

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

LUGLIO/SETTEMBRE

2022

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO+

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, GABRIELLA CAZZETTA, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI (SEGRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, EUGENIA MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, MASSIMO MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO, ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA, CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

SEDE DELLA REDAZIONE

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

SOMMARIO

| | |
|--|-----|
| MASSIMO MAZZOLA, La clausola di vincolo nei contratti di assicurazione: profili qualificatori | 455 |
| VINCENZO TROIANO, SIMONE MEZZACAPO, La maggiore convergenza nel <i>negative scope</i> della PSD2: i nuovi criteri applicativi della “limited network exclusion” | 481 |
| ANTONIO DAVOLA, Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell’investitore e contrasto al <i>greenwashing</i> : le criticità dell’assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio | 513 |
| GABRIELLA GIMIGLIANO, La moneta-servizio di pagamento in una prospettiva di diritto europeo | 535 |
| PIERO CIPOLLONE, Risposte (e proposte) della Banca d’Italia alle sfide dell’evoluzione tecnologica..... | 595 |
| MARCO BODELLINI, La gestione collettiva del risparmio davanti alla sfida della sostenibilità tra ambiguità normative e difficoltà applicative | 607 |
| GIANLUCA MUCCIARONE, Dal trasferimento dei servizi di pagamento al trasferimento dei servizi di amministrazione titoli..... | 643 |
| MATILDE GIROLAMI, La saga del fideiussore consumatore..... | 655 |
| MIRIAM ALLENA, STEFANO VACCARI, Diritto al silenzio e autorità di vigilanza dei mercati finanziari | 689 |

SOMMARIO

| | |
|--|-----|
| SANDRO AMOROSINO, L'opa della Cassa di Risparmio di Bolzano sulla Banca di Cividale ed il preteso coinvolgimento nell'operazione della Fondazione controllante | 121 |
| GIANLUCA ROMAGNOLI, Inammissibilità del conseguimento da parte di una fondazione bancaria tramite il lancio di un'offerta pubblica d'acquisto del controllo di una banca terza rispetto a quella conferitaria offerente..... | 135 |
| GIULIA TERRANOVA, Are stablecoins good money? Finding a balance between innovation and consumers' protection: the European and the United States' perspective | 153 |
| DAVIDE MARESCA, Il vantaggio economico negli aiuti di stato alle banche per la rimozione degli NPLs | 181 |

La clausola di vincolo nei contratti di assicurazione: profili qualificatori

SOMMARIO*: 1. Introduzione. La fattispecie e l'operazione negoziale – 2. L'estraneità della figura all'assicurazione per conto altrui – 3. (*Segue*). L'inquadramento quale contratto a favore di terzi. Critica – 4. (*Segue*) L'accostamento al pegno di crediti. Critica – 5. (*Segue*) La tesi della cessione del credito. Critica – 6. Ipotesi per una differente ricostruzione e sue ricadute applicative – 7. Sintesi dei risultati e conclusioni.

1. Introduzione. La fattispecie e l'operazione negoziale

L'introduzione, in seno al contratto di assicurazione, di un peculiare dispositivo, designato come «clausola di vincolo», è dinamica operativa che occorre sovente nella prassi. La locuzione nasconde per il vero una pluralità di varianti, concretamente riscontrabili, il cui singolare assetto morfologico congiura a una specifica definizione effettuale del negozio.

Su un piano di prima organizzazione del dato materiale, è possibile individuare, secondo una tradizionale scansione sistematica, una duplice configurazione dell'istituto: l'una, che impone all'assicuratore il divieto di corrispondere l'indennità al beneficiario, senza il consenso di un terzo (c.d. «*vincolo semplice*»), l'altra, che fissa invece l'obbligo dell'assicuratore di effettuare il predetto pagamento direttamente nei confronti di un terzo (c.d. «*vincolo complesso*»)¹. Il terzo, cioè il vincolatario, è di regola un creditore dell'assicurato. Trattasi di figura non ignota alla regolazione di settore, considerato che – come noto – a partire dall'introduzione dell'art. 48, co. 1-*bis*, Reg. ISVAP n. 5 del 16 ottobre 2006, si prevede che «è fatto divieto di assumere, direttamente o indirettamente, anche attraverso uno dei rapporti di cui al comma 1,

* Il contenuto del presente scritto rappresenta il personale pensiero dell'Autore e non impegna in alcun modo l'Istituto di appartenenza (IVASS).

¹ E. DUSI, *Il vincolo convenzionale nel contratto di assicurazione*, in *Ass.*, 1954, 343 ss. Al riguardo, evidenzia M. ROSSETTI, *Appendice di vincolo e interesse assicurato*, in *Ass.*, 2010, 84 ss., che il patto prende il nome di «clausola di vincolo», se inserito nel testo contrattuale, o di «appendice di vincolo», se invece oggetto di un documento sottoscritto *a latere* e allegato al contratto (90 s.).

*primo periodo, la contemporanea qualifica di beneficiario o vincolatario delle prestazioni assicurative, e quella di intermediario del relativo contratto in forma individuale o collettiva*². Tale disposizione mira a scongiurare una prassi che – nella prospettiva assunta dalla Vigilanza – sarebbe foriera di un conflitto di interessi lesivo dell’obbligo di presidiare un’effettiva protezione del cliente³, e che risulta più severamente avvertita nei contesti distributivi delle polizze connesse a mutui e finanziamenti⁴, quale segmento di mercato in cui la

² La disposizione, inserita con il Provvedimento ISVAP n. 2946 del 6 dicembre 2011, in seguito all’annullamento dell’art. 52, Reg. ISVAP n. 35 del 26 maggio 2010, per vizi afferenti alla relativa procedura di adozione, ché sottratta al passaggio della pubblica consultazione (v. T.A.R. Lazio, 27 ottobre 2010, nn. 33031, 33033, 33044 e 33133, in *De-Jure*), è stata successivamente riprodotta all’art. 1, n. 1, lett. i), Reg. ISVAP n. 40 del 3 maggio 2012, n. 40 e, da ultimo, all’art. 55, co. 2, Reg. IVASS n. 40 del 2 agosto 2018.

³ Come rilevato da I. RIVA, *Polizze connesse a mutui tra regolazione ISVAP e legislazione “Monti”*, in *Ass.*, 2010, 278, «Il cumulo di posizioni, intermediario e beneficiario della polizza, pone un pericolo di conflitto di interessi in capo all’istituto di credito il quale, come intermediario, è tenuto a perseguire il *best interest* del cliente, mentre quale beneficiario risulta inevitabilmente proiettato verso contratti che garantiscano la massima copertura, a prescindere dai costi». Sul punto, cfr. i rilievi critici di C. RUSSO, *L’art. 52 del Regolamento ISVAP N. 35/2010 tra le decisioni del TAR e le finalità perseguite dall’ISVAP. Problemi interpretativi e operativi*, in *Ass.*, 2010, 623 ss., il quale, all’indomani della pubblica consultazione disposta dall’ISVAP, nel dicembre 2011, in relazione alla reintroduzione del divieto, giusto il richiamato annullamento del previgente art. 52, Reg. 35/2010, rilevava che il precetto regolamentare, siccome formulato «(...) si pone in latente contrasto con l’intero impianto dell’art. 48 Reg. n. 5, la cui scelta di fondo è di lasciare all’intermediario il compito di individuare e gestire al meglio l’eventuale conflitto d’interessi» (628); v. anche A. CAPPUSI, *Il provvedimento ISVAP n. 2946 del 6 dicembre 2011. Nota critica all’art. 48, comma 1-bis del Regolamento ISVAP n. 5/2006 dopo la sentenza del T.A.R. Lazio 7229/2012*, in *Dir. fisc. ass.*, 2013, 234 ss. Apprezzabile pare, quindi, la formulazione dell’art. 135-*vicies quinquies*, co. 3, Reg. Intermediari CONSOB (adottato con delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018), che rimette ai soggetti abilitati alla distribuzione assicurativa il compito di stabilire «(...) per ciascun rapporto contrattuale se la contemporanea qualifica di beneficiario o di vincolatario delle prestazioni assicurative e quella di distributore del relativo contratto incida negativamente sull’interesse del cliente, valutando in particolare la contestualità dell’operazione contrattuale e la situazione finanziaria del cliente».

⁴ Il fenomeno della «connessione» della garanzia assicurativa al contratto di credito, che si risolve tecnicamente nel collegamento negoziale (v. *infra* nel testo), cui peraltro fa riferimento la normativa vigente (v. art. 39, Reg. IVASS 2 agosto 2018, n. 41, dettato in tema di restituzione del premio versato a fronte di estinzione anticipata

circostanza si è presentata con frequenza e ove si sono registrati costi provvigionali ingiustificatamente sproporzionati. E che, peraltro, è scenario privilegiato entro cui valutare il significato, a un tempo teorico e pratico, della clausola. Si consideri che l'introduzione del meccanismo assicurativo nell'ambito dell'erogazione di prestiti consente non solo di proteggere il cliente da eventi che potrebbero limitare la capacità di questi di rimborsare il finanziamento, quanto altresì l'interesse del finanziatore stesso alla conservazione dell'originale situazione patrimoniale del proprio debitore⁵. Nel solco dell'operazione negoziale concepita dalle parti, il vincolo segnala e rafforza il collegamento tra i due contratti⁶.

del finanziamento), non è coincidente con la prassi del c.d. «abbinamento», instaurandosi tra i due un rapporto di specie a genere: quest'ultima locuzione guarda all'atto del collocamento del prodotto assicurativo, che viene distribuito contestualmente all'accesso al prestito – in contrapposizione, pertanto, alla vendita c.d. *stand alone* – quantunque non necessariamente a protezione di eventi che potrebbero compromettere la capacità di garantire il pagamento del debito da parte dell'assicurato. È il caso delle polizze cc.dd. «decorrelate», sulle quali si è di recente diffusa, in punto di presidi distributivi, la Lettera al mercato congiunta IVASS-Banca d'Italia del 17 marzo 2020 e il T.A.R. Lazio, con la decisione n. 9516 del 6 settembre 2021, in *DeJure*.

⁵ Merita sin d'ora puntualizzare che il modello di copertura considerato – convenzionalmente definito con la formula “*Payment Protection Insurance*” (*PPI*) – non deve essere confuso con le formule assicurative mediante cui il finanziatore si assicura contro il proprio rischio di credito, a loro volta denominate “*Credit Protection Insurance*” (*CPI*): in quest'ultimo caso, il soggetto assicurato e beneficiario della prestazione è lo stesso intermediario, che stipula nel proprio interesse la polizza contro l'eventuale insolvenza del debitore. Nel settore dei finanziamenti garantiti mediante cessione del quinto dello stipendio, il modello CPI – in cui il finanziatore, appunto, intende tutelarsi onde neutralizzare il «rischio di mancato adempimento dell'obbligazione di pagamento da parte del soggetto finanziato» (art. 14, Reg. ISVAP n. 29/2009) – viene ricondotto, coerentemente, nel ramo 14 (Credito), nell'ambito dei rischi «perdite patrimoniali derivanti da insolvenze» (art. 2, co. 3, cod. ass.): per una declinazione applicativa della distinzione, v. Cass., 28 marzo 2022, n. 9866, in *DeJure*, nonché, circa i profili inerenti al rimborso del premio per estinzione anticipata del finanziamento, A. TINA, *Contratti di finanziamento personale e polizze assicurative: l'estinzione anticipata del finanziamento (art. 125-sexies t.u.b.) mediante attivazione della copertura assicurativa*, in *Giur. comm.*, 2018, 789 ss. Cfr. anche A. CANDIAN, *Assicurazione e garanzie del credito*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, 632 ss.

⁶ La dottrina prevalente ritiene trattarsi di collegamento unilaterale, considerato che mentre la polizza è diretta a garantire (indirettamente) il rischio di credito, il

Tuttavia, rimangono ancora disputati natura ed effetti del vincolo, in particolare quello c.d. complesso, tramite cui – come detto – viene imposto alla Compagnia il pagamento della somma in favore del vincolatario.

È dubbio, infatti, se la previsione, così formulata, influisca in qualche misura sull'identificazione del rischio dedotto in copertura e, per l'effetto, del soggetto da intendersi quale assicurato. La questione, sottile e di rilievo in termini sistematici, interessa nondimeno il versante pubblicistico, considerato che l'individuazione della funzione della copertura, e – per l'effetto – la qualificazione del contratto, impatta sulla relativa riferibilità al ramo per cui l'impresa è autorizzata a operare.

D'altro canto, non pare chiaro se la posizione del vincolatario si risolva o meno in quella del beneficiario, ovvero in altra figura da cui possa evincersi la legittimazione del relativo titolare non solo a ricevere, ma anche a esigere la prestazione nei confronti dell'assicuratore⁷.

Tali questioni si infrangono inevitabilmente sul problema della qualificazione giuridica della clausola: ché, una volta risolto,

contratto di finanziamento non risulta astretto, dal punto di vista funzionale, a quello assicurativo: ne deriva che, mentre le vicende del contratto di mutuo possono riverberarsi sul contratto di assicurazione, non è ipotizzabile il contrario: in questo senso, tra gli altri, v. L. FARENGA, *La distribuzione di prodotti assicurativi in abbinamento a mutui*, in AA.VV. (a cura di), *La Banca-Assicurazione*, Napoli, 2017, 267; S. LANDINI, *Contratti di assicurazione collegati a contratti bancari e tutela dell'assicurato*, in *Ass.*, 2016, 9 ss.; P. CORRIAS, *Le polizze collegate ai mutui: spunti di riflessione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, 141 s. D'altronde, come puntualmente rileva G. PONGELLI, *Polizze assicurative connesse a mutui e finanziamenti: evoluzione normativa, profili di trasparenza e orientamento dell'Arbitro Bancario Finanziario*, in AA.VV. (a cura di), *La Banca-Assicurazione, op. cit.*, 365: «La mancanza del vincolo in favore del finanziatore rende il collegamento meno apparente e meno diretto, senza però farlo venire meno, in quanto continua comunque ad esistere l'interesse comune delle parti a porre in essere l'operazione nel suo complesso»; così, anche M. SIRI, *Le polizze connesse a mutui e finanziamenti nelle decisioni dell'Arbitro Bancario Finanziario*, in *Dir. fisc. ass.*, 2013, 315. Giova rilevare che, dal collegamento tra i due contratti, giurisprudenza costante ritrae il principio-corollario per cui il pagamento dell'indennizzo al finanziatore da parte dell'assicuratore produce l'effetto di ridurre la somma dovuta dal debitore, che rimane obbligato per l'eccedenza: v. Cass., 10 luglio 2019, n. 18551; Cass., 31 marzo 2015, n. 6452; Cass., 26 ottobre 2004, n. 20743, reperibili in *DeJure*.

⁷ Cfr. M. ROSSETTI, *Il diritto delle assicurazioni*, I, Padova, 2011, 693: «“Beneficiario” del contratto di assicurazione è il soggetto avente diritto alla prestazione dovuta dall'assicuratore» (corsivo mio).

permetterà di delinearne la disciplina applicabile e, con essa, le attribuzioni di cui il vincolatario può ritenersi investito nei confronti dell'impresa.

2. *L'estraneità della figura all'assicurazione per conto altrui*

Per comune opinione, si esclude che la clausola integri un'ipotesi di assicurazione per conto altrui (art. 1891 c.c.).

Come noto, tale modello identifica l'ipotesi in cui sussista una dissociazione soggettiva tra il contraente e l'assicurato, cioè il soggetto esposto al rischio dedotto in copertura⁸. Tale figura presuppone, a differenza dell'assicurazione a favore del terzo, che l'assicurato coincida con il beneficiario dell'eventuale indennità (: ex art. 1891, co. 2, c.c., è previsto che «i diritti derivanti dal contratto spettano all'assicurato»). Il relativo campo di applicazione non pare soltanto quello dell'assicurazione contro i danni, nell'ambito della quale – in forza del principio indennitario – non è ammessa una dissociazione tra l'assicurato e il beneficiario, ma anche il comparto vita, con riguardo alle fattispecie di assicurazione sulla vita altrui (art. 1919 c.c.), ove si determini una coincidenza (sostanziale) tra i due soggetti. Il che può darsi nel caso sopravvivenza, ma anche in quello morte, qualora la situazione beneficiaria investa gli eredi, dacché subentrano nella situazione giuridico-patrimoniale del *de cuius*, ovvero quando quest'ultimo risulti essere stato investito del diritto di procedere alla designazione stessa: invero, «(...) la titolarità dell'assicurazione (...) non viene certo a mancare, ma al contrario risulta confermata se, come fatale conseguenza della morte, il beneficio sarà acquistato da chi all'assicurato succede *mortis causa* o fu da lui designato»⁹.

Secondo l'opinione dominante in dottrina – abbandonata dalla più recente giurisprudenza, che ne promuove invece l'inquadramento come

⁸ Per un'ampia disamina dell'istituto, cfr. A. VENDITTI, *L'assicurazione di interessi altrui*, Napoli, 1961; D. PURCARO, *L'assicurazione per conto altrui*, Milano, 1996; D. PIRILLI, *Il contratto di assicurazione per conto*, Napoli, 2013.

⁹ Cass., 13 maggio 1977, n. 1883, in *Foro it.*, 1978, 1003. Sul tema, sia consentito un rinvio a M. MAZZOLA, *Polizze vita e assicurazione per conto altrui*, in *Resp. civ. prev.*, 2019, 2135 ss. In senso parzialmente adesivo, v. P. CORRIAS, *Le assicurazioni sulla vita*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano, 2021, 137.

vicenda negoziale *sui generis* di contratto a favore di terzi¹⁰ – l’istituto costituirebbe un esempio di interposizione gestoria non rappresentativa¹¹, assimilabile, quantunque non sovrapponibile, al mandato senza rappresentanza¹². Infatti, a differenza del contratto a favore di terzi, mediante cui lo stipulante, operando sulla base di un proprio interesse, intende attribuire ad un’altra persona, che non diviene parte né sostanziale né formale del contratto, il proprio diritto a pretendere la prestazione dovuta dal promittente, nell’assicurazione per conto altrui, quale appunto ipotesi di gestione di interessi altrui, viene ad essere dedotto in garanzia un rischio di cui è gravato un altro soggetto, che, dunque, ancorché formalmente estraneo al contratto, non

¹⁰ Cfr., tra le altre, Cass., 5 giugno 2007, n. 13058, in *Danno resp.*, 2008, 479 ss., con nota di V.V. CUOCCI; Cass., 4 maggio 2005, n. 9824 e, da ultimo, Cass., 17 gennaio 2022, n. 1166, entrambe in *De-Jure*.

¹¹ Cfr. A. LA TORRE, *Un chiarimento sull’assicurazione per conto altrui (art. 1891 c.c.)*, in *Giust. civ.*, 2002, 895 ss.; G. FERRI, *L’assicurazione per conto nella teoria dei contratti*, in *Ass.*, 1942, 375 ss.; U. MAJELLO, *Sull’assicurazione per conto altrui*, in *Foro pad.*, 1964, 1289 ss.; G. FANELLI, *Le assicurazioni*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano, 1973, 436 ss.; D. PIRILLI, *op. cit.*, 27 ss.; M. ROSSETTI, *ult. cit.*, 703 ss.

