titolare del marchio, occorre individuare, quale fonte dell'estensione della tutela, non la registrazione, bensì la funzione espletata dal segno. Se si ragiona in senso sistemico, l'acquisizione è suscettiva di conferma a livello normativo, atteso che l'art. 12 C.p.i., nell'attribuire al titolare del marchio di fatto il potere invalidante di cui si è detto, individua l'affinità quale un elemento del giudizio di confondibilità⁵⁶.

5. Analisi della destinazione patrimoniale e della disciplina del marchio in associazione al fenomeno del gruppo

La ricerca deve, ora, ampliare il raggio di indagine ermeneutica in modo da sussumere lo studio del marchio all'interno del gruppo in virtù di una possibile associazione della destinazione patrimoniale, nella declinazione dei rapporti tra società gemmante e cellula, alla direzione e coordinamento nel gruppo di più enti societari.

Fermo restando che l'affare deve avere contenuto tale da non fuoriuscire dall'oggetto sociale, l'istituto *de quo* è utilizzabile non solo in riferimento a singoli contratti, ma anche ad operazioni economiche più ampie ed articolate quali la *joint venture* o la separazione di rami d'azienda. A nostro avviso è possibile ritenere che la nozione di affare possa spingersi fino a ricomprendere un intero ramo di attività della società⁵⁷. Al riguardo si evidenzia che l'art.

⁵⁶ In tema V. FRANCESCHELLI, *Il messaggio pubblicitario come ipotesi di pubblicità ingannevole e come elemento della fattispecie «concorrenza sleale»*, in *Riv. dir. ind.*, 1998, 221; LA VILLA, *Denominazioni di origine e indicazioni geografiche nel diritto comunitario*, in *Dir. ind.*, 1995, 154 e ss.

⁵⁷ Si veda BARTALENA, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, 84: nella destinazione allo svolgimento di un'attività di impresa il patrimonio destinato è oggettivamente configurabile come un'azienda o ramo d'azienda; mentre l'attività esercitata mediante il suo utilizzo sarà, a seconda dei casi (e cioè, in ragione dell'omogeneità o meno rispetto all'attività principale), un ramo d'impresa ovvero un'impresa autonoma, comunque imputabile alla stessa s.p.a. *Contra*, GIANNELLI, *Patrimoni destinati*, in AA.VV., *Diritto delle società di capitali*, Manuale breve, Milano, 2003, 78, il quale esclude che il patrimonio possa

2447 *quinquies*, ultimo comma, parla di atti compiuti in relazione allo specifico affare, mostrando di riferirsi ad una attività complessa ed articolata. L'affare potrebbe essere sia un singolo atto, sia un'operazione complessa assimilabile all'attività d'impresa. Intesa in questa seconda accezione, la nozione di cui si parla resterebbe distinta comunque dall'impresa, in quanto la prima non presenterebbe il requisito della professionalità, che invece contraddistingue la seconda.

Si ribadisce che è insufficiente una descrizione tipologica dell'affare o per genere come avviene nella formulazione dell'oggetto sociale: è necessaria un'indicazione più possibile specifica dell'iniziativa mediante la quale si realizza l'attività stessa. Va precisato che non deve trattarsi dell'unica attività oggetto della società, ma al limite di un suo distinto ramo, né comunque di un'attività riservata in base a leggi speciali⁵⁸.

La società può costituire patrimoni destinati entro i limiti dell'attività che costituisce l'oggetto sociale. Qualora la clausola che definisce l'oggetto sociale non contenga al suo interno l'ambito entro il quale la società dovrà prevedere lo specifico affare a cui destinare il patrimonio, sarà necessario procedere, prima della costituzione del patrimonio, ad una opportuna modifica dell'atto costitutivo che dovrà essere adottata senza alcun dubbio in sede di assemblea straordinaria. Ciò comporterà come naturale conseguenza, oltre alla sopportazione delle spese necessarie per l'assemblea straordinaria, anche e soprattutto, il diritto di recesso in capo ai soci che non hanno concorso alla predetta deliberazione⁵⁹.

avere per oggetto la gestione continuativa di un ramo d'azienda atteso che l'affare deve essere specifico e deve avere un compimento, ovvero essere suscettibile di realizzazione. Tale osservazione tende a ridimensionare il possibile atteggiarsi dei patrimoni separati come concreta alternativa all'impresa multidivisionale, in cui ogni divisione va a costituire un patrimonio separato. Tale limitazione trova fondamento anche dal punto di vista della *ratio* economica, considerata l'alternativa, pur sempre possibile, di costituire società *ad hoc*.

⁵⁸ Cfr. INZITARI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare* (art. 2447 *bis*, lettera a, c.c.), cit., 164, il quale sostiene che la "indicazione delle attività per tipologia, genere, così come solitamente avviene nella indicazione del contenuto dell'oggetto sociale degli statuti delle società, sarà del tutto insufficiente, in quanto nella costituzione del patrimonio separato dovrà essere indicata, piuttosto che l'attività per linee generali tipologiche, la specifica iniziativa attraverso la quale realizzare tale attività, identificando con gli appropriati contorni le caratteristiche dell'affare". Inoltre ritiene, per specifica indicazione dell'affare, la "descrizione di quella determinata iniziativa economica non solo nei suoi elementi tipologici e merceologici, ma con piena individuazione della localizzazione, portata e prevedibile dinamica dello sviluppo dei diversi fattori della produzione".

⁵⁹ Si veda MESSINETTI, *Il concetto di patrimonio separato e la c.d. "cartolarizzazione" dei crediti*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, II, 101.

Per ovviare a tale aggravio di spese e per neutralizzare gli effetti spiacevoli che possono discendere dall'esercizio del diritto di recesso, primo fra tutti quello di una instabilità patrimoniale della società che discenderebbe dall'eventuale liquidazione della partecipazione sociale, nel caso in cui la stessa non venga acquistata dagli altri soci o alienata a terzi, va adottata la previsione, *ex art. 2328, comma 2, c.c.*, di una puntuale, precisa ed esaustiva descrizione della clausola dell'oggetto sociale che specifichi o elenchi le attività che la società potrà porre in essere nel corso della sua esistenza⁶⁰.

L'omessa o inadeguata determinazione dell'affare che la società decide di intraprendere dovrebbe avere come conseguenza il mancato prodursi dell'effetto segregativo tipico del patrimonio destinato e la conseguente estensione della responsabilità patrimoniale all'intero patrimonio.

Tra affare ed oggetto sociale deve sussistere un rapporto di compatibilità; sarebbe quindi illegittima la costituzione di un patrimonio destinato ad un'attività estranea all'oggetto sociale complessivo. Attenzione però in termini industriali e di tutela del segno distintivo: questo non significa che l'affare debba essere individuato genericamente e confondersi con lo stesso oggetto sociale; l'affare non deve riferirsi all'intera impresa, ma alla gestione di un segmento dell'attività imprenditoriale che la società intende portare a termine. Non deve trattarsi dello svolgimento in via continuativa dell'attività sociale, ma di una singola operazione, più o meno complessa, e rientrante nell'attività di impresa della società che deve essere realizzata in un dato periodo di tempo. L'affare, quindi, pur essendo chiaramente collegato all'oggetto sociale, deve godere di un'autonoma possibilità di definizione.

Atteso che per specifico affare si intende l'insieme di attività e di atti composti e tesi a raggiungere un dato obiettivo o a realizzare un determinato progetto, esso non coincide con l'oggetto sociale né riguarda un'attività completamente estranea allo stesso, ma si correla alle dimensioni e all'attività dell'impresa⁶¹. Occorre chiedersi poi, nell'ottica della presente ricerca sul marchio, se l'affare specifico possa essere, contenutisticamente, staccato dall'oggetto sociale. Se l'affare deve potersi svolgere e realizzare attraverso

⁶⁰ Con riferimento al diritto di recesso, sarebbe possibile prevedere nello statuto di quelle sole società che non fanno ricorso al capitale di rischio una clausola che, in attuazione di quanto disposto dall'art. 2347, comma 3 del c.c. stabilisca, quale ulteriore causa di recesso, la costituzione di un patrimonio destinato alla realizzazione di uno specifico affare. Una previsione di tal genere rappresenterebbe senza ombra di dubbio uno strumento di tutela per il socio di minoranza, garantendone l'*exit* dalla società, e si verrebbe anche a porre quale mezzo per invogliare nuovi soggetti ad investire nella società.

⁶¹ Risulta poco congruente ritenere che vi sia identità tra l'oggetto sociale e lo specifico affare stante il limite del dieci per cento nella destinazione di un patrimonio separato.

l'utilizzo degli stessi mezzi che, anteriormente alla costituzione del patrimonio destinato, si trovavano in possesso dell'azienda per il perseguimento dell'attività principale, sembra possibile ipotizzare omogeneità tra le attività svolte seppure con differenti divisioni patrimoniali dell'azienda⁶².

Ipotizzando la fattispecie di apporto di soggetti terzi, probabile appare l'ipotesi di acquisizione dedicata di beni da destinare attraverso la costituzione del patrimonio separato, in tal caso l'affare risulta differire dalla natura dell'attività principale⁶³. La nozione di affare non può coincidere con il compimento di una singola operazione o di un singolo atto, ma, al contrario, si sviluppa attraverso più azioni che danno luogo ad una attività⁶⁴; il patrimonio dedicato, a sua volta, è dato da un insieme di beni coordinati e quindi idonei ad identificare un ramo d'azienda.

La declinazione dell'affare quale espressione di attività dinamica e la determinazione analitica della dimensione e della natura dell'affare, specie sotto il profilo economico e finanziario, consentono da un lato di evitare incongrue sovrapposizioni con la definizione di oggetti sociali notevolmente estesi e, dall'altro, rappresentano la base per l'espressione, da parte degli amministratori, di un giudizio sulla congruità del patrimonio destinato in rapporto alle esigenze richieste dall'attività⁶⁵.

Occorre, ora, analizzare la fenomenologia del gruppo di società in funzione dell'uso del marchio al fine di comprendere l'associabilità della vicenda alla destinazione patrimoniale così da poter ricavare forme di tutele ulteriori a quelle indicati *supra*.

L'eterogeneità della normazione organica del fenomeno del gruppo si apprezza nell'individuazione dell'equilibrio tra unitarietà del gruppo e separazione soggettiva dei centri di imputazione, *rectius*, tra coordinamento e omogeneità e unità d'impresa e autonomia dei componenti, tra riferibilità

⁶² Si veda FIMMANÒ, *Assetti rigidi ed assetti variabili nella articolazione del patrimonio della s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2005, 883.

⁶³ Cfr. LA ROSA, *Patrimoni e finanziamenti destinati ad uno specifico affare. "Optica destinazione" e "ottica separazione": analisi delle prospettive di sviluppo e dei profitti di rischio connessi ai nuovi strumenti di "federalismo" patrimoniale e finanziario*, cit., 59.

⁶⁴ Per quanto riguarda il profilo economico-aziendale, l'affare specifico va accostato al concetto di *unità economica relativa* provvista di autonomia di gestione, organizzazione e rilevazione.

⁶⁵ In tema FICO, *Aspetti contabili dei patrimoni destinati*, in *Le Società*, 2005, 1216 e ss.; VERNA, *Osservazioni sulla rappresentazione contabile dei patrimoni destinati a specifici affari*, in *Le Società*, 2004, 1331 e ss.; POLLIO, *La liquidazione dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in BARTOLOMUCCI - MANDRIOLI - POLLIO - VIOTTI, *Scioglimento e liquidazione delle società di capitali*, Milano, 2004, 216 e ss.

congiunta e cumulativa di decisioni e di imputazioni sostanziali e separatezza nella riconducibilità giuridica degli effetti⁶⁶.

⁶⁶ All'esito della riforma del diritto societario la dottrina, in tema di gruppi societari e controllo al loro interno, è molto ampia; cfr.: AA.VV., *Il nuovo diritto societario. Commentario* diretto da Cottino-Bonfante-Cagnasso-Montalenti, Bologna, Zanichelli, vol. 3, 2004, *sub art.* 2497 ss.; BENAZZO-PATRIARCA-PRESTI (a cura di), *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, Milano, 2003, 237 ss.; ABBADESSA, *La responsabilità della società capogruppo verso la società abusata, spunti di riflessione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, 279; ABRIANI, *Gruppi di società e criterio dei vantaggi compensativi nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 613 ss.; ALESSI, *L'azione di responsabilità nei gruppi*, in *Italia Oggi*, 17 giugno 2003, 155, Relazione tenuta alla Cassa nazionale di previdenza e assistenza forense l'11 giugno 2003; ALPA, *La responsabilità per la direzione e coordinamento. Note esecutive sull'art. 2497 c.c.*, in *Vita not.*, 2005, 3, ss.; ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2003, 135 ss.; OLIVIERI-PRESTI-VELLA (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Bologna, 2003, 336 ss.; BADINI CONFALONIERI, *Direzione e coordinamento*, *Digesto. Sez. com. Aggiorn.*, n. 3, Torino, 2007, 280; BASSI, *La disciplina dei gruppi*, in BUONOCORE (a cura di), *La riforma del diritto societario*, Torino, 2003, 199 ss.; BRODASCA, *sub art.* 2497 ss. c.c., in FAUCEGLIA - SCHIANO DI PEPE (diretto da), *Codice commentato delle Società per Azioni*, Tomo II, Torino, 2007, 1597; BUONOCORE, *La riforma delle società*, Milano, 2004, 109 ss.; CAMPOBASSO, *La riforma delle società di capitali e delle cooperative*, II, Torino, 2004, 76 ss.; CARANO, *Responsabilità per direzione unitaria e coordinamento di società*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, 429 ss.; CARELLO, *Direzione e coordinamento di società e responsabilità: spunti interpretativi iniziali per una riflessione generale*, in *Riv. soc.*, 2003, 1229 ss.; ID., in NICCOLINI - STAGNOD'ALCONTRES (a cura di), *Commentario delle società di capitali*, Vol. 3, Napoli, 2004, *sub art.* 2497 ss., 1853 ss.; CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, Milano, 2006, 154 ss.; CENSONI, *La responsabilità per l'attività di direzione e coordinamento nei gruppi di società*, in BONFATTI-FALCONE (a cura di), *Il rapporto Banca-Impresa nel nuovo diritto societario*, Atti del convegno di Lanciano 9-10/5/03, in *Quaderni di Giur. comm.*, 2004, 233 ss.; CERA, *Capogruppo bancaria e nuovo diritto societario. Prime valutazioni*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2004, 176 ss.; COSTI, *Il gruppo cooperativo bancario paritetico*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, 379; COVELLI-SIMONETTI-CAPPIELLO, *sub art.* 2497 ss., in BONFANTE-CORAPI-MARZIALE-RORDORF-SALAFIA (a cura di), *Codice commentato delle nuove società*, Milano, 2004, 1194-1238; DACCÒ-TATOZZI, *sub art.* 2497 c.c., in CIAN - TRABUCCHI (a cura di), *Commentario breve al codice civile*, Padova, 2007, 2939 ss.; D'ALESSANDRO, *Società per azioni: linee generali della riforma*, in *La riforma del diritto societario*. Atti del Convegno di Courmayeur del 27 settembre 2002, Milano, 2003, 42; DAL SOGLIO, *sub art.* 2497 ss., in MAFFEIALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, vol. 3, 2005 2302 ss.; DE BIASI, *Sull'attività di direzione e coordinamento di società*, in *Società*, 2003, 946 ss.; DI GIOVANNI, *La responsabilità della capogruppo dopo la riforma delle società*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 31 ss.; A. DIMAJO, *Direzione e coordinamento qualificano le holding. Gruppo "responsabile"*, in *Il Sole 24 Ore*, 7 agosto 2006, 41; ENRIQUES, *Gruppi di società e gruppi di interesse*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, Milano, 2003, 247 ss.; FAVA, *I gruppi di società e la responsabilità da direzione unitaria*, in *Società*, 2003, 1197 ss.; FERRO LUZZI, *I patrimoni "dedicati" e i "gruppi" nella riforma societaria*, in *Riv. not.*, 2002, I, 276; FIGÀ TALAMANCA-GENOVESE, *Riforma del diritto societario e gruppi di società*, in *Vita not.*, 2004, 1189 ss.; GALGANO, *Direzione e*

coordinamento di società, in Galgano, (a cura di), *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, Zanichelli, 2005; GALGANO-GENGHINI, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato Galgano*, vol. 29, II ediz., Tomo I, Padova, 2004, 163 ss.; GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato Galgano*, vol. 29, Padova, 2003, 163 ss.; GAMBINO, *Limitazione di responsabilità, personalità giuridica e gestione societaria*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, 1, Torino, 2006, 50; GIORGIANNI, *La responsabilità nei gruppi*, in *Studi in onore di Vincenzo Buonocore*, Milano, 2005, 2753 ss.; GIOVANNINI, *La responsabilità per attività di direzione e coordinamento nei gruppi di società*, in *Quaderni di Giur. comm.*, n. 305, Milano, 2007; GUERRERA, *Gruppi di società, operazioni straordinarie e procedure concorsuali*, in *Dir. fall.*, 2005, I, 25; G. GUIZZI, *Partecipazioni qualificate e gruppi di società*, in AA.VV., *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, 2004, 340; IRACE, *sub art. 2497 ss.*, in SANDULLI-SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, Torino, 2003, 311 ss.; JORIO, *I gruppi*, in AMBROSINI (a cura di), *La riforma delle società. Profili della nuova disciplina*, a cura di S. Ambrosini, Torino, 2003, 195 ss.; LIBONATI, *Prefazione*, in AA.VV., *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, 2004, XXI; MAGGIOLO, *L'azione di danno contro società o ente capogruppo, (art. 2497 c.c.)*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 176; MARCHETTI, *Un colpo di freno alle scatole cinesi*, in *Il Sole-24 Ore*, 10 ottobre 2002; MARINONI-CORSI, *Gruppi di società: regime di responsabilità, pubblicità e recesso*, in *Dir. Prat. Soc.*, 2004, 18 ss.; MAZZAMUTO, *Spunti in tema di danno ingiusto e di danno meramente patrimoniale*, in *Europa e dir. priv.*, 2008, n. 2, 376 ss.; MAZZONI-REGOLI, *Direzione e coordinamento di società*, in *Riv. soc.*, 2002, 1509; MONTALENTI, *Gruppi e conflitto di interessi nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 627; ID., *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2007, 317; NIGRO, *Nuovo diritto societario e disciplina delle crisi delle imprese*, in AA.VV., *La riforma del diritto societario*, a cura della Cassa Nazionale Forense, Roma, 2003, 875; NIUTTA, *La novella del codice civile in materia societaria: luci ed ombre della nuova disciplina sui gruppi di società*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 373 ss.; PANZANI, *L'azione di responsabilità ed il coinvolgimento del gruppo di imprese dopo la riforma*, in *Società*, 2002, 1477; PATTI, *Gruppi, Trasformazione, Fusione e Scissione, Scioglimento e Liquidazione, Società estere*, in LO CASCIO (a cura di), *La Riforma del diritto societario*, Milano, 2003, 239 e ss.; PAVONELA ROSA, *Nuovi profili della disciplina dei gruppi societari*, in *Riv. soc.*, 2003, 765 ss.; PENNISI, *La disciplina delle società soggette a direzione unitaria ed il recesso nei gruppi*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol.3, Torino, 2007, 889 ss.; PORTALE, *Riforma delle società e limiti di effettività del diritto nazionale*, in *Corr. giur.*, 2003, 145; M. RESCIGNO, *Eterogestione e responsabilità nella riforma societaria fra aperture ed incertezze: una prima riflessione*, in *Società*, 2003, 335; RORDORF, *I gruppi nella recente riforma del diritto societario*, *ivi*, 2004, 541 ss.; M. ROSSI, *Responsabilità e organizzazione dell'esercizio dell'impresa di gruppo*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, 613 ss.; ROSSOTTO-CRESTA, *Direzione e coordinamento di gruppo nella riforma societaria: prime riflessioni*, in *Corr. giur.*, 2003, 821 ss.; SACCHI, *Sulla responsabilità da direzione e coordinamento nella riforma delle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 661 ss.; SALAFIA, *La responsabilità della holding nei confronti dei soci di minoranza delle controllate*, in *Società*, 2003, 395; SANTAGATA, *Autonomia privata e formazione dei gruppi nelle società di capitali*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. 3, Torino, 2007, 799 ss.; D.U. SANTOSUOSSO, *Finanziamenti e garanzie a titolo gratuito infragruppo*, in AA.VV., *La riforma del diritto societario*, Atti dei seminari tenuti dalla Cassa Forense di Roma nel periodo 12 maggio-10 luglio 2003, Roma, 2003, 425; SBISÀ,

La crescita dell'efficacia funzionale del gruppo societario risulta inversamente proporzionale allo sviluppo di organizzazione delle attività attraverso società separate, nel rispetto del sistema di *Herrschaft ohne Haftung*.

6. Dall'uso del marchio nel fenomeno del gruppo di società la derivazione disciplinare dell'uso nella destinazione patrimoniale

Atteso che la possibilità dell'uso del medesimo marchio da parte di diverse società appartenenti al gruppo non può derivare, *naturaliter*, da un contratto di licenza implicito in forma di automaticità, la prescrizione del couso all'interno della organizzazione e struttura societaria del gruppo emergerebbe dalla considerazione che il gruppo di società, pur essendo composto da soggetti giuridicamente indipendenti, costituisce un'unica entità economica; a modo di correlazione giuridica, la produzione delle distinte imprese societarie (avvinte da un nesso normativamente disciplinato) può essere contraddistinta dallo stesso segno distintivo, anche in mancanza di un accordo esplicito in tal senso.

Tuttavia, la migliore forma di tutela dei terzi consumatori vuole e pretende una migliore esegesi della normazione; l'equivalenza produttiva tra società sotto direzione e coordinamento è mero assioma non ricavabile da alcuna interpretazione, seppur estensiva, della normativa civilistica, societaria ed industriale. Il rischio costante è rappresentato dalla (forte) eventualità della presenza di prodotti contrassegnati dal medesimo marchio ma provenienti da

Responsabilità della capogruppo e vantaggi compensativi, in *Contr. e impr.*, 2003, 598; *Id.*, sub art. 2497 e ss., sub 2497 e ss., in ALPA - MARICONDA (a cura di), *Codice Civile commentato*, libro V, Milano, 2005, 1811 ss.; G. SCOGNAMIGLIO, *Poteri e doveri degli amministratori nei gruppi di società dopo la riforma del 2003*, in Scognamiglio G. (a cura di), *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, Milano, 2003, 195 ss.; *Id.*, *Danno sociale e azione individuale nella disciplina della responsabilità da direzione e coordinamento*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. 3, Torino, 2007, 945; SPADA, *Diritto commerciale, II, Elementi*, Padova, 2006, 162; TOMBARI, *Riforma del diritto societario e gruppo di imprese*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 61 ss.; TROIANO, *Il gruppo bancario e il nuovo diritto societario: profili di responsabilità della holding*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *Nuovo diritto societario ed intermediazione bancaria e finanziaria*, Padova, 2003, 135 ss.; VALZER, *Il potere di direzione e coordinamento di società tra fatto e contratto*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Il Nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. 3, Torino, 2007, 833 ss.; VIETTI, *L'attività di direzione e coordinamento di società*, in *Rass. giur. en. elettrica*, 2004, 717; WEIGMANN, *I gruppi di società*, in AA.VV., *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003, 201 ss.

imprese societarie e forme di organizzazione e di struttura tra di loro indipendenti e con derivati finali non associabili sotto l'egida di un unitario segno distintivo identificativo la medesima produzione commerciale⁶⁷.

Attesa la impossibilità, per assoluta mancanza di formazione del diritto positivo, di quantificare il pregiudizio subito dalla società controllata e giustificato dal perseguimento della politica di gruppo, la soluzione ermeneutica che, forse, meglio tende al rispetto del dato normativo, vuole affermare il riconoscimento assoluto dell'interesse di gruppo e la conseguente preminenza dell'interesse di gruppo o, in estremo, la negazione della esistenza di un conflitto tra i singoli soggetti partecipanti. Occorre, difatti, sottolineare che l'interesse del gruppo o di società del gruppo non può essere perseguito dagli amministratori di una società a discapito dell'interesse della società amministrata; purtuttavia, si deve riconoscere che l'esistenza del conflitto di interessi tra le società partecipanti deve essere analizzato casisticamente, attraverso una operazione di indagine sulle effettive condizioni dell'operazione, in particolare sull'adeguatezza della stessa sull'assetto organizzativo societario della società partecipante al gruppo, che lamenti un nocumento economico a seguito dell'attività intrapresa dalla società capogruppo⁶⁸.

⁶⁷ In tema VANZETTI - DI CATALDO, *Manuale di diritto industriale*, Milano, 2005, 121 e ss.; C. GALLI, *Funzione del marchio ed ampiezza della tutela*, Milano, 1996, 12 e ss.; DI CATALDO, *I segni distintivi*, Milano, 1993, 19 e ss.; MANGINI, *Il marchio e gli altri segni distintivi. La proprietà industriale nel mercato comune*, Padova, 1982, 26 e ss.; in giurisprudenza: Cfr. App. Milano 3 febbraio 1995, in *Gius.*, 1995, 1422; App. Milano 21 settembre 1990, in *Giust. civ.*, 1991, I, 2455; Cass. 21 maggio 1981 n. 3333, in *Giur. it.*, 1982, I, 1, 518, in *Riv. dir. comm.*, 1982, II, 319; Cass. 13 aprile 1964 n. 869, in *Foro it.*, 1964, I, 706; Trib. Milano 19 gennaio 1961, in *Riv. dir. ind.*, 1961, II, 92.

⁶⁸ Cfr. Cass. 13 febbraio 1992, n. 1759: "Con riguardo ad un gruppo di società collegate in senso economico e dirigenziale (in virtù dell'unione personale costituita dalla pressoché totale indennità dei titolari dei pacchetti azionari e dalla comunanza degli organi direttivi), ma non in senso giuridico, per l'inconfigurabilità dei presupposti richiesti dall'art. 2359 c.c., gli organi amministrativi di una società non possono compiere atti che, realizzando le direttive del gruppo, favoriscano altre società collegate, quando tali atti pregiudichino gli interessi della prima società (nella specie, trattavasi di una fideiussione a favore di altra società del gruppo, senza vantaggi economici per la fideiubente, che veniva a partecipare solo al rischio delle perdite)". E ancora ... "non esistono ostacoli di carattere giuridico a che le decisioni adottate a livello dell'organo gestorio del gruppo vengano poi attuate dalle società del gruppo... (Ma) il vincolo degli organi amministrativi delle società collegate agli interessi del gruppo, trova limite nel rispetto e nella tutela della società. Di conseguenza, le deliberazioni degli organi amministrativi d'una società attuative delle direttive del gruppo non devono cagionare pregiudizio alla società medesima e gli amministratori si devono astenere dall'eseguire deliberazioni ed indirizzi che possano danneggiare la società anche se favoriscono altre società del gruppo. Quindi si può ammettere che la partecipazione d'una società ad un gruppo comporti la legittimità di attività

Il modello organizzativo del gruppo non può prevedere l'attribuzione alla controllante di certe funzioni aziendali relative ad una determinata società partecipata, annullando, *de facto*, gli amministratori della società da ogni decisione nell'ambito delle funzioni accentrate. Se si riflette sulla ripartizione dei compiti gestori in tema di funzioni di accentramento e armonizzazione all'interno del gruppo di società controllanti e controllate, alla capogruppo deve essere attribuita la determinazione delle *policies, rectius*, degli obiettivi strategici da perseguire a livello di gruppo, esercitando il coordinamento fra le politiche gestionali delle diverse società controllate e il raggiungimento di quegli obiettivi e la vigilanza sull'evoluzione complessiva del gruppo. Ma, allora, le capacità gestionali dell'organo amministrativo della capogruppo includono le scelte del gruppo, quale organizzazione societaria unitaria cui si allacciano giuridicamente i rapporti tra distinti soggetti⁶⁹.

che perseguono anche interessi del gruppo; certo è, tuttavia che *non si possono ritenere legittime attività che, nel perseguire interessi del gruppo, contrastino con quelli della società sino al punto di recarle pregiudizio*". L'atto estraneo all'oggetto sociale realizza sempre un abuso di rappresentanza degli amministratori, tanto se la carenza non sia opponibile al terzo perché in buona fede, quanto che lo sia al terzo in mala fede; quello che differisce sono gli effetti dell'abuso. La fideiussione rilasciata da società esercente l'attività assicurativa a favore di altra società facente parte dello stesso gruppo configura un'operazione finanziaria; per stabilire se tale operazione rientra nell'oggetto sociale della società occorre verificare in concreto se essa risulta strumentale all'esercizio dell'attività assicurativa svolta dalla società medesima. L'appartenenza di una società ad un gruppo non legittima l'esercizio di qualunque attività estranea all'oggetto sociale solo perché a favore del gruppo o di altra società del gruppo, in quanto vi deve essere sempre un nesso tra attività e oggetto sociale, nesso la cui sussistenza va valutata in concreto.

⁶⁹ Bisogna essere prudenti con riferimento alla tutela in una fase anteriore all'entrata di una società in un gruppo (*Konzerneingangsschutz*). Nel sistema francese sono previste precise norme di legge che impediscono il trasferimento a terzi di quote di s.r.l. contro la volontà dei soci di minoranza e quindi il passaggio della società in una situazione di dipendenza contro la volontà della minoranza stessa o, comunque, soltanto verso la corresponsione di un indennizzo. Il diritto tedesco distingue tra la dipendenza semplice, il gruppo di fatto semplice e qualificato, il gruppo contrattuale e il gruppo da incorporazione (*Eingliederung*). Questa struttura base è stata applicata dalla dottrina dominante in Germania, sotto la guida della Suprema Corte Federale, ad altre tipologie societarie, precisamente alla S.r.l. dipendente - naturalmente con una disciplina specifica per la S.r.l. dipendente e per la S.r.l. inserita in un gruppo di fatto. Si rifletta sulla disciplina generale civilistica, societaria e fallimentare, si adeguano le singole disposizioni alle caratteristiche del gruppo societario e dei *Konzern* al fine di affrontare in modo adeguato, efficace ma anche flessibile, i pericoli specifici del gruppo. La tendenza della mera evoluzione e integrazione puntuale della disciplina comune è stata estesa da molti legislatori al di là del diritto societario del gruppo, soprattutto nell'ambito del diritto del lavoro e del diritto tributario del gruppo (283). Così in particolare il legislatore francese con le norme sul *Comité de groupe* (Art. L 439-1 *Code du Travail*) e il legislatore tedesco con la disciplina del consiglio d'impresa del gruppo (*Konzernbetriebsrat*) (§ 54 *BetrVG*) e con la disciplina della cogestione

Volendo chiarire la concorrenza gestoria, si evidenzia come la capogruppo stabilisce le direttive strategiche ma, *a contrario*, non può sostituirsi agli amministratori della controllata nella *governance* specifica della società; di risulta, la società controllata mantiene la propria autonomia giuridica e i suoi amministratori non possono essere inquadrati come meri esecutori di direttive da parte dell'organo amministrativo della controllante, essendo presente il momento fondamentale della direzione societaria⁷⁰.

La declinazione della direzione unitaria, nel senso di controllo extrassembleare, si sostanzia in attività di imposizione di linee strategiche generali nella gestione dell'impresa, di pianificazione fiscale unitaria, di procedimentalizzazione interna attraverso comitati di *auditing* interno definiti e ai quali partecipano in veste diversa coloro che di fatto governano l'impresa⁷¹.

nel gruppo (§ 5 MitbestG 1976) hanno reagito al fatto che nel gruppo e nel *Konzern* le competenze decisionali in materia di gestione vengono in parte sottratte all'organo di amministrazione e vengono trasferite in alto verso la capogruppo. Nell'interesse delle imprese, dei gruppi societari e *Konzerne* occorre uscire i gruppi di società e i *Konzerne*, in quanto forme moderne di organizzazione, dalla zona grigia della mera tolleranza; e ciò anche e non da ultimo disciplinando in modo dettagliato la responsabilità delle persone investite di cariche nel gruppo al fine di facilitare loro, tramite l'acquisita certezza giuridica, la conduzione del gruppo e il loro comportamento all'interno del gruppo (*facilitating group management*). Un tentativo di armonizzazione di fatto su modelli esistenti in singoli Paesi si è realizzata in alcuni settori. Ciò vale soprattutto per la disciplina inglese sul *take-over* contenuta nel c.d. *City Code*, che è servita da modello per la redazione della corrispondente disciplina sia nel codice tedesco di autoregolamentazione per l'acquisto di partecipazioni di controllo (*Übernahmekodex*).

⁷⁰ Si legga in giurisprudenza Cass., 13 aprile 1964, n. 870, Fall.to Lutz c. Lutz ed altri, in *Foro it.*, 1964, I, c. 1185; Cass., 9 dicembre 1970, n. 2602, in *Foro it.*, 1971 I, c. 65; Cass., 2 marzo 1973, n. 571, *id. Rep.*, voce soc., n. 221; Cass., 28 luglio 1980, n. 4860, Marigolo c. Steffenini, in *Giur. comm.*, 1982, II, 34; Cass., 9 dicembre 1982, n. 6712, in *Giur. comm.*, 1983, II, 683; Cass., 29 novembre 1983, n. 7152, soc. Marzoli Massari c. soc. Apollo France, in *Giur. comm.*, 1984, II, 694; Trib. Milano, 25 settembre 1980; Trib. Milano 18 marzo 1985, soc. Lamet c. soc. Ceramica it. Pozzi Richard Ginori, in *Giur. comm.*, 1987, II, 573, con nota di WEIGMANN, *Oltre l'unico azionista*; Trib. Bologna, 31 ottobre 1985, Lenzi c. Simonelli, in *Dir. fall.*, 1986, II, 99; Cass., 17 maggio 1986, n. 3266, Sprague Electric Co. c. Banca naz. Agricoltura, in *Società*, 1986, 1310; Cass., 27 agosto 1987, n. 1064, Sperry s.p.a. c. Rossi, in *Società*, 1987, 1149; App. Milano, 23 settembre 1986, Sala c. soc. Soproma Italy, in *Giur. comm.*, 1988, II, 889; Trib. Ravenna, 28 marzo 1987, Fall. soc. Romagnola solai, in *Dir. fall.*, 1988, II, 138. Per l'analogo caso di affidamento fiduciario della totalità delle quote di una s.r.l. ad una società fiduciaria - nel senso che la responsabilità *ex art.* 2497, 2° comma, spetta al fiduciante - si veda, di recente, Trib. Verbania, 21 aprile 1993, ord., Mitsubishi Electric Europe GmbH c. Contonentale Spedizioni s.r.l., in *Società*, 1993, 1369.

⁷¹ Si veda ABRIANI, *Gruppi di società e criterio dei vantaggi compensativi nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 613 ss.

Direzione vuole significare esercizio di una pluralità sistematica e costante di atti di indirizzo idonei ad incidere sulle decisioni gestorie dell'impresa, sulle scelte strategiche ed operative di carattere finanziario, industriale, commerciale che attengono alla conduzione degli affari sociali, attesa la confutazione della necessità della eterodirezione delle singole imprese; di guisa, la direzione e il coordinamento deve contemperarsi con il principio di esclusività del potere di gestione degli amministratori e rispettare i principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale (art. 2497, primo comma). Le società soggette a direzione unitaria sono, in parte, società *eterodirette*. La società controllata verifica in concreto l'esistenza degli elementi concretanti la direzione unitaria, nella finalità di decidere se la presunzione normativa coincida con la realtà societaria: si deve rilevare ogni fatto o atto che configuri un'attività permanente e sistematica di incisione sulle scelte gestorie della società subordinata⁷².

Si deve tenere presente che il coordinamento delle varie imprese, su sostrato contrattuale risulta il *posterius* di un dato che funge da prodromo dell'intera operazione di integrazione societaria: la disponibilità della parte interessata a riconoscere ad altra parte una posizione preminente (economicamente ed organizzativamente) all'interno della propria organizzazione tale da consentire un monitoraggio attivo dell'attività d'impresa e, soprattutto, la trasmissione di direttive utili a migliorare l'attitudine ad integrarsi. L'intensità dell'espressione, o meglio, della tendenza a influenzare una o più società in funzione dei propri rapporti negoziali determina la scelta a fondersi con altre società o ad acquisire il controllo interno di altre società, esprimendosi la capacità di direzione e coordinamento

⁷² La prevalenza dell'interesse del gruppo, come previsto dal diritto tedesco in riferimento al gruppo contrattuale (§ 308 par. 1 *AktG*) e al gruppo da incorporazione (*Eingliederung*, § 323 par. 1 *AktG*), non è riconosciuta in nessun altro ordinamento giuridico europeo ad eccezione di Portogallo, Croazia e Slovenia. Nella prospettiva renana un interesse di gruppo ha la forza di legittimare i pregiudizi a carico di singole società quando si ripercuote su una struttura di gruppo consolidata, basata sulla reciproca compensazione tra le società del gruppo e tra le stesse e il gruppo nella sua interezza. La stabilità strutturale ed organizzativa del gruppo prevede che all'interno dell'intero gruppo la singola società deve conservare una certa autonomia; la società dominante, nel perseguimento dell'interesse di gruppo, non può annullare solo in una parte sostanziale i singoli interessi delle società facenti parte del gruppo. Sulla efficacia giuridico-pratica, il sistema compensativo tedesco rimane arretrato rispetto a quello francese; risultano flessibile i requisiti per la tutela dell'esistenza della società del gruppo, come struttura del gruppo, politica del gruppo ed equilibrio, in Germania non si conosce nessuna sentenza riguardante i §§ 311 ss. *AktG*.

su base contrattuale della società capogruppo nei confronti delle società che siano ad essa direttamente legate da rapporto contrattuale⁷³.