¹² P. MASI, *L’assicurazione per conto di chi spetta e il contratto a favore di terzo*, in *Giur. comm.*, 2004, 1198, evidenzia che, nello schema dell’assicurazione per conto altrui, difetterebbe in particolare l’esistenza della previsione pattizia di un obbligo in capo al mandatario di compiere uno o più atti giuridici nell’interesse del mandante. In merito, si è opportunamente sottolineato che, in effetti, i rapporti interni tra stipulante e assicurato, che giustificano l’operazione, possono essere i più vari, in dipendenza della volontà delle parti, cui «si dovrà far capo per stabilire se lo stipulante sia obbligato a concludere l’assicurazione e con quali modalità, se sia tenuto a comunicare subito l’assicurazione» e quant’altro: v. A. DONATI, *Trattato del diritto delle assicurazioni private*, II, Milano, 1954, 92 s. Sotto altro profilo, viene rilevato che, in deroga al principio ordinario di cui all’art. 1705 c.c., l’assicurato acquista i diritti verso l’assicuratore con immediatezza dalla stipulazione, escludendone il contraente. Ciò, tuttavia, si spiega considerando che l’integrale applicazione del regime della gestione in nome proprio degli interessi altrui, come delineata dall’art. 1705 c.c., deve coniugarsi, in particolare nell’assicurazione contro i danni, con il principio del necessario collegamento del diritto all’indennità col soggetto dell’interesse al risarcimento, di talché «la logica dell’assicurazione prevale e non può non prevalere, in questo caso, per le ragioni di ordine pubblico alla quale si ispira l’art. 1904, sulla logica della gestione non rappresentativa», come sottolineato da G. FANELLI, *op. cit.*, 437 s.; sul tema, v. anche G. SCALFI, *Il contratto di assicurazione. L’assicurazione contro i danni*, Torino, 1991, 89 ss.

è certamente terzo nella struttura del rapporto assicurativo¹³. Non a caso, la norma di cui all'art. 1891 c.c. non impone alcuna indagine circa la ricorrenza di un interesse dello stipulante al contratto (art. 1411, comma 1, c.c.), e non ammette la possibilità di revoca del beneficio attribuito al terzo (art. 1411, comma 2, c.c.)¹⁴. Nel contempo, logicamente, l'assicurato è gravato da una cospicua serie di oneri e obblighi, rispetto ai quali è immune, invece, il mero beneficiario di una stipulazione conclusa a suo favore: tra quelli che, «per loro natura», debbono essere adempiuti dall'assicurato, ex art. 1891, co. 1, c.c., rientrano, in particolare, quello di rendere edotto l'assicuratore delle eventuali dichiarazioni inesatte o reticenti rese dal contraente in fase precontrattuale (art. 1894 c.c.), di informarlo circa l'eventuale aggravamento del rischio (art. 1898 c.c.), di rendere l'avviso in caso di sinistro e provvedere, per quanto possibile, al salvataggio (artt. 1913 e 1914 c.c.), ovvero ancora quello di segnalare l'esistenza di altre assicurazioni per il medesimo rischio (art. 1910 c.c.)¹⁵.

Orbene, campo elettivo di applicazione dell'istituto è, nell'attuale contesto socioeconomico, quello delle già richiamate garanzie assicurative connesse a mutui e finanziamenti. La soluzione operativa attraverso cui viene sovente collocata tale tipologia di copertura è la polizza collettiva, contratta dallo stesso finanziatore, per conto dei propri clienti, che vi aderiscono individualmente in qualità di assicurati¹⁶. Consolidata è l'idea che, in tale ambito, l'assicurazione garantisca l'interesse del creditore soltanto in via indiretta: infatti, la polizza non copre il rischio dell'insolvenza del debitore, ma il diverso rischio del verificarsi di eventi (tra gli altri: morte, disoccupazione involontaria, malattia o infortunio), che potrebbero pregiudicare la sua

¹³ Cfr. G. FANELLI, *op. cit.*, 417; A. LA TORRE, *op. cit.*, 901; D. PIRILLI, *op. cit.*, 82.

¹⁴ Ne discende che, nel caso di rinuncia dell'assicurato al pagamento dell'indennizzo, questo non può essere preteso dal contraente: cfr. M. ROSSETTI, *ult. cit.*, 705.

¹⁵ Cfr. D. PIRILLI, *op. cit.*, 40. Sul punto, v. anche D. PURCARO, *op. cit.*, 237 ss.

¹⁶ Cfr., tra gli altri, D. CERINI, *L'assicurazione del credito ai consumatori, strumento double-face a "garanzia" di finanziatori e finanziati: da un'idea di democratizzazione del credito" ad un esempio applicativo delle assicurazioni di gruppo*, in *Dir. fisc. ass.*, 2004, 757 s.; G. TESI, *Polizze collettive stipulate da banche e contratto a favore di terzo. Oneri per i beneficiari e problemi di adeguatezza*, in AA.VV., *La Banca-Assicurazione*, *op. cit.*, 399 ss.

capacità di onorare le scadenze del pagamento e, per l'effetto, determinare l'inadempimento degli obblighi assunti¹⁷.

A tale riguardo, è opinione comune che l'inserimento della clausola di vincolo non valga a stravolgere, nella logica della fattispecie, la proiezione funzionale della garanzia: il fatto che la somma venga vincolata al pagamento in favore del creditore non vale logicamente a mutare l'identità del soggetto esposto al rischio assicurato, che rimane il debitore¹⁸.

D'altro canto, non deve fuorviare la circostanza che più soggetti possano essere potenzialmente gravati da un medesimo rischio e, pertanto, vantino un interesse concorrente alla relativa copertura assicurativa.

Si pensi alla pluralità di rischi che possono gravare intorno a un bene dedotto in locazione finanziaria: da un lato, si colloca quello che incombe sull'utilizzatore, il quale – giusta la consueta inversione pattizia del principio «*res perit domino*» – intende garantirsi contro la perdita del cespite, mentre, dall'altro, si staglia l'interesse della società concedente, altresì concreto e meritevole di essere protetto. Per sua natura la locazione finanziaria si connota per il peculiare assetto dominicale. L'interesse dell'utilizzatore ad acquisire la disponibilità del bene e a sopportarne i rischi connessi alla perdita patrimoniale, infatti, non esclude che il concedente mantenga la titolarità della posizione

¹⁷ In questo senso, v. A. CAMEDDA, *I contratti collegati a mutui e finanziamenti. L'obbligo di rimborso del premio assicurativo in caso di estinzione anticipata del finanziamento*, in *Riv. dir. banc.*, 2018, 418 s., nt. 14; P.L. FAUSTI, *Assicurazioni del debitore a garanzia dei mutui ipotecari: considerazioni sulla recente disciplina*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, 614 ss.; N. DE LUCA, *Interesse alla copertura assicurativa, interesse all'assicurazione e cessazione del rischio. Note a margine dell'assicurazione sull'incendio della cosa ipotecata a garanzia di un mutuo bancario estinto anticipatamente*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, 665. Questa l'impostazione cui ha aderito anche il Collegio di Coordinamento dell'ABF, nelle decisioni del 14 febbraio 2014, n. 896; 12 settembre 2017, n. 10617; 25 gennaio 2018, n. 2397.

¹⁸ Cfr. V. CHIONNA, *Il contratto di assicurazione contro i danni con «clausola di vincolo» tra assicurazione per conto altrui e assicurazione a favore di terzo*, in *Riv. dir. civ.*, 1995, 95 ss.; U. CARNEVALI, *Brevi note sulla c.d. clausola di vincolo nei contratti di assicurazione*, in *Resp. civ. prev.*, 2001, 268; M. ROSSETTI, *Interesse assicurato*, cit., 94; P. CORRIAS, *Le polizze collegate*, op. cit., 149. In giurisprudenza, v. Cass., 26 maggio 1999, n. 5100, in *Dir. econ. ass.*, 1999, 648 ss.; Cass., 26 ottobre 2004, n. 20743, cit.; Cass., 13 aprile 2012, n. 5874; Cass., 27 marzo 2019, n. 8472, entrambe in *DeJure*.

proprietaria, con la fondamentale funzione di garanzia a tutela del credito relativo ai canoni che ha diritto di percepire dal primo. Una proprietà, insomma, in funzione di garanzia, come pacificamente riconosciuto in dottrina e giurisprudenza¹⁹. Invero, il finanziatore dei beni utilizzati dal *lessee* può confidare sulla consistenza di detti beni sino al termine del rapporto contrattuale e, più precisamente, sino a che il secondo non abbia optato per l'acquisto, pagandone il corrispettivo pattuito. Si desume, quindi, che il concedente è portatore di un interesse che, per quanto *sui generis*, ha per oggetto diretto la cosa, ed è quindi concorrente con quello dell'utilizzatore, gravato dal rischio di perimento della medesima. Non diversamente dall'interesse dell'usufruttuario, del titolare di un diritto d'uso o di abitazione, o ancora del creditore munito di garanzia reale sul bene²⁰. Interesse che, nella prospettiva del concedente, viene a ritagliarsi cristallino ai sensi dell'art. 1904 c.c., dando luogo al perfezionamento di una polizza contro il rischio di danneggiamento e/o perdita del bene²¹.

¹⁹ Sulla proprietà in funzione di garanzia in cui si risolve la posizione proprietaria del concedente, v. G.A. RESCIO, *La traslazione del rischio contrattuale nel leasing*, Milano, 1989, 205; C. TRANQUILLO, *La nuova disciplina del leasing nella legge n. 124 del 2017*, in *Eur. dir. priv.*, 2018, 135 s. In tal senso si è espressa anche la giurisprudenza di legittimità: cfr., in particolare, Cass., Sez. Un., 5 ottobre 2015, n. 19785, alla cui impostazione ha aderito, da ultimo, Cass., 21 agosto 2020, n. 17531, entrambe in *DeJure*.

²⁰ Per queste ipotesi, v. M. MAZZOLA, *L'interesse nel contratto di assicurazione: profili teorici e risvolti applicativi*, in *Riv. dir. civ.*, 2019, 1217 ss.; v. anche S. FERRARINI, *L'interesse nell'assicurazione*, Pisa, 1935, 56 ss.; A. FIORENTINO, *L'assicurazione contro i danni*, Napoli, 1949, 35 s.; G. VOLPE PUTZOLU, *L'assicurazione. Produzione e distribuzione*, Bologna, 1992, 133 ss.

²¹ Sul punto, v. anche P. PERSANO ADORNO, *Interesse all'assicurazione del locatario in virtù del contratto di leasing*, in *Giur. merito*, 1990, 796 ss. Sotto questo profilo è significativo che il T.A.R. Lazio, chiamato a pronunciarsi sull'applicabilità del richiamato divieto posto dal Provvedimento ISVAP n. 2946/2011 in capo agli intermediari di assumere il duplice ruolo di intermediari e beneficiari della copertura, abbia rilevato che «(...) le coperture assicurative intermedie a fronte dei contratti di *leasing* non sono a protezione del credito, ma a garanzia del bene oggetto del contratto, che è di proprietà della società di *leasing* e che questa acquista impiegando i necessari capitali a seguito delle richieste dei clienti ed a fronte della stipula dei contratti di locazione finanziaria» sicché «(...) il fatto che la società di *leasing* proprietaria del bene, oltre ad essere beneficiaria della polizza, l'abbia anche intermediata non integra l'insorgenza – per definizione aprioristica – di un conflitto di interessi, non avendo essa certamente alcun interesse a che il bene venga danneggiato o distrutto. In questo

In merito, è dirimente rilevare che l'assicurazione contro la perdita o il danneggiamento di un bene non vale a ritenere garantiti anche gli ulteriori soggetti che eventualmente vantino un interesse concorrente sulla cosa: il premio corrisposto dal singolo assicurato è, infatti, finalizzato alla copertura, e quantificato nella misura, dello specifico rischio che su questi incombe e non anche alla tutela degli altri soggetti che, al verificarsi dell'evento, potrebbero subire un danno²². Diversamente opinando, d'altronde, non si spiegherebbe la disciplina dettata all'art. 2742 c.c. («Surrogazione dell'indennità alla cosa»), in forza della quale è previsto che alla cosa, che costituisce garanzia dei creditori ipotecari, pignorati o privilegiati dell'assicurato, eventualmente colpita da sinistro (perdita o danneggiamento del bene), si sostituisca l'indennizzo che l'assicuratore dovrebbe all'assicurato²³. Ciascun soggetto può, invece, ritenersi assicurato contro il rischio comune, qualora tale eventualità venga partitamente dedotta in copertura: in tale ipotesi, l'assicuratore rimane comunque impegnato per una somma che rappresenta l'intero valore del cespite, ma non oltre²⁴.

Preso atto dell'impermeabilità delle situazioni di rischio, gravate da interessi concorrenti, rispetto alla copertura eventualmente stipulata dal singolo titolare di un rapporto col bene, l'inserimento di una clausola di vincolo si conferma, anche in tali peculiari ipotesi, accorgimento inidoneo a esprimere una qualche deviazione effettuale dell'assicurazione in punto di rischio garantito, che rimane a tutela della posizione propria del debitore e, solo indirettamente, a quella del vincolatario.

3. (Segue). *L'inquadramento quale contratto a favore di terzi. Critica*

Secondo l'opinione prevalente, la clausola di vincolo farebbe assumere al contratto di assicurazione la fisionomia del contratto a

senso è come se la società di *leasing* avesse un interesse concorrente con quello dell'utilizzatore» (cfr. T.A.R. Lazio, 3 agosto 2012, n. 7229, in *Dir. fisc. ass.*, 2013, 234 ss., con nota di A. CAPPUSI, *op. cit.*).

²² In questo senso, v. S. FERRARINI; *cit.*, 61 s.; M. ROSSETTI, *ult. cit.*, 86.

²³ S. FERRARINI, *op. loc. cit.*

²⁴ G. FERRI, *L'interesse nell'assicurazione danni*, in *Ass.*, 212.

favore di terzi, ex art. 1411 c.c.²⁵. Stipulante sarebbe il soggetto esposto al rischio (: l'assicurato), promittente la Compagnia, e, titolare del diritto all'indennità, il vincolatario, la cui eventuale sottoscrizione dovrebbe intendersi come dichiarazione di voler profittare della prestazione²⁶.

Anche tale esito ricostruttivo, tuttavia, incontra significative obiezioni.

In primo luogo, tale orientamento non si cura di approfondire l'effettivo perimetro di applicazione del contratto a favore di terzi in ambito assicurativo. Invero, si ritiene l'istituto possa trovare cittadinanza esclusivamente nell'ambito del comparto vita: qualora fosse possibile attribuire ad un terzo non interessato il diritto al pagamento dell'indennità anche nelle assicurazioni contro i danni, il contratto tradirebbe la propria funzione indennitaria, che reclama non solo la sussistenza di un interesse al risarcimento dell'assicurato, quanto che la titolarità del diritto all'indennizzo permanga in capo al soggetto gravato dal rischio dedotto in copertura²⁷. Ciò considerato, se ne deve logicamente dedurre che la clausola di vincolo – in questi termini considerata – non potrebbe accedere ad alcuna garanzia afferente al ramo danni²⁸.

²⁵ Tra gli altri, v. G. BOGLIONE, *Le clausole di vincolo apposte alle polizze marittime corpo*, in *Dir. mar.*, 1989, 226; V. CHIONNA, *op. cit.*, 100 ss.; G. LENER, *"Appendice di vincolo" nei contratti assicurativi e collegamento negoziale: uno pseudo-problema*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1995, I, 379 ss.; L. RUGGERI, *Il c.d. vincolo assicurativo ed il terzo beneficiario del vincolo*, in *Dir. fisc. ass.*, 2006, 135 ss.; G. TESI, *op. cit.*, 406 ss. In giurisprudenza, v. Cass., 5 novembre 2002, n. 15502, in *De-Jure*.

²⁶ G. LENER, *op. cit.*, 384. L'appunto rappresenta un primo indice rilevatore della debolezza della ricostruzione: la revocabilità della proposta mal si concilia con l'obiettivo di offrire una protezione stabile del credito vantato dal finanziatore.

²⁷ In questo senso, v. L. BUTTARO, voce *Assicurazione contro i danni*, in *Enc. dir.*, 1958, Milano, 496; R. DE MICHEL, *Assicurazione contro i danni a favore del terzo*, in *Giur. it.*, 1995, 61 ss.; A. LA TORRE, *op. cit.*, 904; *contra*, A. DONATI, *Teoria indennitaria nelle assicurazioni e contratto a favore di terzo*, in *Riv. dir. comm.*, 1954, 9 ss.

²⁸ Tale conclusione potrebbe essere temperata e rimeditata considerando che l'attribuzione dell'indennità al terzo valga contestualmente a elidere il debito dell'assicurato, senza che pertanto possa essere disatteso il principio indennitario. In questo senso, V. CHIONNA, *op. cit.*, 101 s., il quale rileva che «(...) vincolando l'indennizzo assicurativo esclusivamente in favore di un suo creditore garantito, il

All'accoglimento della tesi osta, d'altronde, un ulteriore e ancor più significativo rilievo. Cioè: la configurazione del vincolatario alla stregua di un comune beneficiario tende a sovrapporre inevitabilmente i concetti. Invero, considerato che la normativa sopra richiamata distingue chiaramente le due figure, il tentativo di delinearne partitamente i relativi statuti teorici sembra resistere alla vecchia formula di Occam «*entia non sunt multiplicanda praeter necessitatem*». Ebbene, l'attribuzione del diritto alla prestazione assicurativa al beneficiario avviene a livello normativo: nell'assicurazione contro i danni, questi coincide necessariamente con l'assicurato, che è il soggetto rispetto al quale l'assicuratore si *obbliga* a rivalere di un danno ad esso prodotto da un sinistro (art. 1882 c.c.), mentre, nell'assicurazione sulla vita, qualora non coincidente con l'assicurato, il terzo acquista *un diritto proprio* nei confronti dell'assicuratore per effetto della designazione (art. 1920, co. 3, c.c.). Tuttavia, nel silenzio della legge, l'acquisto di un diritto a favore di un terzo estraneo all'atto, in tanto può verificarsi, in quanto la volontà delle parti sia diretta ad attribuirgli tale situazione attiva. Nel caso in cui le parti non abbiano convenuto di conferire al terzo il diritto di esigere una determinata prestazione da una di esse (il promittente), e pertanto questi risulti semplice destinatario della stessa, la convenzione si traduce tecnicamente in un negozio c.d. «con prestazione al terzo»²⁹. Parrebbe consumarsi, così, una affilata cesura tra la figura del beneficiario di una

contraente, in caso di sinistro, ottiene ugualmente il risarcimento della diminuzione di valore del bene assicurato ma non come di regola avviene – e cioè mediante il versamento di una somma di denaro – bensì mediante il pagamento di un suo debito». Tale impianto argomentativo, *mutatis mutandis*, è stato utilizzato al fine di assecondare la configurabilità del contratto di assicurazione di responsabilità civile come contratto a favore del terzo danneggiato – al quale, per l'effetto, sarebbe consentito di esercitare l'azione diretta contro la Compagnia del danneggiante – preso atto che, tramite la corresponsione dell'indennità alla vittima dell'illecito, viene pur sempre ad essere eliminato il danno al patrimonio dell'assicurato, conseguente al relativo debito risarcitorio: v. A.D. CANDIAN, *Responsabilità e assicurazione*, Milano, 1993, 207 ss.

²⁹ Sull'istituto, fra gli altri, v. lo studio monografico di G. MACCARRONE, *Il contratto con prestazione al terzo*, Napoli, 1997, 18 ss.; E. BARCELLONA, *Responsabilità da informazione al mercato: il caso dei revisori legali dei conti*, Torino, 2003, 209 ss.; F. ANGELONI, sub art. 1411, *Comm. c.c. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 2004, 14 ss.; P. SCHLESINGER, *Il pagamento al terzo*, Milano, 1961, p. 19.

stipulazione a favore del terzo, in quanto tale legittimato *a esigere* nei confronti dell'assicuratore e quella del vincolatario, investito, invece, soltanto della legittimazione *a ricevere* la prestazione³⁰. Un tanto a significare che titolare del diritto alla prestazione (oggetto dell'obbligazione) di pagamento dell'indennità – da cui promana la «sicurezza» di poter contare, al verificarsi del rischio, sulla relativa neutralizzazione ad opera dell'assicuratore³¹ – rimane l'assicurato, che, in qualità di titolare del diritto alla prestazione contrattuale, conviene soltanto di «vincolare» la somma, determinando il soggetto cui sarà destinata.

D'altronde, che oltre il mero conferimento della legittimazione a ricevere non ci si possa spingere, è considerazione suffragata dai rilievi svolti da attenta dottrina per l'ipotesi in cui titolare del vincolo sia un creditore ipotecario, privilegiato o pignoratizio dell'assicurato. A tal proposito si è, infatti, evidenziato che la tesi dell'attribuzione per via negoziale di un diritto di credito all'indennità condurrebbe «(...) ad una situazione abnorme: il vincolatario sarebbe titolare di un diritto di credito avente ad oggetto quella medesima somma sulla quale egli avrebbe, nello stesso tempo, un diritto di garanzia per effetto dell'art. 2742 c.c.», in ragione del quale, paradossalmente, questi dovrebbe cedere di fronte agli altri creditori concorsuali, a beneficio dei quali permane il vincolo preferenziale previsto dalla stessa disposizione³².

³⁰ Come chiarito da A. DI MAJO, sub *art. 1188*, in *Comm. c.c. Scialoja-Branca*, 1994, 239, «Legittimato ad esigere il pagamento sarebbe colui che ha titolo a pretendere che il debitore paghi (...). Colui che invece è semplicemente legittimato a ricevere non ha titolo a pretendere che il debitore paghi nei suoi confronti, né quest'ultimo può mettere in mora il creditore ove colui che è legittimato a ricevere si rifiuti di ricevere il pagamento. Le due qualità possono combinarsi ma comunque non si identificano».

³¹ Cfr. P. SCHLESINGER, *Riflessioni sulla prestazione dovuta nel rapporto obbligatorio*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1959, 1275 s., il quale, assumendo che nel contratto bilaterale le prestazioni corrispettive sono rappresentate dai risultati che le parti intendono conseguire mediante la stipulazione del negozio, giunge a sostenere che «(...) l'assunzione di una garanzia contro un rischio, se può di certo costituire una delle prestazioni di un contratto bilaterale, non rappresenta l'oggetto di un particolare tipo di obbligazione consistendo, invece, nella situazione di sicurezza che la stipulazione del contratto determina automaticamente, a favore di un contraente, come riflesso dell'obbligazione di indennizzo soltanto eventuale a carico dell'altro» (enfasi aggiunta).

³² Cfr. U. CARNEVALI, *op. cit.*, 271.

4. (Segue). *L'accostamento al pegno di crediti. Critica*

In un attento studio dedicato al tema, si è suggerito l'accostamento del vincolo all'istituto del pegno di crediti³³. Sulla scorta di tale ricostruzione, che ha trovato sporadico avallo nella giurisprudenza di merito³⁴, il vincolatario, al pari del beneficiario di un contratto a favore di terzi, sarebbe titolare dello *jus exigendi* nei confronti dell'impresa: al creditore pignoratizio, infatti, è attribuita la legittimazione a riscuotere – cioè a esigere, anche in sede esecutiva – il credito dato in garanzia di cui, a un tempo, rimane titolare il relativo debitore (art. 2803 c.c.)³⁵.

Avverso tale visione, tuttavia, si è obiettato che non sarebbe questo lo scopo obiettivamente perseguito dalla previsione, mediante cui – in difetto di volontà inequivoca nel predetto senso – si intenderebbe esclusivamente garantire che la somma non venga incamerata dall'assicurato in luogo del vincolatario, senza per questo attribuire una prelazione a quest'ultimo³⁶.

Il vincolo non potrebbe ad ogni modo costituire titolo in forza del quale il relativo titolare possa farsi pagare prima di un eventuale altro creditore privilegiato, preso atto che – siccome previsto dall'art. 2742 c.c. – l'eventuale ordine di soddisfazione dei creditori dell'assicurato

³³ G. CASTELLANO, *Vendita a rate, assicurazione del credito e vincolo dell'indennità a favore di terzo*, in *Arch. giur.*, 1971, 5 ss. In tal senso, successivamente, si è espresso anche S. FERRARINI, *Sul vincolo della indennità assicurativa a favore del creditore avente ipoteca sulla nave*, in *Ass.*, 1988, 78 ss.

³⁴ Trib. Roma, 29 agosto 1996, n. 12236, in *Riv. giur. circolaz. trasp.*, 1996, 987 ss.

³⁵ Evidenzia A. DI MAJO, *op. cit.*, 243, che la *ratio* della legittimazione *ex lege* del creditore pignoratizio ad esigere il pagamento trova il suo fondamento nella titolarità di un diritto reale sul credito. Si consideri, tuttavia, che il creditore pignoratizio non vanta la titolarità del credito garantito, ma in suo favore è prevista soltanto la costituzione di un diritto di prelazione e sequela, tipico della categoria delle garanzie reali, sicché questi può esigere la somma, ma non può, per effetto del divieto di patto commissorio, trattenere le somme corrispondenti all'importo assoggettato a pegno, salvo quanto previsto dalla seconda parte della medesima disposizione.

³⁶ Cfr. G. ALPA, *Clausole di vincolo dell'indennità assicurativa e pretese del fallimento, in margine ad una prassi negoziale*, in *Riv. giur. circolaz. trasp.*, 1980, 896; G. LENER, *op. cit.*, 383. Nel medesimo senso, ma a proposito del vincolo direttamente previsto dall'art. 2742 c.c., G. GAMBOGI, *Surrogazione dell'indennità di assicurazione alla cosa ipotecata perita e fallimento dell'assicurato*, in *Ass.*, 1957, 161.

deve permanere inalterato rispetto al vincolo, fissato dal legislatore, sulle somme dovute dall'assicuratore³⁷. Peraltro, l'attribuzione della prelazione in favore del vincolatario, come creditore pignoratizio, presupporrebbe che l'accettazione per iscritto dell'assicuratore sia munita di data certa, ovvero che la costituzione della garanzia venga a questi notificata (art. 2800 c.c.)³⁸.

Ed ancora, la costituzione del pegno imporrebbe la partecipazione del vincolatario all'accordo tra assicuratore e assicurato, almeno attraverso un'adesione espressa al medesimo: si tratta, tuttavia, di snodo negoziale infrequente nella prassi in esame.

Infine, nel testo della clausola, come elaborata nella modulistica corrente, non viene sovente resa «sufficiente indicazione» del credito garantito, come invece richiesto dall'art. 2878, co. 3, c.c. per il contratto di pegno³⁹.

5. (Segue) *La tesi della cessione del credito. Critica*

Un ulteriore interessante tentativo di fornire un'interpretazione del vincolo è quello che ha ravvisato nella previsione una peculiare applicazione di cessione del credito (futuro), a scopo di garanzia⁴⁰.

³⁷ Cfr. U. CARNEVALI, *op. cit.*, 268-269, il quale sottolinea che la clausola non potrebbe giocoforza spiegare alcun effetto nella parte in cui dispone che «(...) l'assicuratore si obbliga a riconoscere il vincolo in questione come l'«unico» dichiarato dall'assicuratore medesimo e da lui riconosciuto al momento dell'apposizione del vincolo».

³⁸ Per questi rilievi, v. U. CARNEVALI, *op. cit.*, 274 ss., riprendendo G. CASTELLANO, *cit.*, 21. Secondo S. FERRARINI, *op. ult. cit.*, 83 s., se si considera che tale clausola sarebbe tesa a rafforzare il vincolo che già esiste nella legge in favore dei creditori privilegiati, le conseguenze dell'inopponibilità ai terzi della pattuizione non dovrebbero prefigurarsi se si ritiene che «(...) il pegno non è creato *ex novo* dalla clausola di vincolo, ma discende direttamente dalla legge». Va tuttavia osservato che tale *escamotage* interpretativo non è estensibile né, dunque, risolutivo, rispetto alle ipotesi di clausola di vincolo pattuita in favore di un creditore chirografario, frutto dell'autonomia privata e sprovvista di base normativa.

³⁹ V., ancora, U. CARNEVALI, *op. cit.*, 274. Così, anche L. RUGGERI, *Il c.d. vincolo assicurativo*, *cit.*, 143.

⁴⁰ G. GAMBOGI, *op. cit.*, 163; in giurisprudenza, v. Cass., 4 marzo 1981, n. 5515, in *Foro it.*, 1982, 1651 ss. In relazione all'ipotesi in cui la garanzia sia prevista in favore di un creditore privilegiato, rileva U. CARNEVALI, *op. cit.*, 271 s., che lo stipulante «(...) non vuole, mediante la clausola di vincolo, estinguere un suo debito

Senonché, al pari dell'opinione che ricostruisce la clausola come contratto a favore di terzi, l'impostazione sconta un'aperta incompatibilità con il principio indennitario: la cessione, effettuata prima del verificarsi del rischio, provocherebbe infatti una scissione tra diritto all'indennizzo e titolarità dell'interesse al risarcimento, che non è compatibile con il sistema dell'assicurazione contro i danni⁴¹. Tale lettura potrebbe, dunque, trovare adesione soltanto nell'ambito delle coperture del comparto vita.

D'altro canto – come già rilevato – dalla mera costituzione del vincolo sulla somma dovuta dall'assicuratore non pare possibile desumere l'attribuzione a vario titolo della titolarità del credito: non è un caso che, qualora effettivamente in tale direzione le parti vogliano muoversi, sia convenuta espressamente – siccome sporadicamente è dato constatarsi⁴² – una cessione dell'indennità. Da questo punto di vista, parrebbe maggiormente plausibile il riferimento al mandato irrevocabile all'incasso (con diritto ad appropriarsi del riscosso, cioè), che pur rilevando significative affinità con la cessione del credito, si risolve nell'attribuzione al mandatario della legittimazione a ricevere la somma, ma non della titolarità del credito, cui sarebbe connessa la facoltà di esigere e agire contro il debitore⁴³. Anche da quest'angolo visuale, mette conto tuttavia rilevare che la struttura del mandato non è conciliabile con la dinamica che presiede alla convenzione di una clausola di vincolo, ché tra il debitore-assicurato ed il proprio creditore vincolatario non viene concluso alcun contratto: quest'ultimo, infatti, viene di prassi favorito dal vincolo rimanendo formalmente estraneo all'atto che ne formalizza la definizione.

(che pur potrebbe esistere) verso il vincolatario, bensì vuole solo – di concerto con il vincolatario – che la distruzione o il deterioramento del bene dato in garanzia al vincolatario non pregiudichi quest'ultimo, vanificando la garanzia medesima, come avverrebbe se l'assicurato potesse liberamente riscuotere l'indennità dell'assicuratore».

⁴¹ L. BUTTARO, *op. cit.*, 477; D. PURCARO, *op. cit.*, 381.

⁴² Cfr. G. CASTELLANO, *op. cit.*, 18 s.; U. CARNEVALI, *op. cit.*, 274.

⁴³ Cfr. U. STEFINI, *La cessione del credito*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano, 2020, 66.

6. *Ipotesi per una differente ricostruzione e sue ricadute applicative*

Le osservazioni sinora compendiate evidenziano come – a sommosso avviso di chi scrive – allo stato dell’arte non risulti ancora versata al dibattito una convincente qualificazione dell’istituto in esame.

Al riguardo, si ritiene utile nuovamente muovere dall’assunto secondo cui la volontà delle parti che dispongono la costituzione del vincolo c.d. complesso sia, all’evidenza, quella di attribuire definitivamente l’indennità assicurativa al vincolatario. Obiettivo che – come visto – non pare, però, potersi tradurre in un negozio che consegni al vincolatario la titolarità del diritto alla prestazione e, per l’effetto, la possibilità di esigerla nei confronti della Compagnia. Il dato impone di valutare, a questo punto, se il vincolo si configuri piuttosto quale traduzione convenzionale di un negozio con «prestazione al terzo», in forza del quale la posizione del vincolatario sarebbe quella di semplice destinatario del pagamento, munito della legittimazione a ricevere, ma non a pretendere, l’indennità assicurativa.

È da escludersi che la clausola integri un’ipotesi di indicazione di pagamento (art. 1188 c.c.). L’istituto, *prima facie* potrebbe presentare una qualche assonanza funzionale con il vincolo⁴⁴, considerato che l’indicatario è un semplice legittimato a ricevere, ma non anche a esigere il pagamento⁴⁵. Tuttavia, se si considera che – secondo l’orientamento prevalente – si tratterebbe di negozio unilaterale⁴⁶, è agevole avvedersi che l’indicazione non è istituto entro cui potrebbe essere sussunta la clausola di vincolo, che invece si articola in un accordo tra la Compagnia e il proprio assicurato. D’altro canto, la stessa natura unilaterale del negozio impedirebbe di configurare in capo all’assicuratore un obbligo di destinare la somma esclusivamente in favore del vincolatario: la tutela della sfera giuridica altrui impone, infatti, che l’indicazione possa esclusivamente produrre effetti

⁴⁴ Ne predica *per incidens* la configurabilità rispetto al vincolo previsto dall’art. 2742 c.c., A. MAGAZZÙ, voce *Surrogazione reale*, in *Enc. dir.*, Milano, 1514.

⁴⁵ Cfr. A. DI MAJO, *op. cit.*, 249.

⁴⁶ Cfr., tra gli altri, M. BASILE, voce *Indicazione di pagamento*, in *Enc. dir.*, Milano, 1971, 130; C.M. BIANCA, voce *Indicazione di pagamento*, in *Enc. Giur.*, Roma, 1998, 2; E. DAMIANI, sub *art. 1188*, in *Comm. c.c. Gabrielli*, Torino, 2012, 463; C. DORE JR., *Sull’indicazione di pagamento*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2015, 396.

favorevoli nei confronti dell'indicato⁴⁷, al quale viene pertanto conferita la facoltà di pagare alternativamente al creditore o all'indicatario⁴⁸. D'altronde, che se ne voglia assecondare una lettura in termini di negozio autorizzativo⁴⁹, ovvero finalizzato a conferire il significato di adempimento alla prestazione rivolta dal debitore a un soggetto inizialmente estraneo al rapporto obbligatorio⁵⁰, rimane indubbio che l'indicazione non conferisca all'indicatario un titolo idoneo a giustificare la permanenza della *res debita* nell'ambito del suo patrimonio⁵¹. In sintesi, la precarietà che caratterizza la posizione dell'indicatario non si concilia con l'obiettivo di destinare esclusivamente al vincolatario e, nel contempo, di cristallizzare nel relativo patrimonio, l'eventuale indennità assicurativa.

La previsione pare, piuttosto, presentare significativi indici di affinità con l'istituto della delegazione di pagamento. Che è senza dubbio esempio di contratto con «prestazione al terzo»: nella fattispecie, infatti, sorge a carico di una parte, il delegato, l'obbligo di effettuare il pagamento al delegatario, senza che per questo derivi alcun diritto in favore di quest'ultimo⁵². Sul delegato grava, infatti, l'obbligo di effettuare la prestazione al delegatario, ma tale obbligo sussiste

⁴⁷ Sul problema degli effetti compatibili con l'atto unilaterale, nell'ottica della protezione della sfera giuridica dei singoli, v. l'essenziale contributo di C. DONISI, voce *Atti unilaterali*, in *Enc. iur.*, Roma, 1988, 1 ss.

⁴⁸ M. BASILE, *op. loc. cit.*; C. DORE JR., *op. cit.*, 413. *Contra*, di recente, E. GIORGINI, *L'indicazione di pagamento come fattispecie*, Napoli, 2012, 36 s., secondo cui l'espressa previsione di cui all'art. 1188 c.c., giusta la quale il legislatore avrebbe considerato meritevole di tutela l'interesse del creditore a spostare la fase della ricezione del pagamento da se stesso ad altro soggetto, varrebbe a significare che tale interesse prevale su quello del debitore a non vedersi mutato il destinatario del pagamento. Cfr. anche P. SCHLESINGER, *Il pagamento al terzo*, cit., 67, per il quale la formulazione dell'art. 1188, co. 1, c.c., che utilizza il predicato «deve» con riferimento all'attività posta in capo all'indicato, sembrerebbe prevedere un obbligo di adempiere nelle mani dell'indicatario. L'argomento letterale è stato, tuttavia, agevolmente superato, evidenziando che la «doverosità», cui allude la disposizione, concerne l'atto del pagamento, e non le persone dei destinatari (v. C.M. BIANCA, *op. cit.*, 2).

⁴⁹ C.M. BIANCA, *op. cit.*, 1; E. DAMIANI, *op. loc. cit.*

⁵⁰ C. DORE JR., *op. cit.*, 401 ss.

⁵¹ C. DORE JR., *op. cit.*, 417; v. anche M. BASILE, *op. cit.*, 131.

⁵² Cfr. P. SCHLESINGER, *op. ult. cit.*, p. 101; P. RESCIGNO, voce *Delegazione (dir. civ.)*, in *Enc. dir.*, Milano, 1962, 946; G. MACCARRONE, *op. cit.*, 108 s.

soltanto nei confronti del delegante⁵³. Operativamente, ciò significa che il creditore-delegatario non si può rivolgere al delegato come fosse suo debitore, ma può soltanto sollecitare l'accettazione dell'incarico o, se questa è avvenuta, il pagamento⁵⁴. La *delegatio solvendi* presenta il medesimo schema di conclusione della clausola di vincolo: dal momento che – a differenza dell'indicazione – mediante la delegazione non viene designato un legittimato a ricevere ulteriore rispetto al creditore, ma si vincola il debitore a pagare al terzo⁵⁵, è richiesto necessariamente il consenso, ovvero l'accettazione dell'incarico, da parte del delegato⁵⁶. Tra il delegato e il delegatario non sussiste, invece, alcun rapporto contrattuale⁵⁷: il delegatario, all'atto del pagamento, si limita semplicemente a ricevere nella sua sfera giuridica la prestazione del delegato. Nel contesto operativo che ci occupa, la delegazione risulta titolata sia al rapporto di provvista che al rapporto di valuta⁵⁸: al verificarsi del rischio, infatti, l'assicuratore dichiara di effettuare il pagamento in dipendenza del rapporto che lo lega all'assicurato-delegante, quanto altresì con riferimento al debito di quest'ultimo verso il vincolatario⁵⁹. La Compagnia – che si impegna a corrispondere la

⁵³ Rimane salva, ovviamente, l'ipotesi di espressa volontà del delegato di obbligarsi verso il delegatario, che vale a trasformare la delegazione di pagamento in delegazione di debito: cfr. E. MOSCATI, *La disciplina generale delle obbligazioni*, Torino, 2015, 488.

⁵⁴ In questo senso, v. G. GIACOBBE, sub *art. 1269*, in *Comm. c.c. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1992, 40 s.

⁵⁵ C.M. BIANCA, *op. cit.*, 2.

⁵⁶ Cfr. E. MOSCATI, *op. cit.*, 490, il quale evidenzia che «Accettando l'incarico, il terzo assume il ruolo di mandatario (art. 1710 ss. c.c.), sicché l'esecuzione della prestazione nelle mani del creditore delegante costituisce l'adempimento dell'obbligo assunto con l'accettazione dell'incarico, in virtù della quale si conclude il contratto di mandato tra il delegante (*rectius*: mandante) e il terzo (*rectius*: mandatario)»: in effetti, prosegue l'A., «La necessità dell'accettazione dell'incarico (...) vale a distinguere la delegazione di pagamento dall'indicazione di pagamento (...)».

⁵⁷ Cfr. G. GIACOBBE, *op. cit.*, 36.

⁵⁸ La distinzione tra delegazione pura e titolata si ritiene applicabile anche alla *delegatio solvendi*: v. G. GIACOBBE, *op. cit.*, 43; di recente, E. MOSCATI, *op. cit.*, 495 ss.