In termini di definizione delle strategie di mercato la predisposizione delle stesse per la società, da parte di soggetti che non sono parte dell'organizzazione sociale, non ne determina alternative disponibili alla società, ma opzioni necessitate e vincolate. Ma, allora, la sussistenza di un rapporto di gruppo può essere affermata in funzione dell'esercizio del potere di direzione e coordinamento; di guisa, si determina, *naturaliter*, un legame di regolarità statistica tra direzione e controllo, anche se, occorre ricordare, l'affermazione del controllo non produce certezze giuridiche in merito all'esistenza di un gruppo di società, attesa l'ammissibilità di una prova contraria, da parte del soggetto controllante, nonché della prova relativa all'esercizio del potere di direzione in mancanza del controllo.

Quanto appena esposto è scriminante: l'esercizio in concreto della direzione unitaria risulta determinata dalla necessitante rilevazione per cui, anche in presenza della circostanza che il marchio sia usato da imprese collegate da un rapporto di controllo, occorre, in assoluto, verificare il *modo* in cui il segno distintivo viene concretamente utilizzato da ciascuna delle imprese societarie partecipanti.

Il coordinamento, a livello organizzativo e gestionale, operato dalla capogruppo, in virtù dei suoi poteri di intervenire delle figlie, in particolare, di imprimere una direzione all'attività e all'uso del marchio, tende ad assicurare la verifica di inganno del pubblico in ordine alle caratteristiche di prodotti che sono contrassegnati dal medesimo marchio ma con provenienza imprenditoriale ed industriale diversificata.

Se si riflette con rigore sistematico sulla costruzione della direzione e coordinamento nel sistema societario, si può affermare, attesa la base dei risultati conseguiti nell'esperienza giuridica tedesca⁷⁴, che l'attività di

⁷³ In tema e, con notevole accuratezza e precisione giuridica, si veda G. SCOGNAMIGLIO, *Poteri e doveri degli amministratori nei gruppi di società dopo la riforma del 2003*, cit., 195 ss.; ID., *Danno sociale e azione individuale nella disciplina della responsabilità da direzione e coordinamento*, cit., 945; SPADA, *Diritto commerciale, II, Elementi*, Padova, 2006, 162.

⁷⁴ Atteso il contenuto normativo dell'*Aktiengesetz* del 1965, perché l'impresa dominante possa esercitare un potere di direzione unitaria (*einheitliche Leitung*), senza perciò essere tenuta a neutralizzare entro il termine dell'esercizio in corso l'eventuale danno prodotto, è necessaria la costituzione di un gruppo contrattuale (*Vertragskonzern*), attraverso la stipulazione - che può altresì essere congiunta (*Organschaftsvertrag*) - di un contratto di dominio (*Beherrschungsvvertrag*) o di un contratto di trasmissione degli utili (*Gewinnabführungsvertrag*). In questi casi l'*Aktiengesetz* consente espressamente all'impresa dominante di impartire direttive anche pregiudizievoli per la società dipendente (§ 308, *Abs. 1, AktG*), purché non contrarie a norme imperative e rispondenti all'interesse del gruppo.

direzione e coordinamento consiste, nelle sue linee generali, nell'esercizio effettivo del potere di una società o ente di dirigere e coordinare altre società o enti secondo un progetto unitario: non è richiesto un accentramento, essendo invece sufficiente un mero coordinamento di una o più funzioni essenziali dell'impresa c.d. dipendente⁷⁵.

Se la direzione e coordinamento di società equivale, sostanzialmente, a direzione dell'impresa organizzata in forma di gruppo, di guisa, risulta che il processo di direzione di un'impresa, quale sistema unitario e continuo di decisioni, si articola, in buona sostanza, nella pianificazione e programmazione, nell'organizzazione, coordinamento e guida; attesa la varietà tipologica delle organizzazioni di gruppo, si deve ritenere società capogruppo l'ente che svolge, in via principale, le fasi appena indicate⁷⁶.

Attesi i possibili relativismi dell'ermeneutica giuridica, che tendono verso l'*épatant divertissement*, non si riesce ad espungere dall'interpretazione

All'attuazione di tali direttive gli amministratori della società figlia sono giuridicamente obbligati (§ 308, *Abs. 2, AktG*); ciò che necessariamente ne modifica il regime di responsabilità verso la società amministrata. Essi, privati di un potere gestorio autonomo, vanno esenti dalla normale responsabilità per la gestione di cui ai §§ 76 e 93 *AktG*, restando obbligati nei confronti della società a risarcire i soli danni cagionati per aver eseguito direttive illegittime, perché in contrasto con norme imperative ovvero non funzionali alla realizzazione dell'interesse di gruppo (§ 310 *AktG*). Il legislatore tedesco, mosso dalla preoccupazione di salvaguardare il patrimonio della stessa società dominata, ha però previsto che insieme al potere di gestione si trasferisca in capo all'impresa dominante anche il rischio di impresa della società dipendente. Il § 302 *AktG* dispone infatti che la capogruppo sia obbligata a ripianare le perdite di esercizio della società figlia in virtù della semplice esistenza del *Vertragskonzern*, a prescindere dalla riconducibilità di tali perdite alla sua *mala gestio*. E ciò con il risultato di offrire indiretta tutela anche ai creditori della società dipendente, posti così in condizione di poter sempre confidare nell'esistenza, nel patrimonio della società debitrice, di risorse sufficienti a soddisfare le loro pretese. Sulla disciplina dei gruppi nell'ordinamento tedesco si vedano, *ex multis*, HÜFFER, *Aktiengesetz*, München, 2006, §§ 291-337, 1414 ss.; KÜBLER-ASSMANN, *Gesellschaftsrecht*, Heidelberg, C. F. Müller Verlag, 2006, 414 ss.; REISER-VEIL, *Recht der Kapitalgesellschaften*, München, Verlag Vahlen, 2006, 713 ss.; SCHMIDT-LUTTER (a cura di), *AktG*, Köln, Verlag Dr. Otto Schmidt, 2008, §§ 291-337, 2631 ss.

⁷⁵ In tema si veda G. SCOGNAMIGLIO, *I gruppi e la riforma del diritto societario*, in *Riv. dir. impr.*, 2002, 587; V. SALAFIA, *La responsabilità della holding verso i soci di minoranza delle controllate*, in *Società*, 2004, 5 ss.; ma, *contra*, SPADA, *Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla "nuova" società a responsabilità limitata)*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, I, 501.

⁷⁶ Cfr. GALGANO, *L'oggetto della holding è dunque l'esercizio mediato e indiretto dell'impresa di gruppo*, in *Contr. impr.*, 1990, 401; MONTALENTI, *Conflitto di interessi nei gruppi di società e teoria dei vantaggi compensativi*, relazione cit., 3; COTTINO, *Diritto commerciale*, Padova, 1994, 772; COSTI, *Mercato finanziario e attività bancaria*, in *Banca imp. soc.*, 1989, 20.

l'apporto di elementi extra-giuridici, giacché il sistema societario presenta contenuti metagiuridici utilizzabili come elementi integratori del dato normativo⁷⁷.

La trattazione è, pertanto, matura per associare la fenomenologia del gruppo alla destinazione patrimoniale.

La diversificazione delle attività in senso di segmentazione del patrimonio, come evidenziato, nasce dalla volontà legislativa di evitare la nascita di una pluralità di micro entità societarie al fine di abbattere i costi di costituzione e limitare pratiche elusive. Va da sé che la destinazione si avvicina, in modo netto, alla direzione e coordinamento sia in forma industriale per la determinazione di svolgere attività con forme di organizzazione separate sia in forma empirica per la verifica di fattispecie ad effetto economico similare.

Pur in presenza di una chiara distanza giuridica tra i fenomeni - misurata dalla mancanza di alterità soggettiva tra la cellula e la società gemmante, a fronte, invece, della presenza di distinti soggetti di diritto sotto direzione e coordinamento della capogruppo -, si deve riscontrare un dato, meramente industriale, che proietta la destinazione patrimoniale nell'alveo dei fenomeni aggregativi tra più imprese: l'organizzazione e la struttura della cellula derivano il proprio indirizzo industriale, le proprie strategie economiche e, di guisa, l'utilizzo del marchio (di titolarità della società gemmante) dalle decisioni dell'organo di amministrazione sociale (*i.e.*, dal *board* della società per azioni create la destinazione).

Affrontando il tema della migliore tutela dei consumatori per uso confondibile del marchio nella destinazione patrimoniale, vale verificare che il rapporto tra la società gemmante e la cellula destinata si concretizza nel senso della uniformazione delle caratteristiche dei prodotti⁷⁸. All'esito di quanto esposto e argomentato in senso sistematico nel fenomeno dei gruppi societari, l'effetto individualizzante e uniformante non può derivare semplicemente e automaticamente dai legami tra le organizzazioni, bensì si deve rintracciare in dati ed elementi di fatto e, in particolare, nella circostanza che i legami economici tra le organizzazioni consentano di ravvisare una unicità della derivazione decisionale ovvero l'eterocoordinamento (*recte*, eterocontrollo) da parte della società gemmante rispetto all'attività specifica per la realizzazione dell'affare specifico.

⁷⁷ V. LIBONATI, *Responsabilità della capogruppo per impegni assunti dalle società controllate*, in *Quaderni giur. imp.*, 1991, 5; GAMBINO, *Responsabilità amministrativa nei gruppi societari*, in *Giur. comm.*, 1993, I, 841 ss.

⁷⁸ Si veda V. FRANCESCHELLI, *Diavolo che marchio!*, in *Riv. dir. ind.*, 2011, 171.

Il profilo della disciplina positiva del patrimonio destinato non ci indica in modo chiaro la medesimezza soggettiva dell'organo di gestione tra cellula e società, tuttavia, la mancata alterità soggettiva della cellula e l'elemento di congruità tra affare e oggetto sociale indicano a ritenere assolutamente naturale (*e.g.*, esistente) il coordinamento decisionale da parte della società gemmante rispetto alle attività dell'organizzazione destinata (*i.e.*, la cellula). Di guisa, il couso del marchio vuole una, *effettivamente* e efficacemente, integrazione nell'offerta di beni o servizi contrassegnati dallo stesso marchio, in funzione dell'allontanamento di un ingannevole affidamento dei terzi⁷⁹.

In termini industriali, la tutela in esame deriva dalla capacità della cellula destinata al rispetto della circostanza empirica per cui i prodotti siano realizzati in modo da garantire che gli stessi presentino le stesse qualità e caratteristiche della produzione commerciale della società per azioni, gemmante: l'uniformità nelle caratteristiche dei prodotti discende dall'obbligo dell'utilizzatore (cellula) di attenersi alle indicazioni del titolare del marchio, in funzione della riconduzione ad unità delle diverse fonti produttive attraverso l'esercizio dell'attività di direzione e di controllo da parte della gemmante verso la cellula.

Volendo indicare gli elementi scriminanti un couso corretto del marchio in seno alla destinazione patrimoniale per affare specifico, si sostiene la necessità, in sede di genesi, dell'eterocontrollo da parte dell'organo di amministrazione (anche d parte di un solo componente il consiglio di amministrazione) rispetto alle decisioni che afferiscono alla organizzazione della cellula dedicata e, in fase di attività, dell'uniformità e coordinamento nella produzione e nell'offerta dei beni e servizi contrassegnati con un determinato marchio; tali elementi devono rappresentare il prodomo allo sviluppo della destinazione patrimoniale.

⁷⁹ Conf. SORDELLI, *Indicazioni geografiche e denominazioni di origine nella disciplina comunitaria*, in *Dir. ind.*, 1994, 837 e ss.; PINNARÒ, *Indicazione di provenienza e denominazione di origine* (voce), in *Enc. giur Treccani*, Treccani, Roma, XIV, 1989; SORDELLI, *Denominazioni di origine e indicazioni di provenienza*, in *Riv. dir. ind.*, 1982, 5 e ss..

**PRINCIPLE OF PUBLICITY IN GEORGIAN CIVIL
PROCEEDINGS: A COMPARATIVE PERSPECTIVE WITH
SPECIAL REFERENCE TO GERMANY^{°*}**

Giorgi Amiranashvili¹

*Assistant Professor,
Tbilisi Open University*

Questo saggio intende analizzare il principio di pubblicità e la sua importanza nei procedimenti civili. La ricerca, seguendo un metodo comparatistico, mette a confronto l'esperienza giuridica tedesca e quella georgiana, che della prima è un prodotto, evidenziandone similitudini e differenze, per offrire delle raccomandazioni sui futuri sviluppi del diritto processuale civile della Georgia.

The essay aims at analyzing the principle of publicity and its importance in civil proceedings. It discusses some basic issues related to this principle. The research is based on the comparative method with a specific focus on the German experience, since the Georgian law is a product of the reception of the German law. The paper attempts to underline the importance of this principle in civil proceedings and define similarities and differences between the German and Georgian legal systems regarding this principle. All in all, the conducted study makes it possible to draw some conclusions and suggests a few recommendations for the further development of Georgian civil procedure law.

Sommario:

1. Introduction
2. Regulations on Principle of Publicity in Georgian Legislation
3. Georgian Legal Concepts on Principle of Publicity
4. German Legislative and Doctrinal Aspects in Comparison with Georgian Reality
5. Conclusions

“...Where there is no publicity there is no justice. Publicity is the very soul of justice.
It is the keenest spur to exertion and the surest of all guards against improbity...”.

Jeremy Bentham

[°] Double blind peer-reviewed paper.

^{*} This essay is based on a research paper prepared for the course “Civil Justice Systems and Civil Court Procedures in Comparison from a German Perspective” conducted by the late Prof. Dr. Dres. h.c. Peter Gilles on May 1-8, 2010 at Ivane Javakhishvili Tbilisi State University. The author would like to express his heartfelt sorrow on the death of this great scientist and educator who passed away on October 22, 2020 at the age of 82.

¹ PhD in Law (TSU); Visiting Lecturer, Senior Specialist at the Department of Internationalization and Scientific Research, and Member of the Contemporary Private Law Institute of the Faculty of Law at Ivane Javakhishvili Tbilisi State University.

1. Introduction

The principle means a basic rule². A principle we can also term as a legal maxim³. Publicity may be considered as an absolute constitutional principle of judicial procedure in any contemporary legal system⁴. But what we mean when we talk about this principle? That means openness, but nowadays, is it really open for everybody? If we say so, the publicity is a possibility for all of us, everybody who is interested should be able to go and watch it. And why do we have this principle in reality? What are the outcomes? The publicity means that everyone is able to watch what is going on in the courtroom during the open hearing proceedings. But is it possible to open doors for everybody? In private law conflicts, where is no public interest and therefore we have only private interest, why should they take place in public mode?

The main goal of this research is to analyze the principle of publicity and therefore highlight its importance in civil proceedings. Because of the limited size of the paper, there is no possibility to analyze each and every part of a wide spectrum of issues that are included in the principle of publicity, so it has been decided to discuss in details only basic issues concerning this principle. Not having the aspiration of being comprehensive, the paper tends to analyze basic theses of the principle trying to answer above stated questions by employing critical attitude to the national legislation. The present research is based on comparative analysis taking the German experience as an example among other ones⁵ that has particular importance because of the fact that the Georgian civil procedure law is a product of the reception of the German law.

2. Regulations on Principle of Publicity in Georgian Legislation

It is interesting how the idea of publicity has been reflected in the Georgian civil procedural codes for years. Even the Georgian Soviet Social Republic civil procedural code paid attention to this issue in Article 10. As a result of

² See GARNER (ed.), *Black's Law Dictionary*, 8th Ed., Thomson West, St. Paul, 2004, 3777, available at https://www.ethioconstruction.net/sites/default/files/Law/Files/BLACKS_LAW_DICTIONARY_2004_8th%5B1%5D.pdf (Last visited 8 December, 2020).

³ See the explanation of Maxim *Id.*, 3105.

⁴ See: CAPPELLI-GARTH, *Chapter 1, Introduction - Policies, Trends and Ideas in Civil Procedure*, in: *International Encyclopedia of Comparative Law, Volume XVI, Civil Procedure*, Mohr Siebeck, Martinus Nijhoff Publishers, 2014, 83-84.

⁵ See: GILLES, *Justice System under Critique: A Comparative Analysis from the German Standpoint*, in *Journal of Law*, №2, 2009, Tbilisi University Press, 230 (in Georgian).

comparison of both legislations, it may be said that the current Georgian legal system offers better regulations. First of all, it should be mentioned that soviet legislation considered many exceptions from this principle.

The public character of the proceedings before the judicial bodies as referred in Article 6, Paragraph 1 of Convention on Human Rights and Fundamental Freedoms⁶ protects litigants against the administration of justice in secret mode where is no public scrutiny. It is also one of the means to ensure confidence in courts, superior and inferior. By rendering the administration of justice visible, publicity contributes to the achievement of the aim of above mentioned Article 6, Paragraph 1 - a fair trial, guaranteeing of which is one of the fundamental bases of any democratic society, within the meaning of the Convention. Article 6, Paragraph 1 permits restriction exclusively with respect to the public nature of the proceedings and not with respect to the judgment⁷. It is noteworthy that according to the Committee of Ministers of the Council of Europe, the most frequent violations by the Georgian courts found by the European Court of Human Rights concern Article 6, mostly in relation to unfair proceedings⁸.

⁶ See the Convention for the Protection of Human Rights and Fundamental Freedoms, Rome, 4.XI.1950, available at https://www.echr.coe.int/documents/convention_eng.pdf (Last visited 8 December, 2020).

⁷ See: KORKELIA - MCHEDLIDZE - NALBANDOV, *Compatibility of Georgian Legislation with the Standards of the European Convention on Human Rights and its Protocols*, Council of Europe Information Office in Georgia, 2005, 415, available at <https://rm.coe.int/16806f1401> (Last visited 8 December, 2020).

⁸ See: *The ECHR and Georgia in Facts & Figures*, European Court of Human Rights, February 2020, 4, available at https://www.echr.coe.int/Documents/Facts_Figures_Georgia_ENG.pdf (Last visited 8 December, 2020). It should also be mentioned how the concept of publicity has been understood by the European Court of Human Rights itself. In principle, litigants have a right to a public hearing because this protects them against the administration of justice in secret with no public scrutiny: *Guide on Article 6 of the European Convention on Human Rights: Right to a Fair Trial (Civil Limb)*, Council of Europe/European Court of Human Rights, 2020, 75 ff., available at https://www.echr.coe.int/documents/guide_art_6_engpdf (Last visited 8 December, 2020). The ECHR has established a rich case law on the contents of the requirement of public hearings and the margin of appreciation that lies with the Contracting States. Some of the most significant cases are: *Axen v. Germany*; *B. and P. v. the United Kingdom*; *Fischer v. Austria*; *Fazliyski v. Bulgaria*; *Le Compte, Van Leuven and De Meyere v. Belgium*; *Martinie v. France* [GC]; *Osinger v. Austria*: KOPRIVICA, *Revisiting the Principle of Public Hearings in the Light of the Ongoing Reform in Germany: Much Ado about Nothing?*, in CLAVORA - BARBER (eds), *Grundsätze des Zivilverfahrensrechts auf dem Prüfstand: 5. Österreichische Assistententagung zum Zivil- und Zivilverfahrensrecht der Karl-Franzens-Universität Graz*, NWV, Wien, 2017, 79, available at https://www.researchgate.net/publication/336994948_Koprivica_Revisiting_the_Principle_of_Public_Hearings_in_the_Light_of_the_Ongoing_Reform_in_Germany_Much_Ado_about_Nothingpdf (Last visited 8 December, 2020).