⁵⁹ Cfr. P. GRECO, voce *Delegazione (diritto civile)*, in *Noviss. Dig. it.*, Torino, 1960, 347, per il quale, nell'ambito della delegazione di pagamento, «(...) per la titolazione rispetto al rapporto di provvista potrebbe bastare che all'atto del pagamento il delegato dichiarasse di effettuare questo in dipendenza di quel rapporto (...).

somma del quale rimane titolare l'assicurato – può dunque opporre al vincolatario, di là dalle eccezioni relative ai suoi rapporti con questo, i vizi inerenti sia al rapporto di finanziamento, sia a quello assicurativo. Poiché il delegatario è terzo rispetto al delegato, e non può, perciò, pretendere il pagamento, l'eventuale patologia del rapporto richiamato non rileva in punto di rifiuto alla prestazione, bensì può essere fatta valere al fine della ripetizione della prestazione⁶⁰. Il delegatario, dal canto suo, risulta legittimato, a differenza del mero indicatario, a trattenere la somma corrisposta dall'impresa: è il rapporto tra il debitore-delegante e il creditore-delegatario a giustificarlo, quale antecedente causale a cui lo stesso delegatario fa comunque richiamo nel momento in cui incassa il pagamento che il delegato dichiara di eseguire su ordine del delegante⁶¹. Se è vero che, a differenza della delegazione promissoria, nella delegazione di pagamento il delegatario non trova innanzi a sé un ulteriore debitore⁶², è tuttavia da considerarsi che, una volta ammesso il diritto dello stesso a trattenere la somma pagata dal delegato, anche in tal caso la posizione del creditore ne esce rafforzata, trovando il medesimo un ulteriore supporto patrimoniale sul quale fare assegnamento. D'altronde, non può ritenersi ammessa, nel caso del vincolo, alcuna revoca della delega, invece consentita, in linea generale, sino a quando il delegato non abbia effettuato il pagamento al delegatario (art. 1270 c.c.)⁶³: l'irrevocabilità dell'incarico – ancorché non eventualmente convenuta⁶⁴ – pare, infatti, essere implicata dalla stessa volontà delle parti, diretta ad attribuire al vincolo una chiara, per

Quanto alla titolazione rispetto al rapporto di valuta, dovrebbe bastare il riferimento che sia fatto ad esso, all'atto del pagamento, dal delegato».

⁶⁰ Cfr. B. GRASSO, sub *art. 2742*, in *Comm. Schlesinger* Milano, 2011, p. 49 s.; P. GRECO, *op. loc. cit.* In relazione all'individuazione del soggetto legittimato al relativo esperimento, v. E. MOSCATI, *op. cit.*, 497 ss.

⁶¹ Cfr. C. DORE JR., *op. ult. cit.*, *La delegazione di pagamento nel quadro dei negozi sull'esecuzione dei rapporti obbligatorio*, Napoli, 2017, 106.

⁶² Tra gli altri, v. C.M. BIANCA, *Diritto civile, 4, L'obbligazione*, Milano, 1990, 634.

⁶³ Sul punto, v. C. DORE JR., *op. ult. cit.*, 50 ss.

⁶⁴ La clausola di irrevocabilità è accorgimento che si ritiene in linea generale consentito, con conseguente inefficacia della revoca antecedente al pagamento da parte del delegato. V., tra gli altri, P. GRECO, *op. cit.*, 334; R. ROLLI, sub *art. 1270*, in E. GABRIELLI (diretto da), *Comm. cod. civ., Delle obbligazioni. Artt. 1218-1276*, Torino, 2013, 851.

quanto indiretta, funzione di garanzia del credito del vincolatario⁶⁵. Che la clausola persegue anche nell'ipotesi in cui il vincolo dovesse venir disposto in favore di un creditore chirografario che concorra con i titolari del vincolo preferenziale di cui all'art. 2742 c.c., traducendosi – più limitatamente, pena un'inammissibile deroga all'ordine di preferenza ivi stabilito per i creditori concorsuali – nel divieto di pagamento in favore dell'assicurato, senza il consenso del vincolatario⁶⁶. In tal caso, è plausibile ritenersi che dell'eventuale opposizione possano trarne vantaggio anche i creditori titolari di garanzia reale o privilegiati, quandanche non l'abbiano, a loro volta, presentata nei termini di legge⁶⁷, sì da garantire al vincolatario la destinazione dell'eventuale residuo⁶⁸.

La clausola può spiegare un'indubbia utilità pure nel caso in cui il creditore già benefici del vincolo disposto dall'art. 2742 c.c., ove è

⁶⁵ «Nel suo significato generale e comune, che costituisce poi il nucleo essenziale del concetto giuridico, la garanzia si caratterizza per la sua impronta marcatamente funzionale e per la sua logica e strutturale dipendenza da una distinta situazione soggettiva, da un interesse, che essa mira a proteggere e rafforzare, rendendone più sicura la realizzazione»: cfr. L. PIAZZA, voce *Garanzia (diritto civile)*, in *Enc. Giur.*, Roma, 1989, 1; v. anche P. CORRIAS, *Garanzia pura e contratti di rischio*, Milano, 2004, 3.

⁶⁶ In questi termini, senza tuttavia riferirsi all'eventuale concorso del vincolatario titolare di credito chirografario e creditori privilegiati, muniti soltanto del vincolo stabilito *ex lege*, v. U. CARNEVALI, *op. cit.*, 275, il quale, individuato tale sbocco effettuale della clausola, giunge a qualificarla in termini di "garanzia" (atipica).

⁶⁷ Ai sensi dell'art. 2742, co. 2, c.c., è previsto un termine per l'opposizione pari a 30 giorni dalla data della perdita o del danneggiamento. Nel caso in cui sussista un diritto di ipoteca sull'immobile, l'assicuratore ha peraltro l'onere di notificare ai creditori iscritti l'avvenimento del sinistro: la relativa inosservanza determina l'inopponibilità ai creditori ipotecari dei pagamenti effettuati al debitore e ai creditori privilegiati.

⁶⁸ Tale esito, se da un lato impedisce che un creditore chirografario possa essere collocato sull'indennità in violazione del principio di concorsualità, dall'altro non pregiudica la posizione del proprietario assicurato, considerato che, una volta esteso l'effetto dell'opposizione implicata dalla clausola in favore dei creditori muniti di prelazione, il regime che regola il caso è giocoforza quello di cui all'art. 2742 c.c., in forza del quale spetta pur sempre al debitore decidere se impiegare o meno l'indennità nel ripristino della cosa, impedendo così di fatto che sull'indennità si soddisfino i creditori. Preme segnalare come in dottrina rimanga tuttavia controverso se l'opposizione proposta da uno soltanto dei creditori – ancorché privilegiato – possa valere a favore degli altri creditori garantiti da prelazione reale: v. L. BARBIERA, sub *art. 2742 c.c.*, in *Comm. Schlesinger*, Milano, 2010, 241 s., ove ulteriori riferimenti.

previsto che l'indennità assicurativa sia vincolata al pagamento dei creditori muniti di prelazione sul bene perito o danneggiato. È bene premettere che – secondo l'opinione preferibile – l'effetto del vincolo, previsto dalla legge, consisterebbe semplicemente nella possibilità di mutamento del destinatario del pagamento, da identificarsi non più nell'assicurato, ma nei suoi creditori, i quali tuttavia non subentrano nel diritto dell'assicurato all'indennità⁶⁹. A conforto di tale tesi è la stessa disciplina normativa, che attribuisce all'assicurato la facoltà di impiegare l'indennità nel ripristino della cosa, impedendo così l'attivazione del vincolo sulla medesima e che, ad un tempo, dispone che l'assicuratore possa corrispondergli efficacemente la somma, in difetto di tempestiva opposizione dei creditori privilegiati. Al riguardo, si è di recente sostenuto che la previsione negoziale del vincolo sarebbe giustappunto diretta a rimediare a quanto non consentito dall'art. 2742 c.c., cioè a favorire l'attribuzione diretta dell'indennizzo al creditore: ciò, ovviamente, nel caso in cui il titolare del vincolo contrattuale sia l'unico creditore privilegiato e non si corra, pertanto, il rischio di alterare l'ordine normale delle cause di prelazione⁷⁰. Tuttavia, si sono già espresse le ragioni per cui non si ritenga plausibile che, in forza del vincolo, il vincolatario venga investito della legittimazione a esigere verso l'assicuratore.

Pare invece da ritenersi che il vincolo palesi, in questo caso, una propria utilità, una volta inteso come rinuncia preventiva dell'assicurato a impiegare l'indennizzo nella ricostruzione della perdita o nella riparazione del deterioramento, sì da evitare che, a prescindere dalla tempestiva opposizione del vincolatario, l'assicuratore paghi l'avente

⁶⁹ A. MAGAZZÙ, voce *Surrogazione reale*, in *Enc. dir.*, Milano, 1990, 1513 s.; V. BRIZZOLARI, *op. cit.*, 179. La posizione della giurisprudenza più recente è nel medesimo senso: v. Cass., 14 febbraio 2013, n. 3655, cui ha aderito, da ultimo, Cass., 31 ottobre 2014, n. 23181, entrambe in *De-Jure*. Rimane salva, ovviamente, come ivi chiarito, l'ipotesi dell'inerzia del proprietario della cosa assicurata, che dischiuderebbe la predetta legittimazione, tuttavia da riportarsi, a questo punto, nell'ambito dell'azione surrogatoria ex art. 2900 c.c.

⁷⁰ V. BRIZZOLARI, *op. cit.*, 177 s. La tesi dell'azione diretta a favore del beneficiario del vincolo, pattiziamente convenuto, è stata sporadicamente sposata in giurisprudenza: v. Cass., 5 novembre 2002, n. 15502, *op. cit.*; Trib. Milano, 7 novembre 1991, in *Riv. it. leasing*, 1993, 520 ss.; Trib. Roma, 9 novembre 1995, n. 14717, in *Riv. giur. circolaz. trasp.* 1996, 556.

diritto, e il denaro corrispondente finisce per confondersi nel relativo patrimonio⁷¹.

7. Sintesi dei risultati e conclusioni

L'analisi svolta ha individuato nel vincolatario una figura dotata di una propria autonomia concettuale, che si aggiunge alla tradizionale tassonomia dei soggetti coinvolti nell'ambito del rapporto assicurativo (contraente, assicurato, beneficiario). Invero, la predisposizione del vincolo non vale a identificare il relativo titolare quale assicurato, che rimane il soggetto esposto al rischio oggetto di copertura. Come già significato in principio della riflessione, il dato rileva in particolare nell'ambito delle polizze connesse a mutui e finanziamenti, che – di là dalla presenza o meno del vincolo – si configurano quali strumenti di protezione della sfera giuridico-patrimoniale del finanziato e, solo di riflesso, del creditore vincolatario.

Nella divisata prospettiva, il vincolatario rimane estraneo alla stessa valutazione di adeguatezza del prodotto, che deve essere svolta in considerazione del profilo di rischio dell'assicurato, ovvero delle relative esigenze di copertura⁷², per quanto le stesse, nel contesto

⁷¹ In questo senso, peraltro, può apprezzarsi l'attribuzione alla clausola di una non meglio specificata funzione «rafforzativa» del vincolo previsto dalla legge, sostenuta da S. FERRARINI, *op. cit.*, 83 s. Non può, invece, condividersi *in toto* la soluzione cui giungono U. CARNEVALI, *op. cit.*, 273 e V. BRIZZOLARI, *op. cit.*, 177 s., secondo cui, in questo caso, è da ritenersi che l'effetto della previsione del vincolo corrisponda a quello dell'opposizione di cui all'art. 2742, co. 2, c.c., che viene ad essere convenzionalmente anticipata al momento della clausola medesima, evitando così il rischio per il creditore di perdere il beneficio del vincolo connesso alla necessità di opporsi entro i trenta giorni: per tale via, infatti, l'interesse dei creditori a sodisfarsi sull'indennità potrebbe rimanere pregiudicato dalla volontà del proprietario assicurato di procedere al ripristino della cosa.

⁷² Cfr. in particolare l'art. 58, co. 2, Reg. IVASS del 2 agosto 2018, n. 40, che prevede che «(...) i distributori chiedono notizie sulle caratteristiche personali e sulle esigenze assicurative o previdenziali del *contraente* o dell'*assicurato*, che includono, ove pertinenti, specifici riferimenti all'età, allo stato di salute, all'attività lavorativa, al nucleo familiare, alla situazione finanziaria ed assicurativa e alle sue aspettative in relazione alla sottoscrizione del contratto, in termini di copertura e durata, anche tenendo conto di eventuali coperture assicurative già in essere, del tipo di rischio, delle caratteristiche e della complessità del contratto offerto» (corsivi miei). Per quanto concerne le polizze stipulate in forma collettiva che – come già evidenziato – è

operativo esaminato, siano ovviamente condizionate dall'esposizione debitoria, sorgente dal finanziamento, cui la polizza risulta collegata.

D'altro canto, il vincolo – quale tema applicativo della delegazione di pagamento – non vale a rendere colui che ne è favorito soggetto assimilabile al beneficiario, a differenza del quale il vincolatario risulta legittimato a ricevere e trattenere l'indennità assicurativa, ma, salva l'ipotesi surrogatoria, ex art. 2900 c.c., non ad esigerla. Ciò non toglie che – come detto in principio – la presenza del vincolo in favore del creditore sia circostanza che, al pari della designazione beneficiaria, valga quale indice da tenere in considerazione in punto di valutazione del collegamento negoziale tra il contratto di finanziamento e quello di assicurazione ad esso abbinato⁷³.

In ogni caso, non pare che al vincolatario, destinatario dell'indennità, possa essere sottratta una sostanziale tutela durante la pendenza dell'assicurazione, riconoscendone il diritto di ottenere riscontro a ogni richiesta d'informazione in merito alle condizioni contrattuali, ovvero all'attuazione del rapporto e alle modalità di determinazione dell'indennità⁷⁴, nonché di accedere agli atti della Compagnia, in

formula particolarmente diffusa con riferimento alla distribuzione di polizze *PPI*, l'obbligo di valutare l'adeguatezza della copertura anche nei confronti del singolo assicurato (che sopporta l'onere economico connesso al pagamento del premio), e non solo del contraente, è stato introdotto nel 2015, mediante integrazione dell'art. 56, Reg. ISVAP del 16 ottobre 2006, n. 5, giusta previsione dell'art. 12, co. 6, Reg. IVASS del 3 marzo 2015, n. 8.

⁷³ Il vincolo della somma in favore del finanziatore, quantunque non designato come beneficiario della copertura, alla stregua di indice che suffraga il collegamento tra i due contratti, presunto *iuris tantum* dalla contestuale sottoscrizione degli stessi, è principio che pare da ultimo ricavabile dalla recente decisione del Collegio di Coordinamento dell'ABF del 21 marzo 2022, n. 4655, ove si è precisato che «(...) depone nel senso dell'assenza di un collegamento funzionale tra contratto di finanziamento e contratto di assicurazione la ricorrenza di circostanze tali da escludere la funzione di copertura del credito, quali, in via esemplificativa: (...) il beneficiario non sia l'intermediario finanziatore, ma il ricorrente, a condizione che quest'ultimo sia libero di allocare come ritenga l'indennizzo eventualmente ricevuto» (corsivo mio).

⁷⁴ Cfr. T. PERTOT, *Sulla c.d. clausola di vincolo apposta al contratto di assicurazione contro i danni*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2014, 365 s. La normativa vigente (art. 7, co. 1, Reg. IVASS 2 agosto 2018, n. 41) si limita, invece, a designare titolari delle suddette prerogative soltanto il contraente, l'aderente o gli altri aventi diritto

un'ottica di effettiva correttezza e trasparenza⁷⁵. Infine, la peculiare posizione del vincolatario, interessato alla conservazione del diritto all'indennità dell'assicurato, se da un lato dovrebbe consentirne la facoltà di compiere atti interruttivi nei confronti dell'assicuratore⁷⁶, dall'altro – in un'ottica di esecuzione del rapporto improntata a buona fede – non può non imporre a quest'ultimo di notificare tempestivamente il primo circa eventualità che potrebbero pregiudicare l'efficacia della garanzia, quale può essere il mancato pagamento dei premi alle scadenze convenute, ovvero di ogni circostanza che venga a riflettersi sulla soddisfazione del proprio credito⁷⁷.

⁷⁵ Si rammenta che la normativa vigente regola il diritto di accesso agli atti soltanto nell'ambito delle polizze di assicurazione R.C. auto e natanti (v. art. 146, cod. ass. e D.M. Sviluppo Economico 29 ottobre 2008, n. 191): in linea generale, si ritiene che lo stesso possa essere riconosciuto sulla base del disposto di cui all'art. 183, co.1, cod. ass., nel contesto di una valutazione, da condursi necessariamente caso per caso, informata a un attento bilanciamento dei contrapposti interessi in gioco.

⁷⁶ Cfr. V. CHIONNA, *op. cit.*, 106; T. PERTOT, *op. cit.*, 364. Sul problema della legittimazione all'atto interruttivo della prescrizione, in una prospettiva generale, v. G. PANZA, *Contributo allo studio della prescrizione*, Napoli, 1984, 101 ss.

⁷⁷ Sul punto, v. anche T. PERTOT, *op. cit.*, 365 ss.; G. BOGLIONE, *op. cit.*, 226; E. DUSI, *op. cit.*, 347, ove è riportata un'esemplificazione degli obblighi informativi collaterali gravanti sull'assicuratore in favore del vincolatario, siccome talora già concordati tra le parti.

La maggiore convergenza nel *negative scope* della PSD2: i nuovi criteri applicativi della “limited network exclusion”

SOMMARIO*: 1. Il “negative scope” della PSD2 e la “Limited Network Exclusion” – 1.1. Le diverse ipotesi rilevanti di utilizzabilità “limitata” di “specifici strumenti di pagamento” – 2. Impianto e generale assetto delle linee guida EBA sulla LNE – 3. La “rete limitata” di prestatori di servizi – 4. La “gamma limitata” di beni e servizi – 5. L’applicazione della LNE da parte di soggetti regolamentati – 6. Conclusioni

1. Il “negative scope” della PSD2 e la “Limited Network Exclusion”

La disciplina dei servizi di pagamento nel mercato interno trova la sua più recente compiuta “*codificazione*”, a livello di norme unionali, nella nota seconda direttiva UE in materia (la c.d. PSD 2)¹, come emendata dal relativo *corrigendum* del 2018², e recepita in Italia ai sensi del D.lgs. 15.12.2017, n. 218³ e dell’associato D.lgs. 8 aprile 2020, n.

* Il presente saggio è frutto di una riflessione congiunta degli autori, tuttavia i paragrafi 2, 3 e 6 sono da attribuire a Vincenzo Troiano e i paragrafi 1, 1.1, 4 e 5 sono da attribuire a Simone Mezzacapo.

¹ Direttiva (UE) 2015/2366 del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 novembre 2015 relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, che modifica le Direttive 2002/65/CE, 2009/110/CE e 2013/36/UE e il regolamento (UE) n. 1093/2010, e abroga la Direttiva 2007/64/CE.

² Cfr. Rettifica della direttiva (UE) 2015/2366 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 novembre 2015, relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, che modifica le direttive 2002/65/CE, 2009/110/CE e 2013/36/UE e il regolamento (UE) n. 1093/2010, e abroga la direttiva 2007/64/CE (Gazzetta ufficiale dell’Unione europea L 102, 23.4.2018, p. 97 - 98).

³ Decreto Legislativo 15 dicembre 2017, n. 218, recepimento della direttiva (UE) 2015/2366 relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, che modifica le direttive 2002/65/CE, 2009/110/CE e 2013/36/UE e il regolamento (UE) n. 1093/2010, e abroga la direttiva 2007/64/CE, nonché adeguamento delle disposizioni interne al regolamento (UE) n. 751/2015 relativo alle commissioni interbancarie sulle operazioni di pagamento basate su carta

36⁴ recante relative disposizioni correttive ed integrative alla luce del suddetto *corrigendum* UE⁵.

In particolare, il recepimento della PSD2 è stato attuato attraverso la modifica – principalmente – di una serie di disposizioni del Testo Unico Bancario (TUB)⁶, essenzialmente in materia di autorizzazione e supervisione dei Prestatori dei Servizi di Pagamento, nonché del D.lgs. 27 gennaio 2010, n. 11⁷ (*i.e.* relativamente alle regole di trasparenza, di *conduct of business* e protezione degli utenti nella prestazione dei servizi di pagamento) con cui era stata, all'epoca, recepita la prima direttiva UE in materia (la c.d. PSD1)⁸ ora abrogata e sostituita appunto dalla PSD2, con effetto a decorrere dal 13 gennaio 2018.

Ciò premesso, vale tuttavia rilevare che la PSD2, benché si caratterizzi per il notevole ampliamento, rispetto alla PSD1,

⁴ Decreto Legislativo 8 aprile 2020, n. 36, disposizioni correttive ed integrative del decreto legislativo di recepimento della direttiva (UE) 2015/2366 relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, nonché di adeguamento delle disposizioni interne al regolamento (UE) n. 751/2015 relativo alle commissioni interbancarie sulle operazioni di pagamento basate su carta.