According to the constitution of Georgia, court hearings shall be open. Closed hearings shall be permitted only in cases provided for by law. A court judgment shall be declared publicly⁹.

Under the Civil Procedure Code of Georgia, in court, all matters shall be heard in open sessions unless this contradicts the interests of confidentiality of state secrets. Matters may also be heard in closed sessions in other circumstances provided by law, based on a substantiated petition of a party. A court shall make a reasoned ruling on conducting a closed hearing. Parties and their representatives, and if required, witnesses, experts, specialists and interpreters shall participate in closed hearings¹⁰.

This is the first wording of this article. By the paragraph, which is added to this norm after the amendments, Photo-, film-, audio-, video or shorthand recording in a court building or during a civil proceeding shall be performed under the Organic Law of Georgia on General Courts¹¹.

Regulation on this principle is also given in the above mentioned Organic Law. In case of comparison between the Constitution, the Code of Civil Procedure, and the Organic Law on General Courts, it can be drawn the following conclusion: it is the same for those acts that all cases shall be reviewed in open sittings. But it is also possible to see some differences: different from the Constitution, and the Organic Law, the Code foresees permissibility of the closed sittings only in cases prescribed by “legislation” and not by “law”. It is interesting what does this terminological difference means. At first glance maybe it means that the Code regulation gives wider possibility to restrict coverage of this principle, because “legislation” is a wider notion than “law”. Also in the Code, different from above stated acts, it is not regulated that judgment shall be made public in all cases¹². It is advisable to have common positions towards these regulations for the real implementation of this important principle.

One of the interesting cases decided by the Georgian courts regarding the principle of publicity is the recent judgment of the Constitutional Court of Georgia in the case of “N(N)LE “Media Development Foundation” and N(N)LE “Institute For Development of Freedom of Information” v. The

⁹ See the Constitution of Georgia, art. 62, para. 3, available in English at <https://matsne.gov.ge/en/document/view/30346?publication=36> (Last visited 8 December, 2020).

¹⁰ See the Civil Procedure Code of Georgia, art. 9, available in English at <https://matsne.gov.ge/en/document/view/29962?publication=134> (Last visited 8 December, 2020).

¹¹ See the Organic Law of Georgia on General Courts, art. 13, para. 5, and art. 13¹, available in English at <https://matsne.gov.ge/document/view/90676> (Last visited 8 December, 2020).

¹² Cf. art. 62, para. 3 of the Constitution of Georgia, and art. 13 of the Organic Law of Georgia on General Courts, with art. 9 of the Civil Procedure Code of Georgia.

Parliament of Georgia”, where the court interpreted art. 62, para. 3 of the Constitution of Georgia and declared that the mentioned constitutional provision establishes an open hearing as a general rule for hearing a case in court. The Constitution of Georgia separates the principle of publicity of court hearings. Such a constitutional solution indicates that the Constitution of Georgia attaches special importance to the transparency of the judiciary and considers it as an operating principle of the judiciary¹³.

3. Georgian Legal Concepts on Principle of Publicity

First of all, it is important to consider the interpretation of national legal doctrine on this principle, because if it is not envisaged, will be very difficult to make a comparison with foreign experience in this field and then to come to the conclusion.

Principles of civil procedure are fundamental legal ideas, which are the basis for building justice¹⁴.

One of the other important principles is a principle of publicity. It means consideration of individual civil cases on the open court sitting where the presence of the parties and other interesting people is ensured.

Violation of this principle is an absolute ground for reversing a decision¹⁵. One example of such a violation would be in case of a court, not officially ruling a procedure to be closed, actually giving interested people no possibility to attend the hearing¹⁶.

In the legislation here are some possibilities to restrict this principle. In court, all matters shall be heard in open sessions unless this contradicts the interests of confidentiality of state secrets¹⁷. A hearing of a case of adoption shall be closed. If a court finds that the adoption is for the welfare and in the best interests of the child, it shall deliver a judgment on the adoption, which shall not be made public at the request of the applicant¹⁸.

¹³ See the abstract of the judgment available in English at <https://constcourt.ge/en/judicial-acts?legal=1268> (Last visited 8 December, 2020).

¹⁴ See: KURDADZE *Consideration of Civil Cases in the Courts of First Instance*, 2nd Ed., “Meridiani” Publishers, Tbilisi, 2006, 57 (in Georgian).

¹⁵ See the Civil Procedure Code of Georgia, art. 394(d).

¹⁶ See: LILUASHVILI - KHRUSTALI, *Comment on the Civil Procedure Code of Georgia*, 2nd Ed., “Law” Publishers, Tbilisi, 2007, 18 (in Georgian).

¹⁷ See: the Civil Procedure Code of Georgia, art. 9.

¹⁸ See: *Id.*, art. 350, para. 4, and art. 351, para. 1.

Every individual's private life, a place of personal activity, personal papers and correspondence are inviolable, communication by telephone and other kinds of technical means are inviolable as well. It means that hearing may be held in closed mode for the purpose of protecting this secret, in case of a petition from the parties.

There is a need for issuing an interlocutory order on the proceedings to be held in closed sitting. The court can close the hearing totally or partly and there is a possibility to make a complaint against this. It should be noted, that there is a no regulation in Georgian procedural law about issuing interlocutory orders when a court refuses to make proceedings closed as an answer to the parties' petition. Furthermore, the possibility of the parties to appeal against such refusal is not regulated by law that should be assessed as a fault of the law.

A court judgment shall be delivered publicly. It does not mean that decision, which is obtained at the closed hearing must always be delivered publicly. A decision must be delivered at close sitting if declaring it publicly will contravene the interests for which the proceedings have been made closed.

It is believed that opened sitting has a positive effect on the court, on the participants of the litigation (also on their representatives) and on interested people, because it is realization of public control of the activities of the court, in order to secure civil procedure rules. Protection of this principle is a guarantee for obtaining legitimate and argued decision¹⁹. Everyone, including the media, can freely attend court sitting. Ensuring publicity for media has a paramount importance. Mass media as a "watchdog" on proceedings, controls court sitting transferring information from courtroom to public. In the closed sitting case is considered according to all rules of proceeding. In this respect there is an interest of protection of legality. Closed sitting does not mean that the proceedings shall be regarded as unlawful *inter alia*. Therefore case will be considered at closed hearing and decision will be declared publicly.

The court should prepare trial so that society will have the possibility to attend the hearing. This is necessary for establishing people's confidence in the court system of their country. It is possible to assess the principle of publicity as an important mean for improving a level of respecting the law and legal self-consciousness of society. People, attending civil proceedings freely,

¹⁹ See: KURDADZE, *Consideration of Civil Cases in the Courts of First Instance*, 80.

have possibility to understand what the law says in their country and in what kind of consequences may result violation of laws as well²⁰.

4. German Legislative and Doctrinal Aspects in Comparison with Georgian Reality

German experience in this field is very significant, because here principle of publicity is consistent with the legal postulate, developed in XIX century, which was directed against the cabinet of Justice²¹. That is why it should be foreseen some interesting points.

In Germany, the public character of court hearings is not expressly required in the text of the Constitution (Grundgesetz); however, the German Constitutional Court has established the idea of a public hearing being an essential element of the right to a fair trial (Articles 20(3) and 28(1) of the German Constitution), and of the principle of democracy (Article 20(1) of the Constitution)²².

In the German literature, there is a clear distinction between the two variants of publicity in this context: the so-called “direct” or “courtroom” publicity (unmittelbare Öffentlichkeit; Saalöffentlichkeit) under which one understands the admission to the trial as a “live” event, on the one hand; and the indirect publicity or mediated publicity (mittelbare Öffentlichkeit; Medienöffentlichkeit), on the other. The latter therefore signifies access to the events in the courtroom only by means of reports of those who had profited from direct publicity in the first place (most commonly, journalists)²³.

²⁰ See: LILUASHVILI, *Civil Procedure Law*, 2nd Ed., “JCI” Publishers, Tbilisi, 2005, 99 (in Georgian).

²¹ See: ALEXINA et AL., *Civil Process of Foreign Countries*, Textbook, Moscow, 2008, 27 (in Russian). It is noteworthy that according to contemporary observations, the rapidly ongoing electrification of court procedures, accompanied by more and more so called “e-procedure-law”, forces to reconsider nearly all of the trusted procedural principles, including the principle of publicity: GILLES, *Civil Justice Systems and Civil Procedures in a Changing World: Main Problems, Fundamental Reforms and Perspectives - A European View*, in *Russian Law Journal*, 2014 Vol. II (I), 47, available at <https://www.russianlawjournal.org/jour/article/view/46/40> (Last visited 8 December, 2020).

²² See: KOPRIVICA, *Revisiting the Principle of Public Hearings in the Light of the Ongoing Reform in Germany: Much Ado about Nothing?*, 79.

²³ See *Id.*

Publicity of proceedings in the Basic Law for the Federal Republic of Germany²⁴ stems from the principles of democracy and the rule of law²⁵. As it has been shown, this principle is directly and clearly enshrined also in the constitution of Georgia.

It has been met the same purposes of this principle in both countries - to strengthen confidence in justice. In addition, through a notification of the media about the ongoing trial publicity of proceedings is a definite control over the public justice. It would be better if the Georgian doctrine clearly fixes, as does the German provides, that the principle of transparency should be extended to the whole course of proceedings, including research evidence, as well as the announcement of the court decision²⁶.

A limitation of this principle in the German court proceedings conducted based on two grounds: 1) in order to protect public and personal rights and interests of citizens, and 2) to certain categories of civil cases. It is advisable if will be foreseen by the Georgian legislation those cases when proceedings on the matter or part should be conducted privately in the following situations: 1) the threat to national security, public order and moral principles (the threat of moral corruption), and 2) the threat of life and health of freedom of witnesses or other persons, and 3) to preserve privacy, unauthorized disclosure of which with the help of expert witnesses or threaten punishment 5) during the interrogation of a minor. As it has been seen above, stated conditions are very significant, they are alternative values compared with publicity and it is those cases when it must be made an exception and a limit framework of this principle. The second reason that does not exist in our reality it is an interesting exception from the principle in cases of marriage and family relationships²⁷.

As for the publicity of announcing the court decision, it is generally recognized that an announcement of the court in any case shall be open and this hypothesis is well known, but in German practice is the presence of preconditions in the case of a tacit trial on first base when the court may grant a special definition of "closed" tacit disclosure of a judicial decision that is known in the theory as an exception to public disclosure under the decision²⁸.

²⁴ See: the Basic Law for the Federal Republic of Germany available in English at https://www.gesetze-im-internet.de/englisch_gg/ (Last visited 8 December, 2020).

²⁵ See: ALEXINA et AL., *Civil Process of Foreign Countries*, 27.

²⁶ See *Id.*, 28.

²⁷ See the German Courts Constitution Act, sec. 172, available in English at https://www.gesetze-im-internet.de/englisch_gvg/englisch_gvg.html (Last visited 8 December, 2020).

²⁸ See *Id.*, sec. 173.

It will be a positive step if the Georgian legislation foresee taking of the court ruling to hold a closed court proceedings at the request of the parties or by court order specifying the reasons as it is in Germany²⁹.

The advantage of the Georgian legislation is obvious in the case of making photo-, film-, video recording and broadcasting of case hearing. In the Georgian reality it shall be admissible according to the rule established by the court (judge). This right shall be limited by the motivated judgment of the court (judge). As by the German rule the above mentioned not allowed if its purpose is broadcast or publication contents of the hearing and it is acceptable only in case of other purposes (for example, educational purpose) with a resolution of the chairman and the persons involved in the process. In the Georgian reality, since the country is on the difficult way of the justice system's reform and transformation, it is not expedient to have such kind restriction³⁰ of this principle.

As already noted above, according to the theory of civil procedure of Germany, the principle of publicity is understood in two senses: the principle of publicity (die Öffentlichkeit) as an obligatory principle of justice and the principle of so-called publicity or openness of the parties (die Parteiöffentlichkeit)³¹.

As an obligatory principle of proceeding, the principle of publicity means openness of trial for everyone. As the principle of publicity for the parties, it means giving the parties involved in the case law acquainted with the procedural acts and involvement in the investigation of evidence. The above mentioned approach is typical also for Georgian civil proceedings³².

5. Conclusions

As seen above, the principle of publicity has a very big importance in civil proceedings. It is an especially important indicator for the Georgian justice system, which is in a transitional period of the development. The outcome of

²⁹ See *Id.*, sec. 174.

³⁰ Cf. sec. 172 of the German Courts Constitution Act, with art. 13 of the Organic Law of Georgia on General Courts.

³¹ See: ALEXINA et AL., *Civil Process of Foreign Countries*, 29.

³² Cf. sec. 299, 357, and 760 of the Civil Procedure Code of Germany (available in English at https://www.gesetze-im-internet.de/englisch_zpo/englisch_zpo.html (Last visited 8 December, 2020)), with art. 83 of the Civil Procedure Code of Georgia.

this principle is very clear - to heighten confidence of the people to their national justice.

Besides, a comparison with the German experience was very productive, because it has been shaped some interesting similarities and differences between the Georgian and German approaches dealing with this principle, which may be helpful to fill legislative and doctrinal gaps in Georgia.

It can be said that it is important to spread the scope of this principle of the private and public interests, because in any case is needful for the society increased confidence in the national justice system.

And finally, hopefully this research will be a small contribution to the improvement of Georgian civil procedure law. Taking into consideration the practical and theoretical nuances related to this principle will allow getting a better practical realization of this maxim in civil proceedings.

GIURISPRUDENZA

**OSSERVAZIONI A MARGINE DELLA SENTENZA A SEZIONI UNITE
DELLA CORTE DI CASSAZIONE DEL 12 MAGGIO 2020 N. 8770[°]**

Eleonora Forcignanò

Avvocato in Milano

CASSAZIONE CIVILE, Sez. Unite, 12 maggio 2020, n. 8770 – Pres. Petiti – Rel. Genovese.

Interest Rate Swap – Qualificazione del contratto - Scommessa legalmente autorizzata – Mancata rappresentazione degli scenari probabilistici – Incidenza sulla causa del contratto – Nullità.

Il contratto derivato Interest Rate Swap rientra nella categoria delle scommesse legalmente autorizzate, la cui causa tipica è rappresentata dall'assunzione di un'alea razionale da parte di entrambi i contraenti. Perché l'alea sia razionale essa deve essere misurabile. A tal fine, l'accordo non deve limitarsi ad investire il mark to market, ma deve investire altresì gli scenari probabilistici. In mancanza, il contratto è nullo per difetto di causa.

[°] Saggio sottoposto a *double-blind peer review*.

1. «Per molti la parola “derivati” è misteriosa ed è un po’ il simbolo del buio ed apparentemente impenetrabile mondo della finanza moderna. In realtà, le basi dei derivati sono facili da capire, in parte perché molte persone che vivono nei Paesi industrializzati, lo sappiano o no, possiedono un derivato.

I derivati sono contratti tra due soggetti che specificano le condizioni – in particolare, le date e i valori delle variabili fondamentali – in base alle quali si determinano i pagamenti, o payoff, che verranno effettuati dalle controparti».¹

In tale “buio ed impenetrabile mondo” sembra essersi smarrita anche la Suprema Corte con la pronuncia a Sezioni Unite del 12 maggio 2020 n. 8770², emanata sulla scorta di un filone giurisprudenziale inaugurato con la sentenza della Corte d’Appello di Milano del 18 settembre 2013 n. 3458³, in merito al derivato di tipo *Interest Rate Swap* (“IRS”), un derivato negoziato bilateralmente tra le parti fuori mercato - *over the counter* (“OTC”), attraverso il quale le stesse si obbligano ad eseguire reciprocamente a determinate date pagamenti, il cui ammontare è determinato sulla base di parametri di riferimento (es.: tassi di interesse) diversi.⁴

¹ RUBISTEIN, *Derivati, Futures, opzioni e strategie dinamiche*, Milano, 2005, 1: «Ad esempio, gli schemi di previdenza sociale sono derivati, che impegnano gli individui ad una serie di pagamenti a favore dello stato fino all’età di 65 anni, e impegnano lo stato a payoff a favore degli individui dopo i 65 anni e finché essi restano in vita. In questo caso, i payoff vengono effettuati a date prestabilite e dipendono dalla sopravvivenza degli individui. Chi ha contratto un mutuo ipotecario, con il diritto di estinguerlo in via anticipata, si è imbattuto – forse inconsapevolmente in un derivato. Per fare un esempio più drammatico, le polizze assicurative contro i terremoti sono derivati che impegnano gli individui a regolari pagamenti annuali e le compagnie di assicurazioni a payoff potenzialmente molto più rilevanti se un terremoto dovesse distruggere le loro proprietà. I derivati sono anche noti come diritti contingenti dato che i loro payoff dipendono da eventi relativi alle variabili sottostanti».

² Cass., Sez. Un., 12 maggio 2020, n. 8770. La vicenda prende le mosse da alcuni *Interest Rate Swaps* (“IRS”) conclusi dal comune di Cattolica e una banca tra il 2003 e il 2004. Per una sintesi del procedimento che ha portato alla decisione della Corte, cfr. CUSUMANO, *Le Sezioni Unite sull’acquisto di swap da parte dei comuni. Commento a Cassazione Civ., Sez. Un., 12 maggio 2020, n. 8770 – Pers. Petitti, Rel. Genovese*, 22 maggio 2020, in www.dirittobancario.it.

³ Cfr. anche Corte d’Appello di Brescia, 11 gennaio 2018, n. 8, con nota di INDOLFI, *Swap: la Corte d’appello di Brescia richiede mark to market, modello di calcolo e scenari probabilistici. Commento a Corte d’Appello di Brescia, 11 gennaio 2018, n. 8 – Pres. Pianta, Rel. Vilona*, 18 gennaio 2018, in www.dirittobancario.it; *Contra*: Trib. di Milano, 9 marzo 2016, n. 3070, con nota di SAAVEDRA SERVIDA, *Interest Rate Swap, Mark to Market e determinazione dell’oggetto del contratto*, in *Riv. dir. banc.*, 2017, 95.

⁴ CAPUTO NASSETTI, *Profili Civilistici dei Contratti “Derivati” Finanziari*, Milano, 1997, 37: «Gli elementi di questa definizione sono il sinallagma tra le due prestazioni, la pluralità dei

Con una motivazione che presta il fianco a diverse critiche, la Suprema Corte ha dimostrato infatti di non condividere la suddetta definizione, ritenendo che l'accordo avente ad oggetto l'IRS debba investire, a pena di nullità, oltre che le date (*effective date*, la data di inizio, *maturity date*, la data di scadenza, *payment date*, la data in cui sono scambiati i flussi di interessi) e i valori delle variabili fondamentali (ossia il *notional amount* e gli *interest rates*), anche il *mark to market*, ovvero il valore teorico del contratto ad una certa data, e i costi impliciti⁵, nonché gli scenari probabilistici. Ciò in quanto questi ultimi sarebbero rappresentativi della “consistenza dell’alea”.

Il presente lavoro si soffermerà sull’esame della sentenza in parola con particolare riferimento alle affermazioni della Corte, relative al ruolo svolto dai cd. “scenari probabilistici” nell’ambito del contratto IRS, alla luce delle disposizioni specifiche dettate dalla disciplina di settore.

2. Ma procediamo con ordine. La sentenza in argomento parte dal presupposto per cui i contratti derivati sarebbero qualificabili come scommesse. In particolare, essi appartenerebbero alla categoria delle scommesse legalmente autorizzate in virtù dell’art. 23, c. 5, del D. Lgs. n.

pagamenti ed il fatto che questi siano determinati su basi diverse. La necessaria interdipendenza tra le prestazioni delle parti è requisito essenziale del contratto (ciò lo distingue dalla combinazione di due mutui) in quanto l’obbligo di una parte trova la ragion d’essere nella controprestazione dell’altra. La pluralità dei pagamenti consiste nel fatto che i pagamenti che almeno una parte deve all’altra non siano meno di due. [...]. La terza caratteristica è che i pagamenti siano determinati in base a parametri diversi. [...]. Il termine parametro va inteso in senso lato tale da ricomprendere non solo un dato fisso, ma una qualsiasi variabile che viene utilizzata per determinare una quantità della prestazione dovuta dai contraenti, ma anche l’elemento temporale dell’esecuzione dell’obbligazione».

⁵ Per la rilevanza dell’informativa sui costi e sul *mark to market* del derivato come informativa di natura precontrattuale si veda *infra*, p. 9. Cfr., inoltre, PONTIROLI, *Contratti derivati e scommessa: come l’uso incontrollato di una metafora comprometta i rapporti tra diritto dei contratti e diritto dell’intermediazione finanziaria*, in *Riv. dir. priv.*, 2015, 234 - 251: «Nei contratti di interest rate swap le parti scambiano tra loro flussi finanziari determinati, di volta in volta, secondo i parametri stabiliti: l’oggetto contrattuale è definito dalle reciproche obbligazioni delle parti, il cui contenuto s’individua con riferimento all’andamento nel tempo di certe grandezze definite dai loro accordi. Il *mark to market*, proprio perché è il risultato di una valutazione de futuro alla quale non corrisponde un obbligo di prestazione attuale, resta estraneo al meccanismo contrattuale elaborato in funzione della gestione e neutralizzazione del rischio [...] La determinazione del *mark to market* da parte dell’intermediario che è parte del contratto, diretta o indiretta che sia, s’inquadra nella collaborazione da esso dovuta all’altra parte contrattuale in ragione della proiezione del rapporto nel tempo e della variabilità della grandezze di mercato scelte quali parametri per il completamento della volizione contrattuale....». Nello stesso senso in giurisprudenza cfr. Trib. Torino, 30 novembre 2009, n. 8151.

58/98 (“TUF”). In altri termini, secondo il ragionamento della Corte, in forza di tale norma del TUF, per cui appunto «agli strumenti finanziari derivati... non si applica l'art. 1933 c.c.»⁶, i derivati non rientrerebbero nella categoria delle scommesse tollerate, in quanto irrazionali (categoria ricondotta dalla Corte appunto all'art. 1933 c.c.), ma in quella delle scommesse autorizzate. Ciò a condizione che esse possano definirsi “razionali”.

Secondo la Corte, pertanto, la giustificazione causale del contratto derivato IRS, più che nello scambio dei flussi di pagamento come sostenuto da autorevole dottrina e da parte della giurisprudenza⁷ o nell'interesse in concreto perseguito dai contraenti, come sostenuto da altra parte della dottrina e della giurisprudenza⁸, si troverebbe nella scommessa in sé, la quale sarebbe qualificabile come autorizzata solo nella misura in cui si possa definire razionale.

⁶ Ai sensi dell'articolo 1933 del c.c. «Non compete azione per il pagamento di un debito di giuoco o di scommessa, anche se si tratta di giuoco o di scommessa non proibiti. Il perdente tuttavia non può ripetere quanto abbia spontaneamente pagato dopo l'esito di un giuoco o di una scommessa in cui non vi sia stata alcuna frode. La ripetizione è ammessa in ogni caso se il perdente è un incapace».

⁷ CAPUTO NASSETTI, *Profili Civilistici*, cit., 54: «Il contratto esaurisce la sua funzione con lo scambio dei flussi di pagamento e la causa tipica immanente che caratterizza questo contratto è appunto lo scambio dei pagamenti, che di per sé ha ragion d'essere. Sarebbe errato far rientrare nella causa lo scambio dei rischi della variazione dei tassi, che in certe ipotesi di swap è addirittura inesistente [...]. Il rischio di variazione dei tassi di cambio e di interesse fa parte dell'alea normale del contratto swap, di quell'alea cioè che non si inserisce nel contenuto del contratto sì da qualificarne la funzione, ma rimane ad esso estrinseca, per quanto di fatto connessa con lo svolgimento esecutivo del rapporto contrattuale». ID, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2011, 23; PAGNONI, *Contratti di Swap*, in GABRIELLI - LENER (a cura di), *Trattato dei contratti*, vol. II, Torino, 2011, 1405; DI RAIMO, *Interest rate swap teoria del contratto e nullità: e se finalmente dicessimo che è immeritevole e tanto basta?*, in *Rass. dir. civ.*, 2014, 317: «...la causa c'è ed è lecita. C'è la causa perché l'Interest rate swap quale minimo comun denominatore funzionale ha, non già la creazione di alee, che possono invece preesistere, bensì la loro disciplina. Causa del contratto è la definizione delle regole di futuri flussi finanziari tra le parti». In giurisprudenza, cfr. Trib. di Milano, 28 gennaio 2014, n. 978

⁸ Si tratta della teoria della c.d. “causa in concreto”, nozione elaborata in dottrina e affermata in giurisprudenza con la sentenza della Corte Cass., 8 maggio 2006, n. 10490, che ha abbandonato la nozione della “causa astratta”, intesa quale funzione economico – sociale del contratto, e ne ha attribuito ufficiale riconoscimento definendola quale «sintesi degli interessi reali che il contratto è diretto a realizzare, e cioè come funzione individuale del singolo, specifico contratto, a prescindere dal singolo stereotipo contrattuale astratto, fermo restando che detta sintesi deve riguardare la dinamica contrattuale e non la mera volontà delle parti». In dottrina cfr. TUCCI, *La negoziazione degli strumenti finanziari derivati e il problema della causa del contratto*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, 68; in giurisprudenza, cfr. Corte d'Appello, 3 maggio 2013, n. 141

Perché la scommessa sia legalmente autorizzata e perciò lecita deve presentare un'alea⁹ razionale per entrambi gli "scommettitori", ovvero essere conformata ad un rischio ponderato e ragionato da entrambi i contraenti¹⁰, in quanto il contratto ne consenta la misurabilità. Conseguentemente, quando una delle controparti non è posta nelle condizioni di prefigurarsi i rischi assunti e in particolare la misura degli stessi, l'alea non può dirsi razionale e pertanto, configurando un elemento essenziale del contratto, l'IRS è nullo perché privo della causa¹¹.

⁹ Per la definizione dello *swap* come contratto aleatorio cfr. CORRIAS, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, in MAFFEIS (a cura di), *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, *Quad. Banca borsa tit. cred.*, 2014, 173 ss; cfr. anche Cass., Sez. I, 13 luglio 2018, n. 18724, dove si legge: «Lo swap è un contratto aleatorio la cui "meritevolezza" non si può valutare a posteriori. Sicché, in definitiva, il sostenere la tesi della nullità del contratto per mancanza di causa, in conseguenza della mancanza di alea, possiede in sé - e cioè se l'assenza di causa non emerga alla stregua del testo contrattuale valutato ex ante - la stessa fondatezza che avrebbe la tesi della nullità del contratto di assicurazione per il rischio di incendio o di terremoto, che costituiscono normalmente eventualità remote alquanto, una volta che l'incendio o il terremoto non abbiano avuto luogo. Insomma, i contratti aleatori sono previsti dall'ordinamento e non vanno certo incontro in sé stessi ad un giudizio di immeritevolezza. È fortemente, poi, opinabile se il giudizio di meritevolezza possa essere impiegato a fini di riequilibrio equitativo del contratto, ma certo - ammesso che ciò sia possibile - l'operazione va almeno compiuta secondo una valutazione operata ex ante, non ex post, sì da giudicare meritevoli i contratti di swap in cui l'investitore ha guadagnato ed immeritevoli quelli in cui ha perso».

¹⁰ Nel senso che su ciascuno dei contraenti deve gravare una componente di rischio (bilateralità), al punto che l'assoluta mancanza di un'alea a carico di uno dei contraenti può dar luogo ad assenza di causa, cfr. CORRIAS, op. cit., 173; in giurisprudenza cfr. Corte d'Appello, 18 settembre 2013 n. 3458 e Corte d'Appello, 25 maggio 2015, n. 2244.

¹¹ La Corte nella sentenza in parola peraltro definisce gli *swaps* «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 un'adeguata caratterizzazione causale detto affare sarà caratterizzato da una irrisolutezza di fondo che renderà nullo il relativo contratto perché non caratterizzato da un profilo causale chiaro e definito (o definibile)». La conclusione cui sorprendentemente la Corte giunge partendo da questa impostazione, che sembra di primo acchito in linea con la teoria della cd. "causa in concreto", cui si è fatto cenno *infra* alla nota n. 8, è di ritenere invece validi gli *swaps*, in quanto negozi a causa di scommessa, solo «in presenza di un negozio che indichi la misura dell'alea, calcolata secondo criteri riconosciuti ed oggettivamente condivisi, perché il legislatore autorizza solo questo genere di scommesse sul presupposto dell'utilità sociale di quelle razionali, intese come specie evoluta delle scommesse di pura abilità. E tale accordo sulla misurabilità/determinazione dell'oggetto non deve limitarsi al criterio del mark to market, ma investire, altresì, gli scenari probabilistici Infatti, l'importanza dei menzionati parametri di calcolo consegue alla circostanza che tramite essi si può realizzare la funzione di gestione del rischio finanziario...».

È necessario pertanto che dal contratto si possano evincere gli elementi che, in sé considerati, determinano in concreto la misura dell'alea, in particolare: gli scenari probabilistici. Qualora il contratto manchi di tali elementi - del cui contenuto specifico peraltro non vi è traccia nella sentenza in parola - esso si deve ritenere nullo per difetto di causa.

Questo il ragionamento della Corte¹².

In merito si può innanzitutto rilevare che, come è stato da più parti osservato in dottrina, il legislatore del TUF, «*in un mondo totalmente differente*»¹³, attraverso la previsione dell'art. 23, c. 5, più che autorizzare le scommesse razionali, prende piuttosto atto del fatto che le scommesse disciplinate del codice civile nulla hanno in comune con gli accordi praticati in ambito finanziario: essi non sono né tollerati, né autorizzati, sono semplicemente «*altro*».

Se è vero infatti che un derivato può essere esaminato sulla base della prospettiva tradizionale come rapporto contrattuale fonte di obbligazioni e quindi, nella prospettiva del diritto comune, essere inquadrato puramente e semplicemente in una delle sue fattispecie «*tipiche*» ovvero, laddove la prima operazione ermeneutica risulti impossibile, essere definito «*atipico*» e di conseguenza essere assoggettato all'indagine di meritevolezza di cui all'art. 1322 c.c., è anche vero che, nella vigenza di un completo e complesso sistema di norme specialistiche, peraltro di matrice europea, che regolano le modalità della sua conclusione¹⁴, in applicazione appunto del principio di specialità, è

¹² In senso conforme cfr. MAFFEIS, *La causa del contratto di interest rate swap e i costi impliciti*, in *Riv. dir. banc.*, 2013, 3, dove si legge: «La distinzione fra scopo di copertura e scopo di speculazione è semplicistica, e non considera la vera natura di qualsiasi interest rate swap, che è quella di una scommessa – autorizzata, ai sensi dell'art. 1935 cod. civ. in forza del richiamo di cui all'art. 1 TUF, quantomeno allorché non presenta accentuati scostamenti dalle fattispecie socialmente tipizzate – che ha per scopo comune la creazione di un rischio e il cui oggetto è rappresentato dalle allee bilaterali e reciproche, ed è del tutto distinta dalla natura del contratto di assicurazione».

¹³ DI RAIMO, *op. cit.*, 317

¹⁴ Ci si riferisce per quanto riguarda la disciplina attualmente in vigore, cui si fa riferimento nel testo salvo, ove necessari, rinvii espliciti alla disciplina previgente, innanzitutto al Testo Unico della Finanza contenuto nel D. Lgs. n. 58/98 («TUF») e al relativo regolamento attuativo, ossia il Regolamento Intermediari tempo per tempo vigente, nonché alle Circolari interpretative di terzo livello dettate da Consob, come la Comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009 sul dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi, e alla disciplina sovranazionale direttamente applicabile, come il Regolamento Delegato (UE) 565/2017 che integra la Direttiva 2014/65/UE («MIFID II») e il Regolamento (UE) n. 1286/2014 relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati («PRIIP»).

prima di tutto a questo sistema di norme che occorre riferirsi¹⁵ per inquadrare la fattispecie e aclarare se l'accordo che ha dato vita al derivato (*rectius*: il derivato in sé), abbia in concreto una “*giustificazione razionale*” (i.e.: una causa valida) e sia quindi lecito, oppure no¹⁶.

In questa prospettiva, l'IRS è innanzitutto uno strumento finanziario¹⁷, che trova la sua tipizzazione nella categoria dei derivati individuati dal TUF¹⁸ e

¹⁵ PONTIROLI, op. cit., 266

¹⁶ Per la definizione del concetto di causa cfr. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, ed. XIV, Napoli, 2009, 808: «La causa è correttamente intesa come ragione dell'affare, come giustificazione dei movimenti dei beni da un individuo all'altro, quale essa emerge dal concreto atteggiarsi dei interessi nel caso singolo, desumibili in concreto, se del caso, dalla più complessa operazione economica e non già in astratto dal tipo contrattuale». E ancora: «La causa del contratto ...va ravvisata avuto riguardo ai concreti interessi che i privati intendono perseguire con la concreta operazione economica. Infatti, se l'indagine sul tipo è essenzialmente astratta e statica, quella sulla causa è esclusivamente concreta e sempre dinamica. Con il tipo si pone un problema di configurabilità [N.d.R.: meritevolezza], con la causa si pone invece un problema di liceità degli interessi perseguiti».

¹⁷ CAPUTO NASSETTI, *I Contratti derivati*, cit., 93 ss.; LA MALFA, *Alcuni spunti di riflessione a margine della sentenza della Corte d'Appello di Milano n. 3459 del 18 settembre 2013 in tema di strumenti finanziari derivati*, in *Riv. Dir. Banc.*, 2014, 1.; INDOLFI, *Causa ed autonomia privata nei contratti derivati*, in ALCARO (a cura di), *Causa del contratto – Evoluzioni Interpretative ed indagini applicative*, Milano, 2016, 193. Per una ricostruzione degli orientamenti giurisprudenziali in merito, cfr. IMBRUGLIA, *La nullità del contratto di Interest Rate Swap*, in *Quest. giust.*, 2017, 177; GROSSULE, *Giudizio di meritevolezza dei contratti derivati over the counter. Recenti sviluppi giurisprudenziali*, 10 aprile 2019, in www.dirittobancario.it.

¹⁸ PONTIROLI, op. cit., 210, dove si legge: «Nella sequenza degli interventi normativi sulla materia, autoctoni o di origine europea, sembra allora doversi cogliere un orientamento crescente a riconoscere quali strumenti finanziari, una serie via via più ampia di contratti derivati di larga diffusione sul mercato ed almeno socialmente tipici, destinata ad essere integrata – sia pure per via amministrativa – con le nuove figure create dalla pratica mercantile. Tale riconoscimentoha l'evidente significato di qualificare i contratti derivati come strumenti finanziari e, quindi, di assoggettarli alla disciplina di livello primario dettata dal t.u.i.f. e a quella di secondo livello contenuta nel c.d. regolamento degli intermediari: disciplina che....ruota attorno ai doveri di cura dell'interesse degli investitori»; ID, cit., 273: «..si respin[ge] la tesi che i contratti derivati, compresi nell'elenco di cui all'art. 1, co. 2 del t.u.i.f. si possano considerare tuttora atipici e quindi debbano essere sottoposti al giudizio di meritevolezza ai sensi del secondo comma dell'art. 1322 c.c. [...], [N.d.R.: tale sottoposizione] si muov[e] in direzione contraria al processo d'armonizzazione della disciplina dei mercati finanziari, compromettendone l'integrazione e violando il principio della primazia del diritto dell'Unione Europea». *Contra*, nel senso della “*atipicità*” dello *swap*, cfr. MAFFEIS, *Intermediario contro investitore: “i derivati over the counter”*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, 784.

costituisce l'oggetto dei servizi di investimento ivi definiti e disciplinati come attività soggette a riserva¹⁹.

In merito, occorre rilevare che il legislatore speciale non ha adottato la tecnica di regolazione fondata sulla definizione delle singole fattispecie, tipica del diritto comune, ma - per quanto tale *modus operandi* possa apparire discutibile - si è limitato alla mera elencazione nominativa²⁰ degli strumenti finanziari derivati, rinviando per l'individuazione dei tratti caratteristici di ciascuno di essi alla prassi del mercato. Cionondimeno, ha dettato un complesso di norme che disciplinano il funzionamento e le modalità di regolamento di tali strumenti, dalla fase cd. "*pre-trade*" a quella cd. "*post-trade*", che forniscono all'interprete tutti gli strumenti cui attingere per individuarne la disciplina.

Pertanto, sebbene molto si possa dire sulla causa dei contratti derivati e molto sia stato detto in dottrina e in giurisprudenza anche in contrasto con quanto in definitiva affermato dalla Suprema Corte con la sentenza in parola²¹,

¹⁹ Cfr. art. 1, co. 2 e 5 del TUF. Si osserva per vero che il TUF non fornisce una definizione unitaria degli strumenti finanziari e neppure dei servizi e attività di investimento, né fornisce una definizione dei singoli strumenti finanziari, riportando piuttosto un elenco di fattispecie legate strettamente le une alle altre, proprio in quanto i servizi di investimento assumono rilevanza giuridica solo nella misura in cui "*hanno per oggetto strumenti finanziari*". Ma vi è di più: i servizi di investimento, rilevanti per l'ordinamento in quanto investono strumenti finanziari, sono soggetti a riserva e possono quindi essere prestati solo da soggetti espressamente a ciò autorizzati e soggetti a vigilanza da parte dell'Autorità a ciò deputata (CONSOB). In tal senso, cfr., ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, ed. 5, Torino, 2014, 81.