⁵ In materia si rinvia *ex multis* a: AA.VV., *L'attuazione della seconda direttiva sui servizi di pagamento e "open banking" – The transposition of PSD2 and open banking*, E. Bani, V. De Stasio, A. Sciarrone Alibrandi (a cura di), Bergamo, 2021; AA.VV., *Innovazione e regole nei pagamenti digitali. Il bilanciamento degli interessi nella PSD2*, M.C. Paglietti e M.I. Vangelisti (a cura di), Roma, 2020; AA.VV., *The Payment Services Directive II. A Commentary, Commentaries in Financial Law series*, G. Gimigliano e M. Božina Beroš (a cura di), Cheltenham, 2021; AA.VV., *Le nuove frontiere dei servizi bancari e di pagamento fra PSD2, cripto valute e rivoluzione digitale*, F. Maimeri e M. Mancini (a cura di), Banca d'Italia, *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, n. 87, 2019; BANCA D'ITALIA, *PSD2 e Open Banking, nuovi modelli di business e rischi emergenti*, Novembre 2021;

⁶ Decreto Legislativo 1° settembre 1993, n. 385, Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia.

⁷ Decreto Legislativo 27 gennaio 2010, n. 11, attuazione della direttiva 2007/64/CE, relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, recante modifica delle direttive 97/7/CE, 2002/65/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, e che abroga la direttiva 97/5/CE.

⁸ Direttiva 2007/64/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 novembre 2007, relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, recante modifica delle direttive 97/7/CE, 2002/65/CE, 2005/60/CE e 2006/48/CE, che abroga la direttiva 97/5/CE. Per una dettagliata analisi delle relative disposizioni si rinvia a AA.VV., *La nuova disciplina dei servizi di pagamento (Commento al d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 11)*, M. Mancini, M. Rispoli Farina, V. Santoro, A. Sciarrone Alibrandi, O. Troiano (a cura di), Torino, 2011, *passim*.

dell'ambito di applicazione della disciplina unionale in materia di servizi di pagamento, tuttavia anch'essa non reca in realtà una regolamentazione completa, esauriente, autonoma e autosufficiente dei pagamenti al dettaglio nel "mercato interno" dell'UE.

Da un lato, è necessario, infatti, mettere preliminarmente in evidenza che, dal punto vista del relativo ambito di applicazione "positivo", le disposizioni della PSD2 regolano, a ben vedere, "solamente" i servizi di "trasferimento" di "fondi", ossia quei servizi che consentono di eseguire le operazioni consistenti nel "*collocare, trasferire o ritirare fondi, indipendentemente da eventuali obblighi sottostanti tra il pagatore e il beneficiario*" (cfr. art. 4, n. 5, PSD2). Ne consegue, sotto questo profilo, che la PSD2 e le relative norme nazionali di recepimento si applichino in parallelo ad una serie di altre norme UE e nazionali aventi ad oggetti i "pagamenti". Nel caso dell'ordinamento italiano si debbono aver presente, ad esempio, le disposizioni del codice civile in materia di obbligazioni pecuniarie⁹, quelle del *Codice del Consumo* di cui al D.lgs. 6 settembre 2005, n. 206 sulle spese e le tariffe per l'utilizzo di determinati strumenti di pagamento, quelle del D.lgs. 15 marzo 2017, n. 37 sul "*conto di pagamento di base*"¹⁰ e, non ultime, quelle del *Codice delle comunicazioni elettroniche* di cui D.lgs. 1 agosto 2003, n. 259 (es. in materia di *mobile payments*)¹¹ e del *Codice*

⁹ Cfr. A. SCIARRONE ALIBRANDI, *L'adempimento dell'obbligazione pecuniaria tra diritto vivente e portata regolatoria indiretta della Payment services directive 2007/64/CE*, in Banca d'Italia, *Il nuovo quadro normativo comunitario dei servizi di pagamento. Prime riflessioni*, M. Mancini e M. Perassi (a cura di), *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, n. 63, 2008, 61.

¹⁰ Decreto legislativo 15 marzo 2017, n. 37, Attuazione della direttiva 2014/92/UE, sulla comparabilità delle spese relative al conto di pagamento, sul trasferimento del conto di pagamento e sull'accesso al conto di pagamento con caratteristiche di base. Al riguardo sia consentito il rinvio a S. MEZZACAPO, *La nuova disciplina nazionale dei conti di pagamento alla luce dell'armonizzazione attuata con la Payment Accounts Directive*, in *Banca Borsa e tit. cred.*, 6, 2017, 787 e ss.

¹¹ In particolare con l'espressione "*mobile payments*" si fa in genere riferimento ad un fenomeno composito che abbraccia non solo i "*Mobile Remote Payments*" o "*Mobile Proximity Payments*" in senso stretto, ma anche il "*Mobile Commerce*" e il "*Mobile Money Transfer*", in tal senso cfr. R. MENZELLA, *Il ruolo dei big data e il mobile payment*, in AA.VV., *Le nuove frontiere dei servizi bancari e di pagamento fra PSD2, cripto valute e rivoluzione digitale*, cit., 153.

del terzo settore di cui al D.lgs. 3 luglio 2017, n. 117¹² (in materia di donazioni per attività caritatevoli).

Per altro verso, la PSD2 ridefinisce anche il c.d. “*negative scope*” del diritto unionale della materia dei servizi di pagamento (al dettaglio), recando segnatamente – nel relativo art. 3 – un apposito elenco di fattispecie al ricorre delle quali la PSD2 espressamente “non si applica”. Benché alcune dell’esclusioni elencate nell’art. 3 della PSD2 ricalchino testualmente quelle già stabilite nella PSD1, in diversi casi è dato riscontrare invece delle sostanziali modifiche e integrazioni alle fattispecie appartenenti al “*negative scope*” della disciplina di settore ai sensi della PSD1. Gli scopi essenzialmente perseguiti al riguardo con la PSD2 sono non solo quello di assicurare una maggiore armonizzazione e certezza del diritto nell’ambito del mercato interno su un aspetto così delicato, ma anche di limitare – appunto tramite un intervento normativo unionale di tipo restrittivo – le eccessivamente ampie interpretazioni e prassi applicative riscontrate in alcuni Stati Membri circa gli effettivi elementi costitutivi ed estensione di alcune di dette fattispecie di esclusione dallo speciale e armonizzato *framework* normativo di cui alla PSD2.

Per quanto riguarda, ad esempio, il caso dell’utilizzo degli “*agenti commerciali*”, per far fronte al fatto che la relativa esclusione è stata applicata in modo molto variegato nei diversi Stati Membri (e soprattutto spesso ben al di là dell’ambito per cui questa era stata prevista nella PSD1¹³), ai sensi dell’art. 3(b) della PSD2 è stato ora

¹² Decreto Legislativo 3 luglio 2017, n. 117, Codice del Terzo settore, a norma dell’art. 1, co. 2, lett. b), della legge 6 giugno 2016, n. 106.

¹³ In particolare è stato al riguardo specificamente considerato che la «esclusione dall’ambito di applicazione della direttiva 2007/64/CE delle operazioni di pagamento effettuate tramite un agente commerciale per conto del pagatore o del beneficiario è applicata con modalità molto diverse negli Stati membri. Alcuni Stati membri consentono di applicare tale esclusione alle piattaforme di commercio elettronico che agiscono come intermediari per conto dei singoli acquirenti e dei singoli venditori senza un reale margine nella negoziazione o conclusione della vendita o dell’acquisto di beni o servizi. Tale applicazione dell’esclusione va al di là dell’ambito di applicazione previsto in tale direttiva e può far aumentare i rischi per i consumatori, poiché tali prestatori non sono soggetti alle norme sulla protezione garantita dal quadro giuridico. Prassi divergenti nell’applicazione producono inoltre un effetto distorsivo della concorrenza nel mercato dei pagamenti. Per rispondere a tali preoccupazioni, l’esclusione dovrebbe applicarsi ove gli agenti agiscano soltanto per conto del pagatore o soltanto per conto del beneficiario, indipendentemente dal fatto

precisato che la pertinente esclusione è applicabile solo a condizione che l'agente commerciale non entri mai in possesso dei fondi dei clienti (potendo in questo caso anche operare contestualmente per conto del pagatore e del beneficiario di un pagamento) oppure che questo agisca per conto del solo pagatore o del solo beneficiario di un pagamento (a prescindere in questo caso dal fatto che l'agente entri o no in possesso dei fondi dei clienti).

Anche il contenuto e l'estensione della c.d. “*telecom exclusion*” di cui all'art. 3(1) della PSD2, un'ipotesi di esclusione divenuta sempre più centrale in un contesto di mercato sviluppo del *Fintech* (in quanto relativa appunto a talune operazioni di pagamento eseguite tramite dispositivi di telecomunicazione o di tecnologia dell'informazione, ovvero a talune “operazioni di pagamento da parte di un fornitore di reti o servizi di comunicazione elettronica realizzate in aggiunta a servizi di comunicazione elettronica per un abbonato alla rete o al servizio”), risultano essere significativamente modificati rispetto alla PSD1 in senso più dettagliato e prescrittivo, anche in questo caso allo specifico fine di “chiarire e restringere la portata dell'ammissibilità di tale esclusione”¹⁴ rispetto all'eccessiva disomogeneità applicativa osservata in merito tra i vari Stati Membri¹⁵.

In particolare, ai sensi dell'art. 3(1) della PSD2 il legislatore europeo ha precisato che “i tipi” di operazioni di pagamento a cui si applica tale “*telecom exclusion*” sono di norma e tipicamente i micropagamenti connessi all'acquisto di “*contenuti digitali*” e di “*servizi a tecnologia vocale*”, nonché le operazioni di pagamento per l'acquisto in tempo reale e in mobilità (es. tramite *smartphones* e dispositivi analoghi) di “*biglietti*” elettronici riferiti alla prestazione di servizi di vario tipo,

che siano o meno in possesso dei fondi dei clienti. Ove agiscano per conto sia del pagatore sia del beneficiario (ad esempio mediante una piattaforma di commercio elettronico) gli agenti dovrebbero essere esclusi solo qualora non entrino mai in possesso dei fondi dei clienti o non li controllino» (considerando n. 11 della PSD2).

¹⁴ Cfr. considerando 15 della PSD2.

¹⁵ Anche in questo caso è stato riscontrato infatti che taluni elementi di ambiguità nella formulazione delle pertinenti disposizioni della PSD1 avrebbero fatto sì che tale esclusione sia “stata applicata in maniera disomogenea dai diversi Stati membri, determinando mancanza di certezza giuridica per gli operatori e i consumatori e consentendo in alcuni casi ai servizi di intermediazione di pagamento di considerarsi ricompresi, in modo illimitato, nell'esclusione dall'ambito di applicazione” della PSD1 (considerando 15 della PSD2).

oppure “*nel quadro di un’attività di beneficenza*” (i.e. donazioni a favore di apposite organizzazioni caritatevoli). Ciò posto, è stato introdotto contestualmente anche un limite quantitativo al valore delle operazioni di pagamento eseguibili in applicazione di tale ipotesi di esclusione (sia singolarmente che cumulativamente su base mensile)¹⁶, così da mantenere la possibilità di utilizzo di detta esclusione entro gli ambiti “fisiologici” per i quali è stata contemplata e segnatamente “limitarla chiaramente ai pagamenti con basso profilo di rischio”¹⁷.

Oltre a rimodulare queste importanti specifiche ipotesi di esclusione appena elencate, la PSD2 interviene altresì a meglio definire rispetto alla PSD1, anche in questo caso in senso più restrittivo, l’ampia fattispecie di esclusione dalla disciplina unionale dei servizi di pagamento *retail* costituita dalla c.d. “*limited network exclusion*” (in seguito, “LNE”) di cui all’art. 3(k) della PSD2 stessa, ossia l’esclusione dall’ambito di applicazione della PSD2 dei servizi basati su specifici strumenti di pagamento “*utilizzabili solo in modo limitato*”. Rispetto alle altre ipotesi di esclusione dalla PSD2, questa della LNE si caratterizza specificamente per il fatto di svolgere (anche in ragione della sua portata trasversale e generica applicabilità a situazioni anche molto eterogenee¹⁸) un ruolo da considerare pivotale nella definizione e nella “tenuta” regolatoria del “*negative scope*” della disciplina unionale dei servizi di pagamento *retail* nel suo complesso e del conseguente collocamento sistemico della disciplina stessa nell’ambito dell’ordine giuridico del mercato interno.

L’ampio ed eterogeneo utilizzo (anche in termini di volumi e valori di pagamento) fatto nella LNE nei diversi Stati Membri è stato

¹⁶ In particolare è stato stabilito che la *telecom exclusion* si applica alle tipologie di operazioni di pagamento sopra indicate solo *sub* condizione che «il valore di ogni singola operazione di pagamento» in questione «non superi 50 EUR e: – il valore complessivo delle operazioni di pagamento non superi, per un singolo abbonato, 300 EUR mensili; o – qualora l’abbonato prealimenti il proprio conto presso il fornitore di reti o servizi di comunicazione elettronica, il valore complessivo delle operazioni di pagamento non superi 300 EUR mensili».

¹⁷ Cfr. considerando n. 16 della PSD2.

¹⁸ Vale infatti al riguardo evidenziare che le «informazioni provenienti dal mercato dimostrano che le attività di pagamento soggette all’esclusione relativa alle reti limitate spesso implicano volumi e valori di pagamento significativi e offrono ai consumatori centinaia o migliaia di prodotti e servizi diversi» (considerando n. 13 della PSD2).

considerato, infatti, non conforme alla finalità per la quale la LNE era stata introdotta nella PSD1, con conseguenti “maggiori rischi e [...] mancata protezione giuridica per gli utenti di servizi di pagamento, in particolare per i consumatori, nonché [...] chiari svantaggi per gli operatori di mercato soggetti a regolamentazione”¹⁹.

1.1. *Le diverse ipotesi rilevanti di utilizzabilità “limitata” di “specifici strumenti di pagamento”.*

Innanzitutto, come ora ben più chiaramente desumibile dalla formulazione testuale e dalla struttura dell’art. 3(k) della PSD2 (rispetto al corrispondente all’art. 3(k) della PSD1) quella genericamente qualificata come LNE risulta essere piuttosto un *genus* che comprende, a ben vedere, tre sottospecie di possibili esclusioni accumulate dall’elemento della “utilizzabilità” sotto diversi aspetti “limitata” di “specifici strumenti di pagamento”²⁰ e applicabili queste, tra l’altro, solo in modo disgiunto, ovvero alternativamente tra loro.

La limitata utilizzabilità, ovvero “spendibilità”, di tali strumenti può derivare in particolare, e soprattutto in alternativa, dal fatto che gli strumenti in questione: *a)* consentono l’acquisto di beni/servizi solamente presso una “rete limitata” di determinati rivenditori o prestatori di servizi, ossia presso un determinato insieme di soggetti “collegati”, *rectius* “legati” della necessaria esistenza di un “accordo commerciale”²¹ (art. 3(k)(i) della PSD2); *b)* consentono unicamente di acquistare una “gamma molto limitata di beni o servizi” tra loro in qualche modo “collegati”, indipendentemente quindi, in questo caso, dall’esistenza di un necessario collegamento tra i relativi *merchant* e/o

¹⁹ Considerando n. 13 della PSD2.

²⁰ In particolare ne risulta che gli «strumenti di pagamento rientranti nell’esclusione relativa alle reti limitate potrebbero annoverare tessere clienti, carte carburante, tessere di membro, tessere per i mezzi di trasporto pubblici, biglietti per il parcheggio, buoni pasto o buoni per servizi specifici, che talvolta sono oggetto di disposizioni specifiche di diritto fiscale o del lavoro volte a promuovere l’uso di tali strumenti per raggiungere gli obiettivi previsti dalla legislazione sociale» (considerando n. 14 della PSD2).

²¹ Accordo questo che può, ad esempio, prevedere «l’uso di un singolo marchio di pagamento e tale marchio di pagamento è utilizzato nei punti vendita e figura - ove possibile - sullo strumento di pagamento che può essere ivi utilizzato» (considerando n. 13 della PSD2).

dall'ubicazione dei punti vendita (art. 3(k)(ii) della PSD2); *c*) sono validamente utilizzabili solo in un singolo Stato Membro e ivi soggetti a norme speciali in ragione dei relativi “*specifici scopi sociali o fiscali*” per l'acquisto di beni o servizi specifici presso una rete limitata di soggetti (art. 3(k)(iii) della PSD2).

Ne risulta un *framework* regolatorio rimodulato *in parte qua* allo scopo di dare maggiore effettività al principio che laddove uno strumento di pagamento “limitato” evolva, o possa agevolmente evolvere, verso un “uso generale” o illimitato allora anche la LNE deve conseguentemente cessare di essere applicabile. Specularmente, la LNE non dovrebbe applicarsi, *ab initio* o in seguito, a strumenti di pagamento utilizzabili presso una “*rete limitata*” di *merchant* “collegati” nel caso in cui la “rete” in questione sia però destinata ad una “continua crescita”²².

In quest'ottica, al fine di consentire un più effettivo controllo, ed eventuali contestazioni, circa la corretta applicazione della LNE²³ (così come della *telecom exclusion*), ai sensi dell'art. 37(2) della PSD2 è stato altresì introdotto, a carico dei soggetti che svolgono una, o entrambi, delle suddette attività di cui all'art. 3(k), *punti i* e *ii*), della PSD2, un obbligo di notificare alle autorità nazionali competenti determinate informazioni circa i servizi offerti nell'ambito di tali attività, con specifica indicazione “in base a quale esclusione di cui all'articolo 3, lettera k), punti i) e ii), l'attività si considera svolta”. Tale obbligo di notifica si applica in particolare solo laddove il valore delle operazioni di pagamento eseguite riferibili a tali casi di LNE superi un determinata soglia di rilevanza in un certo arco temporale (attualmente posta pari all'importo di 1 milione di euro nei precedenti dodici mesi)²⁴.

Scopo precipuo di tale notifica è, in definitiva, quello dare avvio ad un procedimento dinanzi all'Autorità competente, a conclusione del quale quest'ultima deve adottare una “*decisione motivata*” circa l'eventuale non conformità dell'attività notificata con le pertinenti condizioni di cui all'art. 3(k) della PSD2 e la conseguente non applicabilità della LNE (o della *telecom exclusion*), informandone il prestatore di servizi notificante. Rimane invece del tutto estraneo

²² Cfr. considerando n. 14 della PSD2.

²³ Cfr. Considerando n. 20 della PSD2.

²⁴ In generale al riguardo cfr. N. DIVISSENKO e G. GIMIGLIANO, *Title II 'Payment Service Providers', Chapert 2 'Common Provisions' (arts 35-37), op. cit., 99-102.*

all'obbligo di notificata di cui all'art. 37(2) della PSD2, e al conseguente *assessment* da parte delle Autorità competenti, il caso di esclusione *sub art. 3(k)(iii)* della stessa PSD2²⁵.

Ai sensi delle disposizioni legislative di attuazione di tale nuovo obbligo di notifica *ex art. 37* della PSD2, la Banca d'Italia, in qualità di autorità nazionale competente per l'Italia, ha quindi adottato apposite disposizioni secondarie circa le modalità e i termini per l'invio delle informazioni da notificare, alla stessa Banca d'Italia affinché la medesima autorità possa svolgere la suddetta valutazione di conformità ai criteri della LNE (cfr. Provvedimento Banca d'Italia 11 ottobre 2018, recante "Attuazione dell'articolo 2, comma 4-*bis*, del decreto legislativo n. 11 del 27 gennaio 2010 relativo ai servizi di pagamento"²⁶ come da ultimo modificato, proprio in considerazione delle *guidelines* EBA in commento, con Provvedimento della stessa Banca d'Italia del 5 aprile 2022 ed entrato in vigore il 17 aprile 2022²⁷).

Da tale punto di vista, significativo è il fatto che, rispetto all'approccio regolamentare della PSD1, la PSD2 oltre a voler meglio chiarire, e in definitiva restringere, l'area del suo "*negative scope*" mira anche ad attribuire alle Autorità di vigilanza del settore dei pagamenti una maggiore "visibilità" anche su questo "lato nascosto" del settore in

²⁵ Ciò risponde verosimilmente ad una scelta di *policy* derivante dal fatto che tale ipotesi di esclusione riguarda appunto strumenti di pagamento regolamentati da «national or regional authorities acting in their capacity as public authorities for fiscal or social purposes. [...]. Pertanto, [...] No further public control at national level is needed», N. DIVISSENKO e G. GIMIGLIANO, *Title II 'Payment Service Providers', Chapter 2 'Common Provisions' (arts 35-37)*, *op. cit.*, 100. Tale impostazione è confermata anche dalle recenti *Guidelines on the limited network exclusion under PSD2* (EBA/GL/2022/02) pubblicate dall'EBA il 24 febbraio 2022. Ai sensi, infatti, della relativa *guideline* n. 7 è indicato che «[c]ompetent authorities should not require the payment instruments falling within the scope of Article 3(k)(iii) of PSD2 to fulfil the requirements applicable to the instruments excluded under Article 3(k)(i) and (ii) of PSD2».

²⁶ Al riguardo cfr. F. PORTA, *Obiettivi e strumenti della PSD2*, in AA.VV., *Le nuove frontiere dei servizi bancari e di pagamento fra PSD2, cripto valute e rivoluzione digitale*, cit., 37; C. IACOMINI e S. MEZZACAPO, *The transposition of the PSD2 in Italy: policies and rules*, in AA.VV., *The Payment Services Directive II. A Commentary, Commentaries in Financial Law series*, cit., 402.

²⁷ Cfr. Banca d'Italia, Provvedimento 5 aprile 2022, provvedimento di attuazione dell'articolo 2, comma 4-*bis*, del decreto legislativo n. 11 del 27 gennaio 2010, relativo ai servizi di pagamento, in G.U.R.I del 16 aprile 2022, serie generale n. 90.

questione. Pur confermando infatti che alcune fattispecie debbano rimanere al di fuori dal *framework* regolatorio dei servizi di pagamento, la PSD2 interviene in definitiva a prescrivere (ai sensi di detto art. 37) che le Autorità di settore debbano comunque poter conoscere e valutare anche ciò che accade in “prossimità” dell’ambito di applicazione *core* della disciplina di settore, in particolare proprio nelle aree oggetto della LNE e della *telecom exemption*.

Al di là dell’obiettivo di mitigare la suddetta difformità riscontrata negli approcci nazionali degli Stati Membri nell’applicazione delle esclusioni di cui al “*negative scope*”, tutto ciò risulta funzionale anche a far fronte al fatto che un’insopprimibile fonte di possibile incertezza e mutevolezza nell’applicazione armonizzata della disciplina UE della materia dei servizi di pagamento *retail* e concreta perimetrazione del relativo “*negative scope*” è costituita anche dal continuo sviluppo dello stesso settore dei pagamenti elettronici e dalla rapidità delle pertinenti innovazioni tecnologiche²⁸ che stressano nel *continuum* la tenuta e la coerenza del pertinente *framework* regolamentare.

Risulta quindi particolarmente opportuna l’implementazione di meccanismi anche formali d’interlocuzione con le Autorità competenti in merito alla corretta e armonizzata applicazione in concreto delle norme di settore e delle relative ipotesi di esclusione, in particolare con riguardo alla LNE, senza lasciare quindi le relative valutazioni all’esclusivo *self-assessment* dei soggetti interessati, contribuendo così anche per questa via alla maggiore uniformità nell’ambito del “mercato interno” delle pratiche e delle condotte d’impresa degli operatori e delle tutele per gli utenti²⁹.

In tale contesto e in coerenza con tale *policy approach*, in considerazione dei numerosi quesiti interpretativi ricevuti circa l’applicazione dell’esclusione di cui all’art. 3(k) e l’adempimento degli associati obblighi di notifica *ex art. 37* della PSD2, l’EBA ha ritenuto da ultimo di dover provvedere ad incrementare ulteriormente il grado di convergenza delle prassi di supervisione e di certezza giuridica in materia di applicazione della LNE, emanando a tal fine – dopo una

²⁸ Cfr. considerando nn. 3, 4 e 6 della PSD2.

²⁹ Cfr. considerando nn. 19 e 20 della PSD2.

consultazione pubblica³⁰ – delle apposite *Guidelines on the limited network exclusion under PSD2* (EBA/GL/2022/02 del 24 febbraio 2022)³¹ che si applicano in generale a decorrere dal 1° giugno 2022, salvo un periodo transitorio di ulteriori 3 mesi entro cui i soggetti che già si avvalgono della LNE devono effettuare una nuova notifica alle relative “autorità competenti”, tenendo conto di tali nuove *guidelines*.

Dette *guidelines* sono tipicamente, ma non esclusivamente, dirette alle “autorità competenti” degli Stati Membri di cui al punto (2)(vi) dell’art. 4 del Regolamento (UE) 1093/2010 (di seguito, il “*Regolamento*”)³², le quali sono chiamate ad incorporarle nelle proprie “*supervisory practices*” (ovvero a motivare le ragioni della loro *non-compliance*, ciò anche laddove le *guidelines* risultino primariamente dirette alle imprese) e hanno ad oggetto principalmente: *i*) taluni aspetti relativi all’utilizzo degli strumenti di pagamento nell’ambito di un determinato “*limited network*”; *ii*) i criteri e gli indicatori da prendere a riferimento per determinare l’esistenza o no – in punto di diritto ai sensi della PSD2 – di una “rete limitata” di *merchants* o di una “gamma limitata” di beni e servizi, e quindi se una determinata attività rientri nei casi di cui all’art. 3(k) della PSD2; *iii*) l’applicazione della LNE da parte di prestatori di servizi di pagamento regolamentati; *iv*) i requisiti delle notifiche da effettuare alle Autorità competenti ai sensi dell’art. 37 della PSD2.

Viste anche le nuove indicazioni formulate dall’EBA in merito agli obblighi di notifica di cui all’art. 37 della PSD2 (cfr. *guideline* n. 6), a

³⁰ Vedi EBA, *Consultation Paper, Draft Guidelines on the limited network exclusion under PSD2* (EBA/CP/2021/28 del 15 luglio 2021), di seguito: il “*Consultation Paper*”.

³¹ Nonostante le più puntuali indicazioni normative codificate in materia dalla PSD2, l’EBA ha riscontrato infatti che con riguardo alla LNE la concreta «implementation and application of the requirements diverges significantly between Member States, thus impeding the single market for payment services in the EU and creating opportunities for regulatory arbitrage. The EBA also considered that consumers carrying out transactions with the excluded payment instruments are sometimes not aware that they do not benefit from the protection envisaged under PSD2», EBA, *Final Report, Guidelines on the limited network exclusion under PSD2* (EBA/GL/2022/02, 24 February 2022), (di seguito il “*Final Report*”), 3.

³² Regolamento (UE) n. 1093/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 novembre 2010 che istituisce l’Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/78/CE della Commissione.

livello nazionale l'adozione delle *guidelines* in esame presenta quindi, tra l'altro, un sostanziale impatto anche sul contenuto, sulle modalità e sui termini delle comunicazioni da effettuare alla Banca d'Italia circa le informazioni necessarie a valutare (da parte della stessa) se sono effettivamente soddisfatte le condizioni per l'applicazione della LNE (e della *telecom exclusion*). La stessa Banca d'Italia proprio “[c]onsiderato il contenuto degli Orientamenti EBA sull'esclusione relativa alle reti limitate a norma della direttiva relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, pubblicati in data 24 febbraio 2022” ha infatti già provveduto, da ultimo, col citato Provvedimento del 5.4.2022 (anch'esso attuativo dell'art. 2, co. 4-*bis*, del D.lgs. n. 11/2010) a disporre alcune apposite modifiche al precedente provvedimento dell'11.10.2018 dalla stessa originariamente adottato in materia³³.

Per altro verso, vale tuttavia rilevare che in sede di “*consulenza tecnica*” fornita dall'EBA alla Commissione europea (ai sensi dell'art. 16*bis*, par. 4, del *Regolamento*) in merito alla preannunciata revisione della PSD2, è stato osservato che le *guidelines* in esame non consentono di affrontare e risolvere – almeno non in modo organico ed esaustivo – tutte le varie questioni riscontrate in relazione all'interpretazione ed applicazione della LNE (e invero neanche delle altre ipotesi di esclusione relative agli “agenti commerciali” e agli “ATM indipendenti” di cui all'art. 3, *lett. b)* e *lett. o)* della PSD2). In particolare, l'EBA ha rilevato che tramite l'adozione delle *guidelines* medesime non è stato possibile risolvere – ciò verosimilmente in ragione anche della loro specifica natura giuridica – talune questioni attinenti agli aspetti definitori delle varie fattispecie rilevanti, ossia “*address issues that are related to the interpretation of definitions and*

³³ In particolare, anche al fine di allineare il contenuto del provvedimento del 2018 alle nuove *guidelines* dell'EBA sull'applicazione dell'art. 37(2) della PSD2, da un lato, è stata disposta la soppressione delle precedenti disposizioni relative alle “notifiche successive”, alla prima, da effettuarsi «[e]ntro il 30 aprile di ciascun anno solare” con riferimento all'anno solare precedente, dall'altro, è stato però esplicitato che in ogni caso “resta fermo che la Banca d'Italia può richiedere una nuova notifica contenente informazioni aggiornate qualora lo reputi necessario» (cfr. art. 1, commi 1 e 2 del Provvedimento della Banca d'Italia del 5.4.2022).

*specific terms set out in PSD2 or provisions that the Directive may have left intentionally open*³⁴.

Anche per tale motivo, in vista dell’attesa revisione della PSD2 è stato quindi espressamente proposto alla Commissione Europea di valutare anche una “rimodulazione” delle fonti giuridiche in materia di LNE, ad esempio incorporando (in tutto o in parte) nella PSD2, come modificata, il contenuto delle *guidelines* in esame e/o conferendo all’EBA un esplicito mandato di elaborare appositi *Regulatory Technical Standards* relativi all’applicazione della LNE “*in order to ensure full harmonisation of the application of the requirements and to avoid an unlevel-playing field in the EU*”³⁵.

2. Impianto e generale assetto delle linee guida EBA sulla LNE

L’intervento dell’EBA è realizzato facendo uso dello strumento tecnico dell’*orientamento*, precipuamente destinato, secondo quanto indicato nell’art. 16 del *Regolamento*, a definire prassi di vigilanza uniformi e coerenti del diritto dell’Unione.

La recente revisione delle fonti istitutive delle Autorità europee di vigilanza in campo finanziario – intervenuta ad opera del regolamento 2019/2175/UE³⁶ – ha puntualizzato prerogative e modalità d’azione delle predette Autorità (tra le quali, ai fini che qui rilevano, l’EBA) anche in relazione al ricorso al richiamato strumento di intervento. Viene sottolineata, in via generale, l’esigenza che le azioni e misure

³⁴ EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Opinion of the European Banking Authority on its technical advice on the review of Directive (EU) 2015/2366 on payment services in the internal market (PSD2)*, EBA/Op/2022/06, 23 June 2022, par. 62.

³⁵ EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Opinion of the European Banking Authority on its technical advice ...*, *ult. cit.*, par. 66.

³⁶ Regolamento (UE) 2019/2175 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 dicembre 2019 che modifica il regolamento (UE) n. 1093/2010, che istituisce l’Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea), il regolamento (UE) n. 1094/2010, che istituisce l’Autorità europea di vigilanza (Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali), il regolamento (UE) n. 1095/2010, che istituisce l’Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), il regolamento (UE) n. 600/2014, sui mercati degli strumenti finanziari, il regolamento (UE) 2016/1011, sugli indici usati come indici di riferimento negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari o per misurare la performance di fondi di investimento, e il regolamento (UE) 2015/847, riguardante i dati informativi che accompagnano i trasferimenti di fondi.

dell’Autorità tengano debitamente conto, conformemente al principio di proporzionalità, di natura, entità e complessità dei rischi insiti nelle attività finanziarie interessate dalle azioni medesime (cfr. art. 1, par. 5, *Regolamento*), e considerino le differenze tipologiche ed i diversi modelli di *business*, specie quelli innovativi e sostenibili (cfr. art. 8, par. 1-bis, *Regolamento*). Quanto poi alla adozione specifica di orientamenti (*guidelines*) l’indicazione espressa – volta evidentemente ad evitare il proliferare di disposizioni secondarie prive di contenuto effettivo in termini di avanzamento disciplinare – è nel senso che gli orientamenti non facciano “semplicemente riferimento a elementi degli atti legislativi né li riproducano” ed ancora che, prima di adottare nuovi orientamenti, “l’Autorità riesamini quelli esistenti, al fine di evitare duplicazioni” (cfr. art. 16, par. 2-bis, *Regolamento*).

I menzionati principi di vertice che presiedono alla elaborazione di *guidelines* da parte delle Autorità europee di vigilanza e nello specifico dell’EBA sono evidentemente da testare in relazione al concreto esito della iniziativa all’esame.

In questa prospettiva, è bene avvertire che le *guidelines* si lasciano apprezzare più per le indicazioni di *metodo* circa la conduzione dell’*assessment* da parte delle autorità nazionali competenti (per verificare se una determinata situazione sia o meno riconducibile ad una ipotesi di esclusione), che per la concreta specificazione di elementi e caratteristiche operative delle fattispecie stesse.

Ciò con la conseguenza che, ferma una tendenziale omogeneizzazione a livello unionale delle *modalità* con le quali le singole autorità nazionali procederanno alla analisi delle fattispecie da considerare, potranno rimanere rilevanti distinzioni negli approcci assunti da ciascuna di esse in relazione al merito dell’esame condotto sulle situazioni portate alla loro attenzione.

Quanto sopra discende, in parte, dalle stesse limitazioni del mandato dell’EBA, che non consentono all’Autorità di intervenire lì dove la fonte normativa primaria – nel caso di specie, la PSD2 – non ha inteso procedere ad una più compiuta delineazione del fenomeno considerato³⁷.

³⁷ Vedi sul punto, espressamente il *Final Report*, p. 6, ove si indica che «[i]t should, however, be noted that legally the EBA was not able to address with these Guidelines issues that are related to the interpretation of definitions set out in PSD2

Sotto altro versante, tuttavia, l'impianto complessivo delle *guidelines* è la conseguenza anche di dichiarate scelte dell'Autorità, che non ha reputato di disegnare in maniera più netta taluni profili delle fattispecie di esclusione oggetto dell'intervento. E ciò è stato realizzato non solo nella fase di definizione della proposta di intervento avviata alla consultazione e che conclusivamente ha portato alla adozione delle *guidelines*, ma anche in sede di valutazioni condotte dall'Autorità all'esito della consultazione medesima.

Al fine di circostanziare quanto appena indicato in termini complessivi, giova ricordare ancora come le *guidelines* di cui si discorre si compongono in buona sostanza, per i profili qui di interesse, di taluni specifici indirizzi operativi relativi ad aspetti rilevanti per la costruzione della LNE, riferiti ora alla individuazione del novero degli strumenti di pagamento sussumibili nell'ambito considerato dalla esclusione, ora alla enucleazione del concetto di *rete limitata* e di quello di *gamma limitata* di prodotti, ora ancora all'operare della esclusione nei confronti di soggetti regolamentati. Il tutto nella prospettiva e a conforto dell'*assessment* che le autorità nazionali saranno chiamate a svolgere per confermare o meno la sussistenza delle condizioni per l'esenzione.

Le vere e proprie *guidelines* trovano integrazione contenutistica e chiarificazione della *ratio* sottesa alla loro adozione nelle indicazioni concernenti il *background* di riferimento nonché, più marcatamente, nelle puntualizzazioni dell'esito della consultazione, secondo quanto ora esplicitamente prescritto dall'art. 16 del Regolamento.

Considerando proprio questi ambiti del *Final Report*, può conclusivamente individuarsi il tratto complessivo che gli orientamenti imprimono alla materia oggetto del loro intervento.

L'attenzione va posta in particolare sui profili di impostazione ed esito che l'EBA presenta su almeno tre tematiche di specifico rilievo nella costruzione degli orientamenti, segnatamente concernenti l'individuazione dei cc.dd. *indicatori aggiuntivi*, delle *restrizioni tecniche* e delle *metriche specifiche*. Si tratta in tutti i casi, come meglio sarà precisato in sede di analisi delle singole *guidelines*, di elementi che dovrebbero concorrere a rendere più puntuale ed uniforme l'analisi

or provisions that the Directive may have left intentionally open», nonché la già segnalata *Opinion* del 23 giugno u.s..

delle condizioni da soddisfare per l'esonero dalla applicazione della PSD2.

Quanto agli *indicatori aggiuntivi*, in particolare, si tratta della elencazione di criteri rispetto ai quali valutare la sussistenza o meno, alternativamente del *limited network of service providers* e del *limited range of goods or services*. In assenza di specifiche previsioni normative nella PSD2, è indubbia la potenziale divergenza nella applicazione del concetto di *limitatezza*, come pure nella profondità della analisi da condurre allo scopo di testarne la sussistenza.

L'enucleazione di indicatori da adoperare, in particolare, per la valutazione della sussistenza di una *rete* limitata è stata valutata quindi come «the most effective way to provide clarity on the application of the exclusion»³⁸. Tale essendo la logica di fondo, il punto di sostanza ha riguardato la individuazione, tra i vari possibili criteri sui quali testare l'estensione della rete, di quelli da considerare rilevanti. E ciò ulteriormente distinguendo tra quelli di necessaria applicazione (i *defining criteria*) e quelli cc.dd. aggiuntivi, il cui impiego da parte delle autorità nazionali sarebbe stato solo di tipo integrativo (i *complementary optional indicators*). La distinzione trova il proprio fondamento nella circostanza che solo i primi criteri sono riferibili a tutti i modelli di business osservati nella prassi e come tali potevano trasversalmente essere considerati in ogni situazione da analizzare³⁹.

Già in sede di avvio della consultazione, l'EBA segnalava di valutare comunque non possibile la introduzione di «a specific cap of the growth of the network because it will be challenging to come up with a specific threshold that would be well-balanced between the different Member States and throughout the various business cases»⁴⁰.

I partecipanti alla consultazione hanno ampiamente sollevato il tema della esigenza di una ulteriore chiarificazione dei *complementary indicators* proprio «in order to achieve legal certainty and bring about consistency and harmonisation to the application of the legal requirements»⁴¹.

E' interessante sottolineare come – diversamente da quanto ci si attenderebbe – siano stati gli stessi *stakeholders* a formulare una istanza

³⁸ Cfr. *Consultation Paper*, 10.

³⁹ Cfr. *Consultation Paper*, punti 23 e 34, 11 ss.

⁴⁰ Cfr. *Consultation Paper*, 12.

⁴¹ Cfr. *Final Report*, 8.

di maggior precisione nella identificazione di requisiti disciplinari oggetto di intervento, segnalando di fatto la troppo timida iniziativa posta in essere da parte dell'EBA (che poi si traduce inevitabilmente in una più ampia discrezionalità in capo alle singole Autorità competenti, chiamate a condurre le proprie valutazioni sulla base di criteri generici).

In replica a tali sollecitazioni, in sede di esito della consultazione, l'EBA ha preso atto che «more clarity about the use and purpose of the indicators will be needed» ed in questa prospettiva ha chiarito che gli indicatori «are mandatory for all business cases and that the indicators are equally important and have the same weight in the assessment by CAs»⁴².

Come si evince chiaramente, la revisione adottata dall'EBA si concentra sul piano del *metodo*, sia laddove prescrive l'obbligatorio riscontro di tutti i criteri complementari, sia allorquando ne segnala la pari dignità nel contesto della valutazione che dovrà essere condotta dalle Autorità competenti.

Non si registrano, per contro, puntualizzazioni sul piano della specifica configurazione dei diversi indicatori individuati.

Ed anzi, a fronte della richiesta di precisare se sarebbero state le autorità nazionali ad identificare le soglie rilevanti dei vari indicatori, l'esito è consistito piuttosto nel prevedere che «the thresholds of these indicators need to be set out, not by the CA, but by each issuer»⁴³.