²⁰ Per l'utilizzo della locuzione "*contratti nominati*" come "*contratti tipici*", cfr., CLARIZIA, voce *Contratti Innominati*, in *Enc. giur.*, vol. IX, Roma, 1988, 3.

²¹ CAPUTO NASSETTI, *Un salto indietro di trent'anni: "Swap uguale scommessa"!*, in *Giur. comm.*, 2014, 287; BERTI DE MARINIS, *I Contratti derivati: corretta allocazione del rischio e meritevolezza degli interessi*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, 464, dove si legge: «... la razionale assunzione del rischio da parte del cliente su cui la giurisprudenza particolarmente insiste ... non può influenzare la causa del contratto che è e rimane - anche se intesa quale funzione economico individuale - un particolare modo di conformarsi del contratto rispetto alla realtà degli interessi propri dei contraenti ma a prescindere dalla percezione che gli stessi hanno del contratto. L'assenza di consapevolezza, cioè, sicuramente può incidere sulla validità del contratto, ma nelle forme dell'annullamento per vizio del consenso. Ciò che incide sul profilo causale è la razionalità dello strumento negoziale (i.e: l'IRS) rispetto al caso concreto e non la razionalità della scelta del cliente. Quello che occorre domandarsi quindi è se quel determinato IRS sia o meno uno strumento razionale di gestione di quei rischi finanziari di cui le parti risultano titolari. Il profilo causale - anche inteso, lo si ripete, nella sua accezione economico individuale - non riguarda la modalità con cui le parti si rapportano al contratto, ma come il contratto si rapporta all'ordinamento». In questo senso, cfr. DI RAIMO, op. cit., 317; nell'ambito delle decisioni dell'ACF (Arbitro per le Controversie finanziarie), si veda la

a parere della scrivente questa attività ermeneutica non può prescindere dalla constatazione che nell'ambito dei derivati, e in particolare dei derivati OTC come l'IRS, che si caratterizzano per essere negoziati bilateralmente (direttamente tra le due parti) fuori dai mercati regolamentati, la distinzione tra la componente negoziale (i.e: che si sostanzia nel/i Servizio/i di investimento prestato/i dall'intermediario) e il "prodotto" finanziario da essa generato è tecnicamente impossibile²².

Come è stato autorevolmente sostenuto, l'errore di coloro che operano siffatta distinzione consiste propriamente nel non aver colto l'intrinseca natura dello strumento e nell'aver voluto forzatamente distinguere, là dove la distinzione era inattuabile, fra il momento genetico e il risultato della genesi negoziale. Al contrario, la peculiarità dello strumento derivato consiste propriamente nella compenetrazione istituzionale tra atto negoziale ed entità finanziaria generata²³.

In quest'ottica, occorre quindi esaminare la disciplina di settore per indagare le possibili cause di nullità di un derivato IRS, prima tra tutte quella per mancanza di una causa lecita.

La tendenza dimostrata dalla giurisprudenza a pretermettere tale disciplina appare infatti quantomai inopportuna, perché non solo si traduce in una

recentissima decisione n. 2678 del 16 giugno 2020, dove si legge: «...se l'indicazione del Mark to Market e degli scenari probabilistici è funzionale solo a rendere consapevole il contraente dell'aleatorietà dello strumento è evidente che – là dove non si ponga anche un problema di compatibilità con le regole di contabilità pubblica e con i limiti agli impegni di spesa propri degli enti pubblici – la mancanza della loro indicazione possa al più far sorgere un problema di consenso non integro, da ricondurre dunque alla tematica più generale dei vizi del consenso e dare ingresso ai conseguenti rimedi, ma non certo un problema di illiceità della causa o di indeterminatezza dell'oggetto contrattuale tale da condurre alla nullità dell'operazione». *Contra*: MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, 1096.

²² In relazione alla conclusione di un derivato OTC tra intermediario e cliente vengono in rilievo due Servizi di investimento disciplinati dal TUF con cui lo strumento si fonde: innanzitutto, come spiegato meglio nel testo, il Servizio di Consulenza in materia di investimenti, previsto dall'art. 1, c. 5-septies, del TUF, e in secondo luogo il Servizio di Negoziazione per conto proprio, previsto dall'art. 1, co. 5-ter, del TUF. Nell'ambito di tale ultimo Servizio, in particolare, l'intermediario si pone quale controparte necessaria del derivato che viene negoziato direttamente con il cliente. Questi aspetti differenziano i derivati OTC dai derivati cd. standardizzati o uniformi, il cui contenuto è "etero-regolamentato" (nel senso che le caratteristiche dello strumento sono standardizzate e definite dal gestore del mercato su cui vengono negoziati) e rispetto ai quali l'intermediario svolge il mero ruolo di "esecutore" dell'ordine del cliente sul mercato medesimo.

²³ GIRINO, *I contratti derivati*, ed. 2, Milano, 2010, 14; LA MALFA, op. cit., 4; IMBRUGLIA, *La nullità del contratto*, cit., 183

disapplicazione arbitraria della stessa, ma finisce per “generare”, come nel caso della sentenza in esame, norme dettate esclusivamente dall’esigenza di tutela nel caso concreto, in contrasto con i principi fondamentali dell’ordinamento.

3. Nella prassi dei mercati finanziari l’IRS tipicamente²⁴ consiste in un accordo rispetto allo scambio di obbligazioni future, determinate sulla base di un diverso tasso di interesse²⁵.

Alla “conclusione di questo accordo” si giunge attraverso un processo che vede coinvolte le parti in funzione di intermediario da un lato e cliente dall’altro.

Si è detto che, in linea generale, la prestazione dei servizi di investimento è un’attività riservata, esercitabile da soggetti a ciò debitamente autorizzati, i quali nella prestazione di detti servizi debbono adempiere ad una serie di obblighi di comportamento. Detti obblighi trovano il loro comun denominatore nella tutela del cliente e si declinano nello svolgimento di attività volte innanzitutto alla conoscenza di quest’ultimo (cd. “*Know your customer rule*”).

L’intermediazione finanziaria avviene infatti innegabilmente in un contesto di asimmetrie informative. La determinazione del grado di cultura finanziaria in capo alla clientela degli intermediari, pertanto, è da sempre il primo passo per colmare il *deficit* informativo di una parte (il cliente) rispetto all’altra (l’intermediario).

In questo senso, viene innanzitutto in rilievo la norma²⁶ che obbliga l’intermediario a classificare la clientela all’interno di categorie, individuate in base al bisogno di tutela (nell’ordine: clientela cd. “al dettaglio”, clientela cd. “professionale” e “controparti qualificate”), e di modulare quindi il proprio comportamento in relazione al tipo di cliente²⁷.

A mente del legislatore tutti i clienti necessitano di una qualche forma di tutela. Essa tuttavia è differente a seconda della categoria di appartenenza e gradua dalla totale assistenza alla mera trasparenza su alcuni aspetti delle

²⁴ Per la tesi della “tipicità” dei derivati nominativamente elencati nel TUF, si veda *infra* la nota n. 18.

²⁵ In dottrina si è parlato anche di contratto di scambio commutativo, in quanto esso troverebbe ed esaurirebbe la sua ragion d’essere nello scambio dei flussi di pagamenti. In tal senso, cfr. PAGONI, op. cit., 1416;

²⁶ Attualmente contenuta nell’art. 45 del Regolamento UE n. 565/2017

²⁷ Si precisa che in tale prospettiva si muovevano già la Direttiva 2004/39/CE (MIFID I) e la Direttiva 93/22/CE, la quale all’art. 11 prevedeva l’obbligo in capo agli Stati membri di tener conto, nel formulare le regole di comportamento degli intermediari, della natura dei clienti.

operazioni poste in essere, fermo restando l'obbligo in capo agli intermediari di adottare al loro interno procedure atte ad informare il loro agire sempre nel migliore interesse del cliente.

Più in particolare, tale impostazione si basa sulla presunzione (semplice)²⁸ per cui la clientela c.d. "al dettaglio" o cd. "*retail*" (considerata quella con minore esperienza e conoscenza finanziaria) è quella che per definizione si trova a dover riporre massimo affidamento nell'assistenza e nella professionalità dell'intermediario, con particolare riferimento ad esempio alla valutazione di adeguatezza/appropriatezza della transazione e alla definizione delle condizioni economiche da applicare alla medesima, di cui non è in grado di giudicare la congruità, spesso neppure in un momento successivo alla conclusione dell'operazione.

Il differente grado di tutela si estrinseca nell'applicazione totale o parziale delle regole di comportamento previste in capo agli intermediari nella prestazione dei servizi di investimento. Regole che a loro volta sono diverse a seconda del tipo di strumento finanziario concluso o sottoscritto e del tipo di Servizio che viene di volta in volta prestato. D'altro canto, trattare un "investitore esperto", ovvero un cliente cd. "professionale" o una "controparte qualificata", alla stessa stregua di un cliente "*retail*" può risolversi nell'applicazione di regole del tutto inutili e, per tale via, un dannoso dispendio di risorse, tanto per l'intermediario, quanto per l'investitore²⁹.

Con particolare riguardo alle norme che interessano la conclusione di contratti derivati con la clientela "*retail*", un punto di snodo della disciplina è stato costituito dalla Comunicazione Consob sulla distribuzione di prodotti finanziari illiquidi alla clientela "*retail*" (cd. "Comunicazione sugli illiquidi")³⁰.

Nella citata Comunicazione, Consob ha avuto modo innanzitutto di chiarire che «con specifico riferimento ai derivati negoziati OTC, l'assistenza

²⁸ Ai sensi dell'art. 45 del Regolamento Delegato (UE) n. 565/2017, attualmente in vigore, il cliente che abbia ricevuto una determinata classificazione può infatti chiedere di essere trattato diversamente e pertanto a seconda dei casi ricevere maggiore o minore tutela da parte dell'intermediario.

²⁹ ANNUNZIATA, op. cit., 151

³⁰ Comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009, la quale disciplina «Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi ai clienti retail». Con tale Comunicazione, Consob pone l'accento su uno dei tratti caratteristici di strumenti quali i derivati OTC (i.e. IRS, *Interest rate collar*): essi difettano (a differenza dei derivati standardizzati e quotati, dove il contraente è "protetto" dal mercato) del connotato della "liquidità", che è uno dei fattori più rilevanti per valutarne il rischio. Da qui, l'attenzione dall'Autorità, che in via interpretativa definisce un sistema di tutele specifiche per i clienti "*retail*" che sottoscrivono tali tipi di strumenti.

fornita alla clientela nella fase di strutturazione di queste operazioni, create (o quantomeno presentate come) “su misura” per il cliente, pur in una logica di parziale standardizzazione, presuppone intrinsecamente che il prodotto sia presentato come adatto alla clientela e rende, quindi, imprescindibile l’applicazione del regime di adeguatezza previsto in caso di svolgimento del servizio di consulenza in materia di investimenti»³¹.

La strutturazione del derivato da parte dell’operatore professionale quindi, a mente della Consob, determina innanzitutto la coincidenza tra lo strumento finanziario e il Servizio di investimento di Consulenza in materia di investimenti³².

³¹ Come noto, Consob quale Autorità di Vigilanza con potestà regolamentare, agisce, oltre che attraverso atti normativi ed amministrativi generali, anche mediante atti di c.d. *moral suasion* (raccomandazioni, comunicazioni, istruzioni, pareri e atti di indirizzo). A fianco della potestà regolamentare propriamente intesa, legittimata dalla normativa di rango primario, la Consob esercita infatti anche un’attività che in dottrina è stata definita “paranormativa”. In tal senso, cfr. NICCOLAI, *I poteri garantiti della Costituzione e autorità indipendenti*, Pisa, 1996, 197; per l’assimilazione degli atti di *moral suasion* di Consob a quello delle pronunce giurisprudenziali, cfr. SERIO, *Il valore del precedente tra tradizione continentale e common law: due sistemi ancora distanti?*, in *Riv. dir. civ.*, 2008, 124, dove si legge: «Per la loro natura interpretativa ed orientativa, questi interventi condividono una sorta di affinità funzionale rispetto alle pronunce giurisprudenziali, le quali, come poc’anzi accennato, assolvono all’analogo compito di integrare e specificare i precetti legislativi creando, pur sempre nei limiti di un sistema giuridico di civil law qual è quello italiano, un paradigma suscettibile di generalizzazione e, quindi, di applicazione alla stregua di una regola giuridica»; nella giurisprudenza amministrativa, al riguardo cfr. T.A.R. Lazio – Roma, sez. I, 9 maggio 2006, n. 3367 in *Foro amm.*, 1689, per cui tali atti «pur non corrispondendo a una specifica potestà attribuita dalla legge, sono espressivi della stessa posizione che l’Autorità riveste nell’ambito dell’ordinamento di settore»; inoltre, ancor più incisivamente, sulla valenza giuridica degli atti di *moral suasion* della Consob, cfr. T.A.R. Lazio – Roma, sez. I, 26 novembre 2002, n. 10709: «Si tratta, difatti, di manifestazioni di giudizio, racchiudenti per lo più valutazioni di discrezionalità tecnica, che pur non avendo di solito una forza giuridica tale da abilitarle a conformare in modo cogente la sfera degli operatori, hanno comunque in ragione del loro contenuto di accertamento, una propria peculiare capacità di incidenza sui rapporti economici. Assistite da una presunzione di legittimità di particolare spessore, in ragione della competenza tecnica dell’organo da cui promanano, esse esprimono un punto di vista qualificato ed imparziale che esplica proprio la funzione prevista dalla legge (art. 91 TUF) di tutelare l’investitore orientandolo: creano quindi una certezza giuridica di tipo notizialeche presenta la caratteristica di essere giuridicamente affidante (nel senso che gli operatori e gli investitori sono autorizzati a riporvi affidamento), alla stessa stregua di quanto accade nella comune vita sociale per le certezze legali assistite da fede privilegiata Nella creazione di informazione e conoscenza rivestita di un certo grado di sicurezza in funzione dell’affidamento e dell’orientamento degli operatori sta quindi l’efficacia giuridicamente rilevante di simili atti».

³² Ai sensi dell’art. 1, c. 5-septies del TUF, per «*Consulenza in materia di investimenti si intende la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o*

Come noto, la prestazione di tale Servizio nei confronti dei clienti “*retail*”, proprio in forza della “personalizzazione” che lo caratterizza, obbliga preventivamente l’intermediario a valutare se il prodotto sia adatto al profilo del cliente, determinato con riferimento alla conoscenza ed esperienza che il cliente abbia di quello specifico prodotto, alla sua situazione finanziaria e ai suoi obiettivi di investimento (cd. “*Suitability rule*”)³³.

Per poter compiere tale valutazione, l’intermediario deve dotarsi di procedure che consentano agli addetti alla relazione con la clientela di giungere ad un giudizio effettivo e fondato circa l’adeguatezza del prodotto in relazione ai bisogni, agli obiettivi del cliente e alle sue caratteristiche, valutando le conseguenze delle diverse tipologie di rischio determinate dall’eventuale assunzione della posizione da parte dello stesso³⁴.

L’applicazione della cd. *Suitability rule* comporta che in caso di esito negativo della valutazione di adeguatezza l’intermediario non possa concludere l’operazione³⁵. In altri termini, in caso di esito negativo della valutazione, l’intermediario non può raccomandare al cliente il prodotto (*rectius*: la conclusione/negoziazione del derivato). Ciò si spiega se si considera che la raccomandazione, come atto esecutivo della consulenza, incorpora come tale l’opinione dell’intermediario circa la “ *fondatezza nel merito*” dell’operazione. La quale, in estrema sintesi, o è adeguata o semplicemente non è.

In questo contesto, Consob detta inoltre un regime di trasparenza precontrattuale specifica. L’informativa precontrattuale avente ad oggetto i derivati OTC nei confronti del cliente “*retail*”, in base all’interpretazione resa da Consob nella Comunicazione sugli illiquidi, ha tuttavia “solo” la finalità di

per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative a strumenti finanziari».

³³ Ai sensi dell’art. 40 del Regolamento Intermediari, adottato con Delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018: «*Al fine di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari che siano adeguati al cliente o potenziale cliente e, in particolare, che siano adeguati in funzione della sua tolleranza al rischio e della sua capacità di sostenere perdite, nella prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafogli, gli intermediari ottengono dal cliente o potenziale cliente le informazioni necessarie in merito:*

a) alla conoscenza ed esperienza in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di strumento o di servizio;

b) alla situazione finanziaria, inclusa la capacità di sostenere perdite;

c) agli obiettivi di investimento, inclusa la tolleranza al rischio».

³⁴ Per una ricostruzione dell’evoluzione della *Suitability rule*, cfr. IMBRUGLIA, *Primi appunti sull’Interest rate swap non adeguato*, in *Pers. merc.*, 2015, 29.

³⁵ Attualmente disciplinata dall’art. 54 del Regolamento Delegato (UE) n. 565/2017

migliorare le possibilità di apprezzamento da parte del cliente del “profilo” di rischio del prodotto³⁶.

La valutazione in merito alla legittimità della conclusione del derivato, e quindi si potrebbe dire la “responsabilità” della stessa, è invece tutta in capo all’intermediario. D’altro canto, nonostante l’inegabile ruolo svolto dell’informazione in ambito finanziario, la tutela del cliente “debole” non può che essere affidata alla professionalità dell’intermediario³⁷. Ma di questo si dirà più ampiamente oltre.

La citata informativa sui derivati OTC, alla luce delle indicazioni fornite dall’Autorità³⁸, nonché di quelle fornite nelle Linee guida interassociative per l’applicazione delle misure Consob in materia di prodotti illiquidi del 7 agosto 2009, validate dalla stessa Consob, dovrebbe estrinsecarsi (i) in un’ informativa generica sul “tipo” di prodotto, nell’ambito della quale dovrebbero essere fornite informazioni generali, utili ai fini valutativi, come le «esemplificazioni sui risultati di una generica operazione rispetto a

³⁶ Per un approfondimento sulla distinzione tra il concetto di raccomandazione e quello di informazione, cfr. GRECO, *La consulenza nel mercato finanziario tra diritto speciale e diritto comune*, Pisa, 2012, 61, dove si legge: «L’informazione ha la finalità di accrescere il patrimonio di conoscenze del destinatario, mentre la raccomandazione ha l’obiettivo esplicito di influenzarne il comportamento in una certa direzione. Se è vero che il comportamento di un investitore può essere influenzato anche dalla mera conoscenza di un fatto o di un dato ... il discrimine tra informazione e raccomandazione deve individuarsi nel fatto che la prima è neutra e la seconda è orientata. [N.d.R.: Dall’informazione] il destinatario non deduce l’azione migliore da compiere.....diverso è se la notizia è accompagnata o incorporata in una raccomandazione che induce il destinatario ad un ben determinato intervento sul mercato».