Si fa obiettivamente fatica a comprendere il contributo che tale indicazione possa fornire in chiave di armonizzazione delle prassi di vigilanza in questo specifico ambito di operatività. Allo stesso modo di come, sul piano delle concretezze, potrà rilevare la chiarificazione in base alla quale tutte le soglie degli indicatori devono essere considerate «taking into account the size and specificities of the national market»⁴⁴.

Le caratteristiche di fondo di un intervento che non consegue la puntualità di approccio che probabilmente gli stessi operatori di mercato potevano attendersi trova ulteriore conferma con riguardo ai profili delle *restrizioni tecniche* e delle *metriche specifiche*. Le prime si riferiscono alle limitazioni, per l'appunto tecniche, che le diverse soluzioni di offerta di strumenti ad utilizzo limitato debbono presentare

⁴² Cfr. *Final Report*, 8 ss.

⁴³ Cfr. *Final Report*, 9.

⁴⁴ Cfr. *Final Report*, 9.

per evitare di evolvere verso strumenti di utilizzo generalizzato⁴⁵; le seconde alludono, viceversa, alla enunciazione di indicazioni numeriche puntuali per segnalare il raggiungimento o meno di soglie ritenute compatibili con il criterio della limitatezza del *network* o del *range* di beni e servizi.

Ebbene, per entrambe queste situazioni, a fronte di sollecitazioni ricavabili dai partecipanti alla consultazione che chiedevano di rendere più espliciti i contenuti degli indicatori proposti, l'EBA ha precisato che tali indicatori sarebbero stati fissati “in a high-level and open manner” proprio al fine di poter trovare potenziale applicazione nei confronti dei più diversi modelli di business configurabili nei differenti mercati di riferimento. Di qui anche l'impossibilità sia di qualificare il concetto di restrizioni tecniche che di proporre delle metriche accurate, capaci di risultare aderenti rispetto a ciascuno di tali modelli. Ciò con la inevitabile conseguenza che «the assessment should be carried out on a case-by-case basis»⁴⁶.

Un'analisi condotta caso per caso, sulla base di criteri volutamente generici e neutri sul piano delle singole soluzioni tecnologiche proposte, sviluppata a livello nazionale e che deve formalmente tenere in debito conto le specificità dei singoli mercati domestici indubbiamente produrrà un frastagliato regime applicativo e potrà presentare esiti degli *assessment* nazionali ampiamente differenziati. Il tutto dovendo altresì considerare che eventuali iniziative degli operatori che avessero una rilevanza geografica che supera la dimensione nazionale richiederanno all'evidenza di ripetere l'esercizio di *assessment* in ciascuna giurisdizione⁴⁷. E ciò con esiti, a questo punto, quantomeno incerti, non foss'altro per la circostanza che i diversi mercati nazionali potrebbero presentare dimensioni e specificità tali da

⁴⁵ La Guideline 1.5, chiarisce che le specifiche restrizioni tecniche possono riferirsi tanto ai produttori di beni e servizi che possono essere acquistati con lo specifico strumento di pagamento, quanto alla gamma di beni e prodotti acquistabili, quanto ancora all'ambito geografico entro cui lo strumento di pagamento è abilitato.

⁴⁶ Cfr. *Final Report*, 12.

⁴⁷ Per quanto ovvio, i fornitori di servizi esclusi dal campo di applicazione della PSD2 non beneficiano del regime del passaporto europeo, con la conseguenza che in caso di superamento delle soglie di cui all'art. 37(2) della direttiva in diversi Stati membri, dovrà essere rivolta una notifica in ognuna di tali giurisdizioni: cfr. *Final Report*, punto 1, 34.

rendere non compatibile uno schema operativo viceversa accettato, o accettabile, in altre giurisdizioni.

Né si è dell'avviso che siffatto esito possa essere di per sé scongiurato dalla semplice indicazione in base alla quale le autorità nazionali dovrebbero applicare le *guidelines* (in relazione all'*assessment* dei criteri e degli indicatori aggiuntivi) seguendo un *approccio restrittivo*⁴⁸. Premesso infatti che la logica dell'interpretazione restrittiva è consustanziale ad ogni fattispecie di esenzione dall'applicazione di una normativa, nella specie anche tale modulo interpretativo sconta la circostanza di essere esercitato da singole e diverse Autorità competenti.

L'elemento unificante ritraibile dalle *guidelines*, se non è dunque osservabile nella concreta applicazione dei singoli criteri proposti, lo è sul piano del metodo che dovrà essere rispettato dalle autorità, consistente nel valutare tutti gli indicatori e rispetto a ciascuno di essi formulare la valutazione di ricorrenza dei presupposti per beneficiare dell'esenzione.

Del resto che l'obiettivo di fondo coltivato dall'Autorità europea sia più mirante a garantire una *sorveglianza* sullo sviluppo di un mercato in evoluzione che non ad identificare sin da ora uniformi e stringenti criteri applicativi emerge dalla stessa lettura degli esiti delle consultazioni, laddove si segnala «the rationale behind the proposal of the EBA, which had been to prevent the exponential growth of the limited networks without proper overview by the CA»⁴⁹.

3. La “rete limitata” di prestatori di servizi

Nel passaggio dalla PSD1 alla PDS2, la struttura della LNE conserva il riferimento alla condizione che gli specifici strumenti di pagamento siano utilizzati (in modo limitato) all'interno di una *rete limitata* di prestatori di servizi; si specifica che tali prestatori siano *direttamente vincolati* da un accordo commerciale con un emittente professionale. Ciò anche in coerenza con quanto indicato nei considerando della

⁴⁸ Vedi sul punto, Guideline 2.7 e 4.5 – in base alle quali le autorità dovrebbero applicare le *guidelines* “in a restrictive way that does not allow for the possibility for a specific-purpose payment instrument to develop into a general-purpose payment instrument” – oltre che *Final Report*, punto 71, 72.

⁴⁹ Cfr. *Final Report*, 12.

medesima direttiva, che riferendosi più genericamente a “determinati rivenditori o determinate catene di rivenditori” indica che le entità coinvolte debbano essere “legate direttamente da un accordo commerciale che prevede, ad esempio, l’uso di un singolo marchio di pagamento e tale marchio di pagamento è utilizzato nei punti vendita e figura – ove possibile – sullo strumento di pagamento che può essere ivi utilizzato”⁵⁰.

Il fenomeno considerato dall’ipotesi di esclusione ora menzionata è, sul piano della operatività concreta, molto rilevante, spaziando anche tra fattispecie molto differenti tra di loro.

Si pensi solo alla circostanza che attingono alla medesima ipotesi di esclusione tanto situazioni quali quella di un singolo centro commerciale che ospita differenti negozi, quanto le filiere della grande distribuzione organizzata⁵¹; sia situazioni localizzate all’interno di una singola città, che fenomeni a dimensione sovranazionale⁵².

Già si è fatta menzione della circostanza per la quale l’assenza di una definizione legale del concetto di *rete limitata* abbia ingenerato l’esigenza di un avanzamento nella individuazione dei caratteri qualificanti della figura analizzata⁵³, giusta la individuazione, ad opera delle *guidelines* in esame, di *criteri* caratterizzanti (2.1.) e di ulteriori *indicatori aggiuntivi* (2.2.)⁵⁴.

⁵⁰ Cfr. considerando n. 13 della PSD2.

⁵¹ Vedi per una rappresentazione del fenomeno considerato, AGCM, *Indagine conoscitiva sul settore della GDO – IC43*, del 2013.

⁵² Cfr., sul punto, la Q&A dell’EBA n. 2019 4604 (in https://www.eba.europa.eu/single-rule-book-qa/-/qna/view/publicId/2019_4604), così come *Consultation Paper*, 11.

⁵³ Vedi sul punto anche *Consultation Paper*, laddove ha individuato alcune ipotesi che possono essere considerati come *limited networks* sulla base di casi esaminati dall’EBA (cfr. punto 25, 11). In sede di *Final Report*, si è precisato che tali casi «should, however, meet the requirements of Article 3(k) of PSD2 and these Guidelines. These examples should not be perceived as definitive» (cfr., punto 58, 66).

⁵⁴ Rileva, in chiave di configurazione della rete limitata, la circostanza che questa possa consistere solo di punti vendita fisici, o online, ovvero ancora di una combinazione di punti vendita fisici ed online (cfr. guideline 2.3.) e ciò tenendo tuttavia conto che, secondo quanto indicato nella Guideline 3, gli strumenti di pagamento che consentono al detentore di acquistare beni o servizi solo nei locali dell’emittente possono essere utilizzati solo nei locali fisici e non nei punti vendita online.

Dei tre criteri considerati dalle *guidelines*⁵⁵, il primo sottolinea la circostanza che l'emittente dello strumento contrattuale abbia un *accordo contrattuale diretto*, per l'accettazione di operazioni di pagamento, con ciascun fornitore componente della rete. Tale previsione, che all'evidenza potrebbe porre un elemento di appesantimento documentale in tutte le ipotesi nelle quali la rete sia composta da un numero elevato di *provider*, trova una sua composizione nella indicazione che chiarisce come le Autorità competenti debbano considerare che (tanto l'emittente dello strumento che) i fornitori di beni e servizi possono delegare la conclusione dell'accordo contrattuale ad un terzo che agisca per loro conto (2.6.). Fermo che risulta coerente con l'impianto complessivo la circostanza che il soggetto delegato possa essere a sua volta un *provider* aderente alla rete, l'orientamento di cui al punto 2.6. rileva fundamentalmente per la circostanza di rendere espressamente compatibile la stipulazione di accordi quadro generali tra l'emittente dello strumento di pagamento e un soggetto esponenziale della rete. E ciò con la conseguenza che la successiva adesione alla rete da parte di ulteriori fornitori finirà per implicare l'estensione al nuovo partecipante alla rete dell'accordo con l'emittente. Sotto altro versante, è poi da rilevare come lo stesso emittente dello strumento di pagamento possa essere un accettante della rete stessa⁵⁶.

Il secondo criterio individuato nelle *guidelines*, consistente nel *numero massimo* di *service providers* previsto dall'emittente riveste, all'evidenza, un ruolo molto rilevante nella configurazione complessiva della fattispecie. È bene chiarire che attraverso questo criterio l'EBA non ha inteso implicitamente identificare un dimensionamento massimo della rete, compatibile con la esclusione. Come già segnalato, infatti, volutamente le *guidelines* omettono di identificare qualsivoglia *threshold* rilevante, rimettendo alla analisi case by case delle autorità

⁵⁵ In sede di consultazione era stato chiesto da un partecipante di inserire un ulteriore criterio che considerasse se la relazione tra l'emittente e l'utilizzatore fosse *business-to-business*. Al riguardo, «[t]he EBA has arrived at the view that restricting the exclusion to a business-to-business relationship between the service provider and the user of the instrument will narrow down the scope of the exclusion as envisaged in PSD2» (*Final Report*, punto 53, 64).

⁵⁶ Vedi, in questa prospettiva, Guideline 2.1. e 1.13, nonché *Final Report*, punto 47, 60.

nazionali la verifica, in una visione individuale e poi unitaria di tutti i criteri e gli indicatori aggiuntivi, della compatibilità della fattispecie esaminata rispetto ai requisiti per beneficiare dell'esclusione. Analogamente, la possibilità che il numero dei fornitori \possa aumentare nel corso del tempo costituisce una ipotesi non patologica, ma che merita sorveglianza. Se, infatti, è vero che il criterio in parola «was introduced exactly for the purpose of preventing the continuous growth of limited networks», ciò va inteso specificamente nel senso che il superamento del numero *envisaged* di *service providers* determinerà la necessità di un nuovo *assessment* nell'ambito del quale le Autorità competenti potranno condurre una nuova valutazione che, a quella data e considerata la situazione del mercato di riferimento a quel tempo, considererà se il nuovo dimensionamento della rete di *service providers* si mantenga compatibile con i requisiti per la esclusione (*Final Report*, punto 41, 56). Certamente in questa prospettiva, assumeranno valore rilevante anche le regole attraverso le quali è programmata e governata, negli accordi commerciali degli aderenti al *network*, la possibilità di nuovi ingressi: in questa chiave di lettura, la introduzione di requisiti stringenti all'ingresso nella rete costituirà un elemento fondante per attestare che questa non è programmaticamente preordinata ad una continua ed incontrollata crescita, ma piuttosto ad un fisiologico e ordinato sviluppo nel tempo, sulla base di chiare e predeterminate regole di accesso⁵⁷.

⁵⁷ Il tema della crescita non controllata del network (così come dei beni e servizi offerti), trova uno specifico punto di attenzione menzione con riferimento ai cc.dd. “*online marketplace*” (anche piattaforme e-commerce o digitali). In letteratura vedi A. CANEPA, *I mercanti dell'era digitale. Un contributo allo studio delle piattaforme*, Torino, 2020; L. AMMANNATI, G.L. GRECO, *Piattaforme digitali, algoritmi e big data: il caso del credit scoring*, in *Rivista trimestrale diritto dell'economia*, 2, 2021, 290. In considerazione dell'approccio neutrale verso i business model e lo sviluppo tecnologico, «online marketplaces could potentially benefit from the LNE”. Tuttavia “online marketplaces tend to continuously grow their acceptance network and the goods and services provided over time»; in considerazione di ciò, le autorità competenti dovrebbero trattare questi modelli di business «with caution due to the possibility for some of the specific instruments to develop into general-purpose instruments. This is coherent with the clarification provided in Recital 14 of PSD2 that ‘instruments which can be used for purchases in stores of listed merchants should not be excluded from the scope of this Directive as such instruments are typically designed for a network of service providers which is continuously growing»: cfr. *Final Report*, 37.

In questa stessa prospettiva, se è pur vero che «the proposal to use historical data is not forward looking and thus will not be able to limit the growth of the network»⁵⁸, la individuazione del dato di crescita negli anni di una determinata rete sulla base delle predefinite regole di ingresso può comunque costituire un utile indizio della potenziale ulteriore evoluzione (a parità di accordi commerciali tra gli aderenti alla rete che disciplinino l'ingresso di nuovi *service providers*).

In ultimo, le *guidelines* richiedono che le autorità considerino come caratteristica qualificante ai fini della esclusione, che il fornitore offra beni e servizi con un *marchio comune* che caratterizzi la rete limitata e dunque sia offerto all'utilizzatore dello strumento di pagamento un elemento visivo che contraddistingua la rete. A ben vedere dunque, le *guidelines* non individuano specifiche caratteristiche di organizzazione interna della rete, di livello di integrazione o accentrimento di funzioni o compiti, nella evidente prospettiva di non sposare o privilegiare un particolare modello di business rispetto ad altri, ma si puntualizzano sul versante della riconoscibilità esterna del *network*, indentificandone quale tratto connotante il marchio comune. E ciò nella prevalente attenzione alla percezione dell'utilizzatore dello strumento di pagamento, giusta la sottolineatura dell'*elemento visivo* idoneo ad identificare la rete. In questa prospettiva, è bene sottolineare che “*the brand should be considered as an attribute of the network and not of the payment instrument*”⁵⁹. Va da sé che la medesima rete limitata può presentare piuttosto che un singolo marchio, una pluralità di marchi comuni, senza che questo incida sulla ricorrenza del criterio ora in esame, fermo restando, evidentemente, che l'esistenza della famiglia di marchi mantenga la riconoscibilità visiva del *network* per l'utilizzatore dello strumento di pagamento.

⁵⁸ Cfr. *Final Report*, punto 45, 60.

⁵⁹ Cfr. *Final Report*, punto 52, 63 ove si precisa che le *guidelines* utilizzano il termine *marchio* e non *marchio di pagamento*, che nel contesto della PSD2 ha una propria nozione (cfr. art. 4, punto 48 della PSD2, che definisce il marchio di pagamento come «nome, termine, segno, simbolo o combinazione di questi, in forma materiale o digitale, in grado di indicare lo schema di carte di pagamento nell'ambito del quale sono effettuate le operazioni di pagamento basate su carta»). Del resto, «the payment instrument does not necessarily share the same brand within the limited network».

Rispetto ai criteri caratterizzanti, gli *ulteriori indicatori aggiuntivi* individuati nella guideline 2.2. assolvono, come anticipato, una funzione solo integrativa di analisi, sebbene dovuta, per le Autorità competenti⁶⁰. Queste ultime dovranno, peraltro, esplicitamente considerare e tener debito conto delle dimensioni e della specificità del mercato rispetto al quale ciascuna di esse è competente. Sul punto, premesso che si tratta di indicatori che traggono origine da informazioni prodotte dallo stesso emittente, la maggiore valenza da ascrivere all'elenco in parola attiene proprio alla circostanza che non si tratta di criteri qualificanti per la ricorrenza dell'esclusione, ma per l'appunto di indicatori aggiuntivi. È quanto è da dirsi a proposito per esempio degli indicatori di tipo quantitativo (riferiti, tra l'altro, al volume e al valore delle transazioni stimate su base annua o al numero massimo di strumenti di pagamento da emettere), giacché tali indicazioni portano alimento alla considerazione di vertice per la quale la LNE, allo stato, non trova di per sé un limite implicito nel dimensionamento quantitativo del fenomeno. Allo stesso modo, l'indicatore concernente i rischi per il cliente in fase di utilizzo dello specifico strumento di pagamento, nella misura in cui prende in considerazione solo ciò che sia stato individuato dall'emittente, pare maggiormente operare in una logica di *sorveglianza* piuttosto che di limitazione operativa. Ed analoga considerazione può ripetersi, infine, a proposito dell'indicatore riferito alla specifica area geografica di fornitura dei beni e servizi.

Certamente presenta, invece, valore prescrittivo la indicazione per la quale le Autorità competenti non debbono consentire l'utilizzo del medesimo specifico strumento di pagamento presso *differenti reti limitate* di service providers. Il chiaro obiettivo a fondamento di tale

⁶⁰ E' bene evidenziare come in sede di consultazione era stato richiesto di inserire due ulteriori indicatori, collegati, per un verso, alla circostanza che «the purpose of the payment instrument is aimed at a public good, including a description of the public good», per altro, al fatto che «the management of the network is a non profit entity or an entity that has been classified as an entity for the public interest». L'EBA non ha accolto la richiesta sul presupposto che «the LNE is based on the limited use of the instrument and not on the purpose of the instrument», con la conseguenza che «the specific purpose of the service provider is irrelevant in deciding whether the network is limited or not»: *Final Report*, punto 62, 68. In aggiunta, le guidelines non contengono più il riferimento contemplato nel *Consultation Paper* all'indicatore consistente nelle «*categories of customers being targeted*»: *Final Report*, punto 69, 71.

prescrizione è volto ad evitare lo sviluppo di uno strumento con valenza di spendibilità generalizzata, conseguita attraverso la plurima utilizzabilità presso reti che, solo se singolarmente considerate, sono limitate.

4. La “gamma limitata” di beni e servizi

Le *guidelines* EBA recano, come accennato, anche utili indicazioni in merito alla questione, particolarmente significativa alla luce delle marcate divergenze interpretative emerse in materia (anche nel corso della relativa consultazione pubblica), di quali debbano essere i criteri di valutazione da utilizzare per accertare, in concreto, che “specifici strumenti di pagamento” siano da considerare – in punto di diritto ai sensi della PSD2 – come effettivamente caratterizzati da una “spendibilità” limitata in quanto utilizzabili unicamente per acquistare una “gamma molto limitata di beni o servizi” ai sensi e per gli effetti dell’art. 3(k)(ii) della PSD2.

Il fatto che la formulazione testuale della norma lasci in effetti aperta la strada a interpretazioni anche molto eterogenee, col rischio di un ampliamento “illimitato” o comunque non coerente del “*negative scope*” della PSD2, è confermato anche dal fatto che i criteri introdotti dall’EBA nelle *guidelines* per l’accertamento dell’esistenza di una “gamma molto limitata” di beni o servizi – tra cui *in primis* la necessità di un “*collegamento funzionale*” tra tali beni o servizi – sono stati tra quelli oggetto delle maggiori modifiche sostanziali da parte della stessa EBA alla luce delle obiezioni e commenti critici formulati nel corso della suddetta consultazione pubblica⁶¹.