³⁷ In questo senso si esprime la Consob anche nella Comunicazione n. 0097996 del 22-12-2014 sulla distribuzione di prodotti finanziari complessi ai clienti retail, dove si legge: «Gli obblighi di trasparenza hanno limitati effetti nel mitigare il divario cognitivo tra gli intermediari finanziari ed i loro clienti retail, in quanto quest’ultimi sono normalmente dotati di una bassa cultura finanziaria che non consente loro di valutare la qualità dei prodotti d’investimento offerti» e raccomandava pertanto agli intermediari di «effettuare una adeguata due diligence su tutti i prodotti complessi che intend[ono] inserire nella gamma d’offerta. Quando a seguito di tale verifica l’intermediario accerti che in concreto il prodotto [...] non possa mai soddisfare al meglio gli interessi dei propri clienti [...] eviterà di prestare consigli su quel prodotto o di venderlo». Un’evoluzione nel senso normativo di tali assunti si è avuta con l’entrata in vigore della Direttiva 2014/65/UE (MIFID II), dove al considerando 71 si legge: gli intermediari «che realizzano strumenti finanziari garantiscano che tali prodotti siano concepiti per rispondere alle esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali all’interno di una pertinente categoria di clienti» (cd. “Product Governance”).

³⁸ In particolare, con riferimento all’illustrazione del profilo di rischio, nella Comunicazione sugli illiquidi citata si legge: «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)».

determinate ipotesi di scenario» (adoperando movimenti paralleli di curva o approcci neutrali al rischio), cd. “scenari di rendimento”³⁹ e (ii) un’ informativa specifica sulla singola operazione che in concreto il cliente conclude, la quale dovrebbe includere i seguenti elementi: il *Fair Value* (Valore teorico di *mid-market* dell’operazione come risultante dai modelli di pricing dell’intermediario); Costi di *hedging* (Costi sostenuti per la gestione del rischio di mercato dell’operazione); *Mark-up* (Costo sostenuto per la remunerazione commerciale dell’intermediario); *Mark to market* (Valore di smobilizzo nell’istante immediatamente successivo alla conclusione dell’operazione); Modalità di smobilizzo (Evidenziazione espressa delle eventuali difficoltà di liquidazione, dei conseguenti effetti in termini di costi, dei tempi di esecuzione della liquidazione e che l’unica fonte di liquidità è l’intermediario stesso).

Le norme vigenti all’epoca dei fatti (2003 – 2004), è bene precisarlo, prevedevano soltanto (i) l’obbligo di portata generale in capo all’intermediario di informare i clienti in merito alle “caratteristiche” del “tipo” di strumento finanziario oggetto d’investimento e ai relativi rischi, evidentemente soggetto a declinazione nel caso concreto, (ii) l’obbligo di verifica di adeguatezza indipendentemente dalla prestazione della consulenza, e quindi anche nell’ambito della sola prestazione del Servizio di Negoziazione per conto proprio, il cui eventuale esito negativo non comportava un divieto assoluto di agire, in quanto il giudizio di inadeguatezza espresso dall’intermediario poteva essere superato da un’autorizzazione da parte del cliente alla conclusione dell’operazione⁴⁰.

³⁹ Così le Linee Guida interassociative per l’applicazione delle misure CONSOB di livello 3 in tema di prodotti finanziari illiquidi pubblicate da ABI, ASSOSIM e FEDERCASSE e validate dalla CONSOB in data 5 agosto 2009 elaborate con la finalità di individuare soluzioni tecniche che rappresentino un *safe harbour* in termini di certezza applicativa da parte degli intermediari. In tale contesto, le associazioni di categoria hanno suggerito di fornire ai clienti al dettaglio, prima della stipulazione di derivati OTC, tra l’altro informazioni utili ad apprezzare il profilo finanziario del prodotto, come ad esempi l’andamento storico del parametro di riferimento, le illustrazioni del *payoff* a scadenza, o le esemplificazioni sui risultati di una generica operazione rispetto a determinate ipotesi di scenario, adoperando movimenti paralleli di curva o approcci neutrali al rischio. Si veda schema a p. 40

⁴⁰ L’introduzione dell’obbligo in capo agli intermediari di verifica dell’adeguatezza in Italia risale alla legge n. 1/1991 ed è stato poi riformulato con l’implementazione della Direttiva 39/2004/CE (MIFID), che ha avuto il pregio di renderlo non derogabile e quindi bloccante in senso assoluto per l’intermediario. In base alla disciplina precedente alla MIFID, invece, un’operazione giudicata non adeguata dall’intermediario poteva essere autorizzata espressamente dall’investitore, che poteva procedervi dunque ugualmente nonostante l’“avvertimento” da parte dell’intermediario della sua inadeguatezza. Ciononostante, la regola

Non è ben chiaro a che tipo di scenari faccia riferimento la Corte con la locuzione “scenari probabilistici”, cionondimeno da quanto esposto può già trarsi un primo ordine di considerazioni. Contrariamente a quanto assunto dalla stessa, nessuna informativa avente ad oggetto “scenari probabilistici” era prevista obbligatoriamente a carico degli intermediari all’epoca dei fatti di causa; con la Comunicazione sugli illiquidi la Consob declina un generico obbligo informativo sulle caratteristiche e rischi degli strumenti, dettato dalle norme, con la previsione tra l’altro di “scenari di rendimento”, nell’ambito dell’informativa precontrattuale avente ad oggetto i derivati OTC; tali scenari non riguardano in alcun modo la specifica operazione avente ad oggetto il derivato OTC concluso con il cliente⁴¹.

La Corte pertanto non solo compie un’operazione “creativa” di una previsione inesistente⁴², ma trasforma questa “creazione” in un elemento

della verifica dell’adeguatezza dello strumento finanziario al profilo del cliente ha sempre avuto la funzione di rafforzare i doveri di assistenza dell’intermediario nei confronti del cliente e in quanto tale è sempre andata ben oltre la semplice “filosofia dell’informativa”. A fronte di tale riformulazione, la MIFID ha inoltre limitato l’obbligo di tale verifica da parte degli intermediari alla prestazione del solo Servizio di Consulenza in materia di investimenti e al Servizio di Gestione di portafogli. In tutti gli altri casi, ovvero per tutti gli altri Servizi di investimento, vale la regola della verifica della sola appropriatezza (i.e. conoscenza ed esperienza del cliente in relazione allo specifico prodotto). Per una più dettagliata disamina, si veda ANNUNZIATA, cit., 138.

⁴¹ L’inesistenza di un obbligo in tal senso è evidenziata - con riguardo alla sentenza Corte d’Appello, 18 settembre 2013, n. 3459, che inaugura il filone cui aderiscono le Sez. Un. in commento - da LA MALFA, op. cit., 2, dove si legge: «La particolarità e la clamorosa innovazione della sentenza della Corte d’Appello sta non tanto nel ricollegare la causa del derivato a quella della scommessa lecita, ma piuttosto nel far derivare da questo inquadramento generale in termini di causa un obbligo informativo assoluto (la cui violazione porterebbe alla radicale nullità del contratto) di fornire informazioni (i) sulle probabilità circa il possibile “esito” della scommessa, (ii) sui costi applicati dell’intermediario ed associati alla scommessa stessa, nonché (iii) sul valore del mark to market dell’operazione (ovvero il costo di sostituzione) al momento della sua conclusione. Ebbene, fino a questo momento mai nessun giudice aveva ricollegato i suddetti obblighi informativi alla causa stessa dello strumento derivato che viene concluso nell’ambito del servizio di investimento di negoziazione in conto proprio reso dagli intermediari finanziari, né in costanza del regime precedente l’entrata in vigore della Direttiva 39/2004/CE (MIFID) né, a maggior ragione, dopo l’entrata in vigore della MIFID che ha cambiato il quadro delle informazioni precontrattuali a carico degli intermediari». E ancora, «alla luce della regolamentazione di dettaglio applicabile alla negoziazione in conto proprio di strumenti finanziari ... dovrebbe essere sufficiente evidenziare che mai nessuna norma ha espressamente richiesto agli intermediari di fornire informazioni sugli scenari di probabilità, per arrivare a considerare come del tutto ultroneo invece individuato (a pena di nullità) dalla Corte d’Appello».

⁴² Per una lettura critica della sentenza in commento, cfr. PERRONE, *La Cassazione e i derivati. Una sentenza da maneggiare con cura*, 29 maggio 2020, in www.ilsole24ore.com;

essenziale del contratto, senza peraltro indicarne il contenuto. Fatto quest'ultimo tanto più degno di rilievi critici, se solo si considera che – a fronte della totale incertezza applicativa che tale pronuncia ha generato tra gli operatori - il principio che invece da sempre pervade il diritto dei mercati finanziari è quello della massima armonizzazione delle regole, il cd. “*Level playing field*”.

Come si è detto, la rappresentazione dei cd. “scenari di rendimento”, concepita peraltro come una mera informativa “utile ai fini valutativi”, è raccomandata dalla Comunicazione sugli illiquidi in avanti come esposizione dei possibili risultati, calcolati peraltro con metodologie “*rispettose del principio di neutralità al rischio*”, rispetto a determinate ipotesi di scenario, non della operazione che di volta in volta è conclusa in concreto con il cliente, ma di una generica operazione avente ad oggetto lo stesso tipo di strumento. Si comprende quindi come essi possano indicare ben poco sui rischi (*rectius*: sulla misurazione dei rischi) in concreto assunti dal cliente attraverso il derivato concluso con l'intermediario.

Occorre infatti sottolineare un primo e, a parere della scrivente, determinante aspetto, riguardante il possibile contenuto degli “scenari probabilistici” richiamati dalla Corte, completamente obliterato nella sentenza: ipotizzando per un momento la sussistenza di un obbligo in capo agli intermediari di fornire al cliente in fase precontrattuale degli “scenari probabilistici”, che abbiano l'effetto di consentire a quest'ultimo la “misurazione” del rischio (*rectius*: dell’“alea”) in concreto assunto con la sottoscrizione dello strumento (ammesso che un tale calcolo sia effettivamente possibile!), appare di immediata evidenza come tali scenari dovrebbero innanzitutto riguardare proprio il derivato da questi concluso e non un derivato dello stesso tipo, astrattamente considerato.

Il contenuto e *la ratio* delle norme esistenti, anche alla luce dell'autorevole interpretazione fornita da Consob, vanno tuttavia, come si è detto, in una direzione diversa da quella seguita dalla Corte e, ammettendo per assurdo che un'inversione di tendenza sia possibile, essa - in un'ottica *de iure condendo* - potrebbe essere determinata solo dal legislatore speciale.

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., sez. un., 12 maggio 2020, n. 8770), 8 giugno 2020, in www.dirittobancario.it; DANUSSO, *Derivati: la sentenza della Cassazione 8770 del 2020 e le lezioni americane di Calvino. Funzione nomofilattica, esattezza e coerenza*, 22 giugno 2020, in www.dirittobancario.it. In senso adesivo, SARTORI, *Contratti derivati e sezioni unite: tutela dell'efficienza e dell'integrità del mercato*, 15 giugno 2020, in www.dirittobancario.it; SCIARRONE ALIBRANDI, *Causa variabile e causa meritevole dei derivati*, 25 giugno 2020, in www.dirittobancario.it.

Vi è da dire che la disciplina dell’informativa precontrattuale sui derivati OTC nei confronti dei clienti “*retail*” si è recentemente arricchita⁴³ di un nuovo tassello. Il Regolamento (UE) n. 1286/2014 (cd. Regolamento “PRIIP”⁴⁴) ha infatti introdotto un nuovo obbligo informativo. Si tratta dell’obbligo in capo agli intermediari di fornire il KID (*Key Information Document*), un documento standardizzato di natura precontrattuale contenente le informazioni chiave per gli investitori al dettaglio, pensato per consentire ad essi di assumere decisioni di investimento informate.

Tra i principali obiettivi perseguiti vi è quello di “*facilitare la comprensione*” delle caratteristiche chiave di ogni prodotto rientrante nella categoria dei PRIIPs, tra cui i derivati OTC, attraverso un documento informativo in cui vengono descritti in maniera sintetica le principali caratteristiche, il profilo di rischio, costi e oneri accessori e differenti “*scenari di performance*” dell’investimento.

I cd. “*scenari di performance*” in particolare hanno lo scopo di rappresentare una gamma di rendimenti attesi e vengono calcolati, nonostante non siano andati esenti da rilievi critici a livello comunitario⁴⁵, facendo ricorso

⁴³ Si precisa che Consob non si è mai espressa ufficialmente sul superamento della Comunicazione sugli Illiquidi che pertanto deve ritenersi ancora in vigore.

⁴⁴ Come previsto nel Considerando 6 del Regolamento PRIIPs, esso si applica «*a tutti i prodotti, indipendentemente dalla loro forma o struttura, ideati dall'industria dei servizi finanziari per offrire opportunità di investimento agli investitori al dettaglio e per i quali l'importo dovuto all'investitore è soggetto a fluttuazioni a causa dell'esposizione ai valori di riferimento o soggetto al rendimento di una o più attività che non sono acquistate direttamente dall'investitore al dettaglio. Tali prodotti dovrebbero essere denominati PRIIP ... Per tutti questi prodotti, gli investimenti non sono di tipo diretto, quale l'acquisto o la detenzione di attività. Essi agiscono invece da interfaccia tra l'investitore al dettaglio e i mercati attraverso un processo di assemblaggio consistente nel confezionare le attività in modo da creare prodotti che abbiano esposizioni, caratteristiche o strutture dei costi diverse rispetto ad una detenzione diretta. Tale assemblaggio può consentire agli investitori al dettaglio di impegnarsi in strategie di investimento che sarebbero altrimenti inaccessibili o poco pratiche, ma può anche richiedere di mettere a disposizione ulteriori informazioni, in particolare al fine di consentire raffronti tra le diverse modalità di assemblaggio degli investimenti*».

⁴⁵ Per migliori dettagli in merito, si rinvia a *Joint ESA supervisory statement concerning the performance scenarios in the PRIIPs KID* del 8 febbraio 2019, dove si legge: «*PRIIP manufacturers are recommended therefore to take the following into account in relation to the presentation of performance scenarios by means of the Templates A and B of Part 2 of Annex V of the Commission Delegated Regulation (EU) 2017/6531:*

- *In view of the potential risk that the performance scenarios may provide retail investors with inappropriate expectations about the possible returns they may receive, it is recommended to include a statement in the KID warning the retail investor of the limitations of the figures shown.*

alle serie storiche dei rendimenti passati. Il risultato ottenuto attraverso l'applicazione di questa metodologia rappresenterebbe il guadagno o la perdita che si otterrebbe se, e solo se, le condizioni passate si dovessero ripetere in futuro.

Con specifico riguardo ai derivati OTC, inoltre, occorre evidenziare che, anche nell'ambito del KID, l'informativa da rendere agli investitori, inclusi gli "scenari di *performance*", viene predisposta in relazione ad un "tipo" di prodotto e non alla specifica operazione⁴⁶. Anche in questo caso quindi gli scenari hanno ben poco da indicare in merito alla misurazione dei rischi in concreto dello strumento.

Tornando agli "scenari probabilistici", richiamati appunto dalla Corte in funzione della misurazione dei rischi assunti dal cliente, in secondo luogo essi dovrebbero – proprio in vista del raggiungimento di tale obiettivo - contenere delle previsioni attendibili circa l'andamento delle variabili sottostanti il derivato effettivamente concluso.

Come appena esposto, a tale scopo non rispondono né gli "scenari di rendimento", che riproducono mere "proiezioni" di possibili risultati fondate sui dati esistenti al momento del calcolo e che, in quanto basati su metodologie di calcolo *risk free*, presentano uno scarso valore previsionale rispetto alla effettiva probabilità che le variabili del derivato abbiano un determinato andamento nel tempo, né gli "scenari di *performance*", che valgono come "simulazioni" basate sui dati del passato, ma non sono sufficienti come "previsioni" attendibili per il futuro. Nonostante la suggestione generata della relativa denominazione, quindi, essi non possono valere quali strumenti

• *For the purpose of consistency, it is recommended that the following approach is taken, or a similar approach where adjustments to the proposed wording are necessary to reflect specific features of the PRIIP:*

o To add under the heading of "Performance scenarios" within the section "What are the risks and what could I get in return", an additional warning that:

Market developments in the future cannot be accurately predicted. The scenarios shown are only an indication of some of the possible outcomes based on recent returns. Actual returns could be lower».

⁴⁶ Esa's, *Questions and answers (Q&A) on the PRIIPs Key Information Document (KID)*, 4 aprile 2019, 27: «*The content of the KID, including the performance scenarios and the cost information, should be based on market data that are representative for the market conditions applicable as long as the OTC derivative contract is made available to retail investors. This means that the KID should not be based on purely hypothetical data nor that it has to contain specific contractual data. In turn, this means that it could be acceptable, to draw up a single KID for a class or group of OTC derivatives that share the same relevant product characteristics, including those outlined in the first paragraph. Equally, a separate KID can be drawn up for each OTC derivative contract reflecting the bespoke offer to the retail investor*».

attendibili di previsione probabilistica circa l'andamento futuro delle variabili del mercato sottostanti lo strumento derivato.

A questo proposito, peraltro, non è mancato in dottrina chi ha sostenuto che non esiste alcuna metodologia scientificamente condivisa che consenta di “imbrigliare” l’alea del mercato in corrette risponderie numeriche, alle quali si possa riconoscere, matematicamente, un’affidabile e oggettiva valenza di scenario di probabilità⁴⁷.

4. In definitiva, si può serenamente affermare che l’informativa sugli “scenari” è da sempre estranea al contenuto del singolo contratto/strumento concluso di volta in volta tra intermediario e cliente. Ammettendo pure che proprio a tali scenari si riferisca la Corte quando richiama gli “scenari probabilistici”, in una sorta di *flash-forward* normativo, tale informativa non avrebbe quindi potuto all’epoca dei fatti esaminati dalla stessa, né potrà in futuri giudizi, assurgere ad elemento essenziale del contratto⁴⁸, non foss’altro poiché detta informativa - ad oggi - riguarda simulazioni di *performance* o di rendimenti di fattispecie “tipo”, senza alcun reale valore previsionale in merito alla singola operazione conclusa dal cliente.

Ciò detto, occorre tuttavia ancora chiedersi se un ipotetico obbligo informativo, avente ad oggetto - altrettanto ipotetici - “scenari probabilistici” idonei a fornire al cliente previsioni attendibili sull’andamento futuro delle variabili sottostanti il derivato, abbia effettivamente – o, per meglio dire, in ottica *de iure condendo*, possa avere – rilevanza ai fini dell’integrazione della causa di un contratto IRS, come assunto dalla Corte. In altri termini, alla luce della disciplina sin qui esposta, gli “scenari probabilistici” sono (sarebbero) davvero necessari ai fini dell’integrazione della causa del contratto derivato IRS?⁴⁹.

⁴⁷ MARCELLI, *Mercati finanziari: il Regolamento PRIIPs, gli scenari di probabilità e di performance*, 13 settembre 2018, in www.altalex.com; in questo senso anche DANUSSO, op. cit., 13.

⁴⁸ Per i riferimenti in merito all’irrelevanza dell’informativa sugli scenari probabilistici come un “elemento cruciale” o ineliminabile della prestazione del Servizio, si veda LA MALFA, op. cit., 6.

⁴⁹ Al riguardo, si evidenzia che, con le sentenze Cass. Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26724 e 26725, la Suprema Corte aveva già statuito l’inapplicabilità della sanzione della nullità ai casi di violazione di obblighi informativi precontrattuali da parte degli intermediari nella prestazione dei Servizi di investimento alla clientela. In particolare, la Corte nelle citate sentenze aveva statuito che la violazione di una norma imperativa determina la nullità solo se l’obbligo di comportamento violato dall’intermediario incide sulla struttura e gli elementi essenziali del contratto, mentre genera responsabilità precontrattuale (obbligo di risarcire il danno) se la violazione attiene alla fase precontrattuale e la risoluzione, unitamente al risarcimento del

Al fine di fornire una risposta a tale quesito, è necessaria un'esatta ricostruzione degli elementi essenziali del contratto. La ricostruzione nello specifico operata dalla Corte con la sentenza in commento, partendo dalla qualificazione dell'IRS come scommessa razionale, proprio per la vacuità che la caratterizza, appare infatti più un espediente, volto a "riconvertire" il contenuto di un mero obbligo informativo come "elemento essenziale" della fattispecie, con lo scopo di inferire direttamente dalla sua mancanza la nullità del contratto. Essa come si è detto, e come si dirà oltre nel testo, tuttavia non convince.

A tal riguardo, se si considera che lo schema tipico dell'IRS disciplinato dal TUF consiste in un accordo tra le parti rispetto allo scambio di obbligazioni future, determinate sulla base di un diverso tasso di interesse, emerge chiaramente come detto accordo abbia ad oggetto necessariamente ed esclusivamente le date (*effective date*, la data di inizio, *maturity date*, la data di scadenza, *payment date*, la data in cui sono scambiati i flussi di interessi) e i valori delle variabili fondamentali (ossia il *notional amount* e gli *interest rates*).

I dati previsionali sull'andamento futuro di tali variabili (i.e.: la misura dell'"alea"), ammesso – si ribadisce - che una loro determinazione attendibile sia possibile, non rientrano nello schema negoziale e sono pertanto estranei al suo contenuto. Come è stato autorevolmente sostenuto in dottrina, infatti, il rischio di variazione dei tassi di interesse fa parte dell'alea normale del contratto IRS, di quell'alea cioè che non si inserisce nel contenuto del contratto sì da qualificarne la funzione, ma rimane ad esso estrinseca, per quanto di fatto connessa con lo svolgimento esecutivo del rapporto contrattuale⁵⁰.

Non è questa la sede per affrontare un esame di tutti gli schemi negoziali in cui i derivati OTC tipizzati nel TUF possono estrinsecarsi, ma a parere della scrivente, le considerazioni fin qui svolte possono valere in generale per tutti i derivati OTC (*interest rate collar*, *commodity swap*, *credit default swap*, ecc.) e spiegherebbero in definitiva il perché, con riferimento a tali categorie di contratti, gli scenari (come anche il *mark to market* e i costi) siano sempre stati considerati nella legislazione speciale e nella relativa interpretazione

danno, se invece esso attiene alla fase contrattuale. *Contra*: Corte d'Appello Milano, 18 settembre 2013, n. 3458, dove si legge: «Questa Corte considera imprescindibile, ai fini del decidere, evitare di assumere aprioristicamente che questi elementi debbano costituire oggetto di una semplice informazione intendendo, invece, verificare se non costituiscano elementi essenziali del contratto».

⁵⁰ CAPUTO NASSETTI *Profili Civilistici*, cit., 55

ufficiali elementi rilevanti ai meri fini informativi: essi sono estranei al contenuto degli stessi.

Qualche ulteriore considerazione merita invece il concetto di causa nei contratti derivati OTC⁵¹. Riprendendo la definizione della causa come “*funzione economico-individuale*” del contratto⁵², la possibile declaratoria di

⁵¹ Per il superamento del concetto stesso di causa nell’ambito dei contratti del mercato finanziario, cfr. PONTIROLI, op. cit., 260. In nome del primato dell’ordinamento comunitario sul diritto degli Stati Membri e in vista di un’effettiva armonizzazione, l’autore sembrerebbe propendere, nell’ambito del diritto dei mercati finanziari, per il superamento del concetto di causa che non tutti gli ordinamenti degli stati membri richiedono: «finché persistano importanti divergenze tra il diritto dei contratti vigente negli stati membri dell’Unione Europea, infatti, l’auspicato riconoscimento [N.d.R.: della piena tutela di diritto privato degli investitori] rischierebbe di produrre ulteriori disarmonie che opererebbero come fattori frenanti lo sviluppo del mercato interno, qualora essa trovasse il suo strumento d’elezione in un elemento, la causa, che non tutti gli ordinamenti richiedono. Non sembra un caso che tutti i progetti accademici d’armonizzazione ..non facciano posto alla causa quale requisito essenziale [...]. Tale atteggiamento, per quante critiche possa attirare, è verosimilmente giustificato dall’intento d’offrire agli operatori un corpus di regole che superi le particolarità caratterizzanti le diverse tradizioni europee onde facilitare lo sviluppo del mercato interno: l’obiettivo, alquanto controverso, appare ancora lontano, ma non sembra dubbio che l’orientamento di quei giuristi italiani che caldeggiavano un severo controllo della meritevolezza di contratto di corrente impiego nel mercato finanziario si muova in direzione contraria all’obiettivo di crescente armonizzazione della disciplina dei mercati finanziari e ne comprometta l’integrazione».

⁵² Per maggiori dettagli sulla definizione del concetto di causa si veda *infra* la nota n. 16; per la teoria della cd. “causa in concreto”, si veda *infra* la nota n. 8; per la causa in senso astratto, si veda *infra* la nota n. 7, e ivi ulteriori rif. a CAPUTO NASSETTI, *Profili Civilistici*, cit., 53, dove si legge: «...descrivere il fenomeno a partire dagli scopi delle parti non consente di cogliere la costante di tali operazioni e ne pregiudica la ricostruzione dal punto di vista unitario. Il contratto esaurisce la sua funzione con lo scambio dei flussi di pagamento e la causa tipica immanente che caratterizza questo contratto è appunto lo scambio dei pagamenti, che di per sé ha ragione d’essere». Tale ultima impostazione, tuttavia, ha il limite di far coincidere la causa del contratto con il “tipo” legale. Sul punto cfr., GAZZONI, op. cit., 808 - 811: «Si deve recuperare l’impostazione soggettivistica, non già però con un mero ritorno all’identificazione tra causa e scopo soggettivo perseguito dai singoli contraenti ma piuttosto sottolineando come più che di funzione economico-sociale dovrebbe parlarsi di funzione economico – individuale, in tal modo ponendosi in luce che proprio l’identificazione tra causa e tipo ha portato a pretermettere l’analisi del concreto contesto economico in cui i privati agiscono. [...] La necessità di distinguere il tipo dalla causa è chiara se si considera che chi identifica la causa con la funzione economico -sociale, cioè con il tipo, deve negare che possa porsi un problema di liceità della causa in presenza di contratti tipici, perché non sarebbe possibile concepire un tipo legale... contra legem. [...] Tutti questi problemi nulla hanno a che vedere con la causa del contratto, che va ravvisata avuto riguardo ai concreti interessi che i privati intendono perseguire con la concreta operazione economica».

nullità dei derivati OTC per illiceità della stessa⁵³, a ben vedere, con particolare riguardo ai contratti conclusi con i clienti “*retail*”, potrebbe derivare direttamente dall’identificazione del Servizio di Consulenza in materia di investimenti con la strutturazione dello strumento, operata in via interpretativa dalla Consob con la Comunicazione sugli illiquidi.

In applicazione di tale principio, come si è visto, il derivato può venire ad esistenza solo ed esclusivamente in quanto abbia superato positivamente il giudizio di adeguatezza rispetto al “profilo” del cliente. Viceversa, in caso di esito negativo del giudizio, all’intermediario è fatto divieto di negoziare con il cliente, ponendosi come controparte dell’operazione nel Servizio di Negoziazione per conto proprio⁵⁴.

In altri termini, la conclusione di un derivato, che rispetto al “profilo” del cliente “*retail*” risulti non conforme, ovvero non sia congrua, rispetto alle sue conoscenze ed esperienze, al suo profilo di rischio, nonché alla sua situazione finanziaria, è vietata dalla legge proprio perché sarebbe irrazionale ed infondata.⁵⁵ Conseguentemente, un derivato che fosse *ab origine* inadeguato, qualora concluso, sarebbe nullo per illiceità della causa ex art. 1418, c.2 e 1343 del c.c.

Vero è che le norme di rango primario non sanciscono un obbligo di verifica dell’adeguatezza ogniqualvolta venga negoziato un derivato OTC tra un intermediario e un cliente *retail* e che le comunicazioni Consob (da cui

⁵³ Per la tesi della sussistenza di una causa lecita ma della possibile immeritevolezza degli interessi in concreto perseguiti dalle parti di un IRS cfr. DI RAIMO, op. cit., 319, dove - in merito alla qualificazione dei derivati come scommesse in forza del combinato disposto di cui all’art. 23 del TUF e 1933 c.c. sostenuta dalla Corte -, si legge: «...il titolo in astratto idoneo quale fonte di obbligazioni non manca. Manca invece, o è molto dubbia, una causa delle attribuzioni programmate che consenta, ancora in astratto, di reputarle giustificate. Discutibile dunque, per queste ragioni, l’argomento usato [N.d.R.: dalla Corte], l’approdo riconduce tuttavia ad uno snodo al quale comunque si arriverebbe: il derivato deve essere giustificato funzionalmente in concreto».

⁵⁴ Come si è già evidenziato, oltre alla consulenza in materia di investimenti (servizio introdotto nello schema negoziale da Consob), il Servizio di investimento che viene in rilievo nella conclusione di un contratto derivato OTC tra intermediario e cliente è il Servizio di Negoziazione per conto proprio, definito dall’art. 1, co. 5-ter del TUF come «l’attività di acquisto e vendita di strumenti finanziari in contropartita diretta» con la clientela.

⁵⁵ IMBRUGLIA, *Primi appunti*, cit., 32, dove si legge: «La “preclusione insuperabile” determinata dalla normativa in materia di risparmio gestito rispetto alla valutazione dell’adeguatezza comporta, difatti, che quando quello strumento finanziario ha la funzione di scambiare un rischio non adeguato, lo swap rileva come contratto nullo per illiceità della causa (ax art. 1418, co. II, c.c.), determinata dalla sua contrarietà ad una norma imperativa (art. 1343) che materialmente impone la raccomandazione di strumenti finanziari adeguati». ID., *La nullità del Contratto*, cit., 184

appunto tale “equazione” promana) non contengono atti normativi, ma indicano ciò che è ritenuto “desiderabile”, “auspicabile” o “corretto” da un punto di vista interpretativo da parte dall’Autorità, è anche vero tuttavia che esse, per l’autorevolezza e l’affidabilità della fonte da cui promanano, di fatto generano un’uniformità nei comportamenti dei soggetti che sono sottoposti alla vigilanza della stessa e in quanto tali dovrebbero essere tenute in debito conto anche dalla giurisprudenza.

È sotto il profilo dell’adeguatezza quindi che oggi si potrebbe rinvenire il fondamento della liceità e razionalità in concreto (i.e: la causa) del derivato di volta in volta concluso tra intermediario e cliente “*retail*” e, reciprocamente, della sua nullità per mancanza di una causa lecita, in caso di inadeguatezza. L’adeguatezza conferisce all’operazione un crisma di fondatezza sul piano oggettivo e quindi di liceità sul piano dell’ordinamento. Tale valutazione spetta all’intermediario, nella sua qualità di operatore professionale, proprio in quanto la controparte dell’operazione è un soggetto che per definizione necessita della massima tutela e assistenza possibile.

Come è stato già evidenziato, infatti, nella logica della Comunicazione Consob sugli illiquidi, che riflette i principi fondamentali del diritto finanziario, la verifica di adeguatezza nella strutturazione del derivato OTC ha la sua ragion d’essere nella misura in cui la controparte dell’intermediario sia un cliente classificato come “*retail*”.

Viceversa, nel caso in cui la controparte del derivato sia un cliente professionale, non solo alcuni elementi della verifica potrebbero in linea teorica essere presunti⁵⁶, ma viene meno la *ratio* che fonda l’estensione dell’obbligo di verifica dell’adeguatezza alla conclusione dei derivati OTC, ovvero la tutela del cliente più debole da parte dell’operatore professionale. Non solo, viene meno anche l’obbligo di fornire al cliente un’informativa dettagliata in merito al “funzionamento” di tali strumenti.

La giustificazione razionale di un derivato concluso tra intermediario e cliente “professionale”, controparte in linea di principio provvista di tutti gli strumenti per poter operare sul mercato in una posizione non di svantaggio rispetto a quella dell’intermediario, dovrà pertanto essere riguardata sotto il profilo del concreto atteggiarsi degli interessi dei contraenti nell’ambito della

⁵⁶ Si precisa che ai sensi dell’art. 54 del Regolamento Delegato (UE) 565/2017, quando la consulenza è prestata nei confronti di clienti “professionali”, di diritto o su richiesta, l’intermediario può presumere, rispettivamente, nel caso dei clienti “professionali” su richiesta, che tale cliente abbia il livello necessario di esperienze e di conoscenze in merito allo strumento e nel caso dei clienti “RETAIL” di diritto anche che sia finanziariamente in grado di sopportarne rischi.

specifica operazione economica che gli stessi hanno posto in essere. Il criterio di valutazione della causa del contratto anche in questo caso infatti consisterà in un giudizio sulla funzione che le parti hanno attribuito all'operazione, nel rispetto dei principi posti dall'ordinamento. Così, ad esempio, l'eventuale connotazione speculativa del derivato concluso tra intermediario e cliente "professionale" non implicherà di per sé un difetto di causa⁵⁷, se tale effetto (i.e.: la mera speculazione finanziaria) rappresenti la giustificazione oggettiva dell'operazione posta in essere in concreto dalle parti⁵⁸.

Così ricostruita la disciplina specifica relativa alla conclusione dei derivati OTC, appare ormai chiaro come le informazioni precontrattuali fornite al cliente in base alla disciplina vigente, inclusi gli scenari, abbiano la funzione di colmare un *gap* informativo connaturato alla diversa natura dei contraenti, operatore professionale da un lato, cliente "*retail*" dall'altro, e non abbiano l'attitudine (*rectius*: i requisiti) per rientrare nell'oggetto o nella causa del contratto. Esse fanno parte invece di un bagaglio di conoscenze da acquisire/valutare *ex ante*⁵⁹. D'altro canto, come si è visto con specifico riferimento all'IRS, lo schema negoziale tipico di tale contratto non richiede che il contenuto dell'accordo investa tali elementi.

Diversamente opinando, si giungerebbe alla medesima errata conclusione della Corte, per cui - una volta che l'intermediario abbia fornito al cliente tutti quegli elementi che in ipotesi siano tali da rappresentare la "consistenza dell'alea" - il contratto concluso sarebbe per definizione strutturalmente valido⁶⁰. Tale conclusione mostra tuttavia tutti i suoi limiti laddove si consideri che essa si fonda su un giudizio meramente formale, in assenza di qualunque prova che nella sostanza il cliente "*retail*" fosse, effettivamente, in

⁵⁷ Cfr. Corte d'appello, sez. I, 3 marzo 2016 n. 858: «Concludere contratti derivati sempre più speculativi non incide sulla liceità della causa, considerando che i derivati sono contratti riconosciuti dall'ordinamento come tipicamente aleatori e che l'investitore ben potrebbe, quale alternativa alla rinegoziazione, interrompere il rapporto e saldare il debito».

⁵⁸ Per l'individuazione delle finalità tipiche dei derivati, si veda Consob, in www.consob.it/web/investor-education/i-derivati. L'Autorità individua in particolare le seguenti tre finalità:

1) ridurre il rischio finanziario di un portafoglio preesistente (finalità di copertura o, anche, *hedging*);

2) assumere esposizioni al rischio al fine di conseguire un profitto (finalità speculativa);

3) conseguire un profitto privo di rischio attraverso transazioni combinate sul derivato e sul sottostante tali da cogliere eventuali differenze di valorizzazione (finalità di arbitraggio).

Per gli elementi che consentono di valutare oggettivamente la finalità di copertura di un derivato si veda la Comunicazione Consob n. DI/99013791 del 26-2-1999.

⁵⁹ PAGNONI, op. cit., 1415.

⁶⁰ In questo senso anche SAAVEDRA SERVIDA, op. cit., 105.

grado di comprendere e sostenere i rischi di tale contratto o che lo stesso corrispondesse ai suoi reali obiettivi. Ciò come si è visto è in netto contrasto con i principi posti dalla legislazione speciale dei mercati finanziari.

La comminatoria di nullità derivante dalla mancanza nell'accordo dei suddetti elementi disposta dalla Corte genera inoltre, in applicazione del principio di proporzionalità, un evidente squilibrio con riguardo a quella che dovrebbe essere la risposta "rimediale" dell'ordinamento rispetto all'incidenza della violazione compiuta dall'intermediario, in quanto di fatto equipara l'inottemperanza ad un dovere informativo nella fase precontrattuale alla violazione di una norma imperativa che incide sulla struttura del contratto⁶¹. Nullità che peraltro la Corte indebitamente sancisce, senza alcuna distinzione, nei riguardi di tutti i contratti derivati IRS nei quali non sia stata fornita l'informativa sugli "scenari probabilistici", non solo quindi quelli conclusi con i clienti "retail", ma anche quelli conclusi con i clienti "professionali", rispetto ai quali, per le ragioni innanzi esposte, non sono previsti obblighi in tal senso dalla disciplina specifica di settore.

⁶¹ Per le conseguenze previste dalle sentenze Cass. Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26724 e 26725 con riferimento alla violazione degli obblighi di comportamento rispettivamente nella fase precontrattuale e contrattuale da parte degli intermediari si rinvia *infra* alla nota 49.

A faint, light-colored silhouette of a city skyline, likely Siena, is visible in the background of the lower half of the page. The skyline includes several prominent buildings and a tower.

Ianus - Diritto e finanza

Rivista semestrale di studi giuridici

N. 21 - giugno 2020

Editore - Università di Siena, Via Banchi di sotto, 55 - 53100 Siena

Direttore responsabile: Angelo Barba

<https://www.rivistaianus.it>

Registrazione Tribunale di Siena n. 3 del 7 marzo 2008

ISSN: 1974-9805