Ciò premesso, vale innanzitutto rilevare che nel corpo delle disposizioni della PSD2 non risultano, in effetti, essere codificate

⁶¹ Come rilevato, infatti, «[t]he key concerns raised and requests for clarification made by respondents to the public consultation that led to changes to the Guidelines relate to: ➤ Clarification on the functional connection between goods and/or services; and ➤ The nature of the indicators set out in Guidelines 2.2 and 4.4», EBA, *Final Report*, 6 e 7-9. In particolare, nelle *guidelines* approvate la valutazione dell’esistenza di una «functional connection between goods and services, [... is ...] based on a specific category of goods and services with a common purpose as identified by the issuer of the excluded instrument, rather than a leading good or service as proposed in the [... consultation paper...], EBA, *Final Report*, 3

specifiche caratteristiche o condizioni necessarie per accertare, in punto di diritto, l'esistenza di una “*gamma molto limitata*” di beni o servizi ai sensi e per gli effetti dell'esclusione di cui all'art. 3(k)(ii). Alcuni elementi interpretativi in materia sono però rinvenibili nel considerando n. 13 della PSD2, in cui è fatto riferimento – benché in via incidentale e meramente esemplificativa – alla necessità che detta “gamma” di beni o servizi valga ad individuare un “numero chiuso” di beni o servizi che siano tra loro “*funzionalmente collegati*”, ovvero che sia l'esistenza di questo “*collegamento funzionale*” tra beni o servizi a determinare il fatto che questi siano un “numero chiuso”, indipendentemente quindi dalla “ubicazione geografica del punto vendita” (a differenza del caso di esenzione di cui all'art. 3(k)(ii) della PSD2).

In tale contesto normativo, la *guideline* n. 4 dell'EBA in materia di LNE interviene invece a statuire *in primis* che l'esistenza di “*collegamento funzionale*” tra i beni e/o servizi acquistabili deve essere considerato dalle Autorità competenti come un elemento obbligatorio e necessario, sempre e comunque, per la legittima applicazione dell'esenzione *ex art.* 3(k)(ii) della PSD2 e non più quindi un indice meramente facoltativo o esemplificativo dell'esistenza di una “*gamma molto limitata*” di beni o servizi come indicato nel considerando n. 13 della PSD2.

A fronte delle osservazioni critiche ricevute sul punto durante la consultazione pubblica sulle bozze di *guidelines* sulla LNE, nel relativo testo finale poi approvato, l'EBA ha specificato che, a sua volta, la valutazione, da parte delle Autorità competenti, dell'esistenza di tale “*collegamento funzionale*” – tra i beni e/o servizi che costituiscono una “*gamma molto limitata*” di beni/servizi acquistabili con gli specifici strumenti di pagamento esclusi dal *framework* regolatorio della PSD2 – deve essere condotta tenendo in considerazione che spettata all'*issuer* degli strumenti di pagamento in questione identificare una specifica “categoria” di beni e/o servizi accomunati da un “*common purpose*”. Con ciò lasciando intendere quindi che il “*collegamento funzionale*” di cui trattasi si sostanzia proprio in tale “*common purpose*” che spetta *in primis* all'*issuer* definire (e notificare *ex art.* 37 (2) della PSD2) e alle Autorità competenti conseguentemente verificare (cfr. *guideline* 4.2).

In questo modo l'EBA ha quindi alla fine abbandonato la propria originaria proposta secondo cui l'*assessment* di detto “*collegamento funzionale*” avrebbe dovuto essere invece basato sull'individuazione di

un prodotto/servizio *leader* connesso ad altri prodotti e/o servizi però allo stesso ancillari⁶².

Ad ogni buon conto, per evitare ad esempio inopportune limitazioni, fra l'altro non desumibili, in punto di diritto, del testo della PSD2 e, di fatto, non coerenti con l'evoluzione tecnologica del settore e dei processi economici in genere, l'EBA ha altresì chiarito al riguardo che detto “*collegamento funzionale*” ben può sussistere anche tra beni/sevizi “fisici” e “digitali” (cfr. *guideline* 4.3).

Ciò posto, al fine di tener in debito conto le specificità nazionali, le Autorità competenti nell'ambito della valutazione da condurre in materia sono richieste dall'EBA di tenere in considerazione anche il seguente *numerus clausus* di ulteriori “indicatori complementari”: *a*) numero e volume delle operazioni di pagamento previste (dall'*issuer*) su base annuale; *b*) ammontare massimo di “avvaloramento” dello strumento di pagamento; *c*) numero massimo di strumenti di pagamento da emettere; *d*) rischi (identificati dall'*issuer*) cui è esposto l'utente nell'utilizzo dello strumento di pagamento escluso (cfr. *guideline* 4.4).

Come già evidenziato, l'utilizzo e la valutazione di tali “indicatori complementari” – che hanno tutti pari peso o importanza in fase di *assessment* da parte delle Autorità competenti – è da considerare obbligatoria e vincolante per tutti i “*business cases*”⁶³.

Anche in questo caso, viene ribadito il principio generale che la valutazione da parte della Autorità competenti di tutti i suddetti criteri (*i.e.* della “*connessione funzionale*” e dei parametri quantitativi) deve

⁶² In particolare, quanto alla *ratio* sottostante a tale modifica di approccio, risulta che l'EBA «after assessing the merits of the concerns expressed by the respondents, has arrived at the view that the approach proposed in the [... Consultation Paper ...] should be reconsidered. In line with some of the suggestions proposed by respondents, the EBA has, therefore, decided to amend Guideline 4.2 by focusing the assessment of the functional connection between goods and/or services on a specific category of goods and/or services with a common purpose. By doing so, the provision will not be too restrictive and will allow for greater flexibility to accommodate different services and business models. It will also be agnostic to the development of the business or the choices of the customers. Finally, the provision will be more focused on the functionality and purpose of the use of the respective goods, thus allowing for more flexibility in the choice of the issuer who will be responsible for justifying the rationale for the proposed category of goods/services. By doing so, the EBA expects to reduce the likelihood of divergent interpretations and contribute to bringing about greater harmonization of practices», EBA, *Final Report*, 7 e 8.

⁶³ Cfr. EBA, *Final Report*, 9.

essere da queste sempre condotta “in modo restrittivo”, ossia segnatamente in modo da evitare la possibilità che uno strumento di pagamento “*specific purpose*” esentato *ex art.* 3(k)(ii) della PSD2 possa evolvere in uno strumento “*generic purpose*” (cfr. *guideline* 4.5), confermando così quello che è da considerare, in definitiva, come lo scopo ultimo dell’intero intervento di convergenza regolatoria e di supervisione perseguito dall’EBA stessa con le *guidelines* in esame.

5. *L’applicazione della LNE da parte di soggetti regolamentati*

Circa l’ulteriore questione della possibilità per i Prestatori di Servizi di Pagamento (PSP) di cui all’art. 1 della PSD2 di prestare contestualmente servizi di pagamento disciplinati dalla PSD2 e servizi basati su “specifici strumenti” di pagamento “utilizzabili” solo in “modo limitato” cui si applica quindi la LNE, l’orientamento espresso dall’EBA è che le Autorità competenti nell’esercizio delle loro attribuzioni devono tenere in debita considerazione il fatto che, ai sensi della PSD2, i medesimi PSP sono liberi di poter operare sul mercato anche offrendo contestualmente tali diverse categorie di servizi, ciò a condizione però che anche i requisiti stabiliti ai sensi dell’art. 3(k) per l’applicazione della LNE risultino comunque parallelamente rispettati (cfr. *guideline* 5.1).

In generale, se ne ricava così, per altro verso, che tale principio implichi anche che le medesime Autorità debbano prestare quindi attenzione a non limitare o impedire neanche indirettamente, ad esempio tramite oneri aggiuntivi o di mero fatto, tale facoltà dei PSP.

Ciò posto, in tutti questi casi di offerta “contestuale” da parte di PSP di servizi disciplinati dalla PSD2 e di servizi invece esclusi in applicazione della LNE, è tuttavia richiesto che le Autorità competenti assicurino che i PSP stessi implementino adeguati presidi di trasparenza e correttezza nelle relazioni con gli utenti, segnatamente idonei allo scopo di distinguere “in modo chiaro e facilmente riconoscibile” i propri servizi e attività regolate e soggette a supervisione rispetto agli altri servizi prestati ma esclusi dalla disciplina della PSD2.

A tal fine, quale elemento “minimo” per rendere pronta evidenza, in via generale ed *ex ante*, della distinzione tra tali due diversi ambiti di operatività è specificamente indicato come necessario l’utilizzo

innanzitutto da parte di detti PSP di una “*specific visual manifestation*” (cfr. *guideline* 5.2).

Inoltre, le Autorità competenti sono chiamate ad assicurare che i PSP in questione informino anche su base individuale, sempre “in modo chiaro e facilmente riconoscibile”, ciascun utente dei servizi di pagamento prestati in base alla LNE che i servizi stessi non sono appunto né regolamentati né oggetto di supervisione ai sensi della PSD2 e che pertanto gli utenti stessi non beneficiano dei presidi di tutela previsti ai sensi di quest’ultima per gli utenti dei servizi di pagamento (cfr. *guideline* 5.3).

Ciò posto, ad avviso dell’EBA le Autorità competenti nazionali debbono comunque adottare – benché, almeno secondo quanto pare doversi intendere, solo come opzione di ultima istanza o comunque *second best* – coerenti misure di vigilanza (*supervisory actions*), tuttavia non meglio qualificate, laddove ad avviso delle medesime Autorità la suddetta obbligatoria distinzione tra servizi disciplinati dalla PSD2 e servizi esclusi in applicazione della LNE non risulti sufficientemente chiara o comunque adeguata, anche per quanto riguarda la prescritta trasparenza da osservare in merito da parte dei PSP nelle comunicazioni al pubblico e ai singoli utenti (cfr. *guideline* 5.4.a).

Lo stesso vale anche in tutti quei casi in cui un’Autorità competente accerti che la prestazione da parte di un PSP anche di servizi esclusi dalla PSD2 in base alla LNE sia suscettibile di deteriorare la “solidità finanziaria” dello stesso PSP oppure la capacità della medesima Autorità di verificare la *compliance* con i requisiti di cui alla PSD2 e/o alla *c.d. “EMD2”*⁶⁴ (cfr. *guideline* 5.4.b).

In particolare, benché, come indicato dall’EBA nelle *guidelines*, le valutazioni funzionali a decidere l’eventuale adozione di coerenti “*supervisory actions*” dovrebbe essere tipicamente svolta da parte delle Autorità competenti nel corso dell’*assessment* delle notifiche da effettuarsi ai sensi dell’art. 37(2) della PSD2, tuttavia sembra piuttosto da ritenere che i controlli e le valutazioni in materia, segnatamente la verifica dell’assenza delle suddette problematiche, rientrino comunque

⁶⁴ Direttiva 2009/110/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 settembre 2009 concernente l’avvio, l’esercizio e la vigilanza prudenziale dell’attività degli istituti di moneta elettronica, che modifica le direttive 2005/60/CE e 2006/48/CE e che abroga la direttiva 2000/46/CE.

nell'ambito dell'attività di supervisione *ongoing* esercitata sui PSP dalle medesime Autorità competenti.

6. Conclusioni

La definizione del *negative scope* della disciplina europea sui servizi di pagamento concorre inevitabilmente a conformare le modalità di erogazione delle attività considerate, inducendo adeguamenti nella costruzione dei modelli di business osservabili nella prassi. E ciò in funzione della vocazione degli attori di mercato ad operare o meno in un contesto regolato e della percepita profondità degli impatti sulle potenzialità di crescita ascrivibili alla decisione di mantenere la propria azione in area non disciplinata.

La costruzione delle fattispecie escluse dall'applicazione del regime di riserva non è un esercizio neutro, tutte le volte che va ad impattare su realtà frastagliate, che propongono differenti articolazioni di sviluppo dell'operatività potenzialmente incisa dall'intervento normativo. Questo è tanto più vero se misurato in un contesto, come quello considerato, in naturale sviluppo e che vede attestati diversi schemi comportamentali in ambito unionale.

La LNE presenta sotto questo profilo caratteri esemplari nella dinamica ora tratteggiata: la molteplicità dei moduli operativi da un lato, la variabilità dimensionale dei fenomeni considerati, che spazia da microrealtà alla grande distribuzione organizzata, il progressivo intensificarsi della concorrenza con i soggetti regolati attivi nel campo dei pagamenti.

L'iniziativa dell'EBA, concretizzatasi nella definizione delle *guidelines* ora adottate, è volta in concreto a ricondurre la crescita delle *reti limitate* in un ambito di sorveglianza da parte delle Autorità competenti degli Stati membri; incide fundamentalmente sulle *modalità* con le quali queste ultime condurranno l'*assessment* dell'applicabilità della LNE alle varie iniziative poste al loro vaglio. La scelta di non definire puntualmente metriche, parametri o soglie delle fattispecie considerate risponde ad una logica di neutralità rispetto allo sviluppo operativo e tecnologico che indubbiamente interessa gli ambiti oggetto dell'intervento.

In questa prospettiva è prevedibile che la concreta applicazione nei vari Stati membri della LNE continuerà a presentare un panorama

frastagliato, considerato anche che, come detto, le Autorità competenti sono chiamate a tenere in considerazione le “*specificities of the national market*”, e che le odierne *guidelines* costituiscano un primo passo per una più compiuta futura armonizzazione disciplinare.

Sotto questo versante – salva, evidentemente, la potenziale evoluzione che potrà interessare la normativa primaria di riferimento – uno strumento di una qualche utilità potrebbe essere rinvenuto nella costituzione di un *gruppo di coordinamento* ex art. 45-ter del *Regolamento*, cui affidare, per l'appunto, il compito di seguire in modo coordinato gli sviluppi di mercato di un ambito operativo in crescita ed evoluzione e che presenta allo stato modelli di business ampiamente variegati.

Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell'investitore e contrasto al *greenwashing*: le criticità dell'assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio

SOMMARIO: 1. Considerazioni introduttive – 2. Il *greenwashing* e la sua disciplina nel mercato finanziario – 2.1. Analisi preliminare del sistema delineato dalla SFDR, dalla TR, e della normativa di Livello 2 – 3. Il *greenwashing* in materia di prodotti finanziari, e gli obblighi d'informazione quale strumento primario di tutela dell'investitore – 3.1. Gli obblighi informativi nella SFDR, e la loro interazione con le regole presenti nel Regolamento Tassonomia – 4. Considerazioni preliminari in merito all'adeguatezza del regime degli obblighi informativi in materia di sostenibilità – 5. Le criticità del modello – 6. L'impatto della disciplina di Livello 2, e il ruolo dei *Regulatory Technical Standard* nel risolvere le criticità presentate dalla normativa – 7. Considerazioni conclusive.

1. *Considerazioni introduttive*

La centralità della sostenibilità nel dispiegamento dei fenomeni di mercato appare, ad oggi, difficilmente negabile; non sorprende, di conseguenza, il parallelo affermarsi dei relativi *claim* come elemento essenziale delle strategie di marketing e comunicazione da parte delle imprese.

Ciò muove, innanzitutto, dall'osservazione empirica dei comportamenti degli agenti del mercato: l'analisi dei *trend* di consumo mostra come gli individui tendano oggi ad acquistare quei prodotti i quali appaiano allineati con il proprio sistema di valori: in tal senso, i consumatori dichiarano con crescente frequenza di essere favorevoli a modificare le proprie scelte d'acquisto al fine di ridurre l'impatto ambientale e di essere interessati a favorire – in prima persona ovvero indirettamente – l'adozione di tecnologie *green* e di processi sostenibili¹.

¹ Si veda, in tal senso, l'indagine Condotta da IBM, *Meet the 2020 consumers driving change. Why brands must deliver on omnipresence, agility, and sustainability*, 2020, <https://www.ibm.com/downloads/cas/EXK4XKX8>; cfr. altresì R. ROSMARIN, *Sustainability sells: Why consumers and clothing brands alike are turning to sustainability as a guiding light*, 2020, www.businessinsider.com.

Risulta evidente come, a fronte di tale interesse, gli operatori di mercato si trovino giocoforza a competere altresì sulla promozione di iniziative a carattere ambientale o sociale, nel tentativo di far leva su tali interessi dei consumatori. La crescente necessità, da parte delle compagnie, di rafforzare la sostenibilità percepita della propria attività determina tuttavia l'insorgere di una pluralità di rischi connessi a possibili utilizzi distorsivi ovvero ingannevoli delle dichiarazioni operate al fine di attrarre l'interesse del pubblico.

In questo senso, si osserva come alla centralità dei temi connessi alla sostenibilità nel mercato si accompagni la parallela tendenza da parte delle imprese a fornire informazioni non sempre corrette in merito all'effettivo impatto ambientale o sociale delle proprie attività, al fine di ingenerare un'erronea rappresentazione nelle menti dei consumatori; questo fenomeno è notoriamente identificato con il termine “*Greenwashing*”².

Considerandone, genericamente, la natura di informazioni commerciali, le comunicazioni suscettibili di *greenwashing* sono astrattamente riscontrabili in qualsiasi interazione B2C. Di conseguenza il tema è stato in tempi recenti oggetto di indagine da parte di diversi plessi normativi, considerandosene di volta in volta gli aspetti più prettamente relativi alla tutela del consumatore, alla protezione della concorrenza, ovvero alla *corporate governance* delle imprese³.

Non sorprende di conseguenza come il tema del contrasto al *greenwashing* sia emerso altresì al centro del dibattito in materia di diritto dei mercati finanziari. Complice la grande attenzione al tema

² La prima formulazione compiuta della nozione si deve a T. WAHIDA SHAHAN, *Green Washing: An Alarming Issue*, in *ASA University Review*, 2013, 7, 1, 81-88.

³ *Ex multis* si vedano G. TSAGAS, *A Proposal for Reform of EU Member States' Corporate Governance Codes in Support of Sustainability*, in *Sustainability*, 2020, 12; M. CHERRY, *The Law and Economics of Corporate Social Responsibility and Greenwashing*, in *14 U.C. Davis Business Law Journal*, 2014, 282; D. SCHMUCK E J. MATTHES, *Misleading Consumers with Green Advertising? An Affect-Reason-Involvement Account of Greenwashing Effects in Environmental Advertising*, in *47 Journal of Advertising*, 2018, 2, 127-145. Di interesse altresì la recente indagine condotta dalla Commissione europea, *Screening of websites for 'greenwashing': half of green claims lack evidence*, 2021, in

https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_21_269; cfr. altresì C. ANGELICI, *Divagazioni sulla “responsabilità sociale” d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2018, fasc. 1, 3.

della finanza sostenibile da parte degli organi dell'Unione⁴, e rinvenendosi pacificamente nella transizione sostenibile del sistema economico uno degli obiettivi primari della regolamentazione dei mercati finanziario, bancario e assicurativo⁵, gli operatori finanziari hanno iniziato a immettere sul mercato prodotti e servizi i quali supportano direttamente o indirettamente progetti connessi alla sostenibilità, promuovendo questi prodotti come *green*; ciò ha comportato, quale sua conseguenza, la necessità di elaborare un apparato normativo idoneo a garantire che i prodotti negoziati risultassero, effettivamente, provvisti delle caratteristiche vantate.

Nel tentativo di predisporre regole volte a scongiurare il *greenwashing*, appare di interesse osservare come un elemento comune ai diversi approcci normativi sia rinvenibile nella tendenza a ricorrere strategie basate sull'informativa da trasmettere alle controparti (e, per quanto qui d'interesse, all'investitore), asseritamente funzionali a ridurre l'asimmetria esistente tra consumatore e professionista⁶.

La capacità di costruire un sistema finanziario concretamente idoneo a favorire la transizione sostenibile muove, di conseguenza, dall'efficacia di tali obblighi in termini di *empowerment* dell'investitore e di responsabilizzazione della controparte professionale.

Ciò appare, del resto, coerente con la centralità che la *disclosure* assume tradizionalmente nell'ambito della disciplina dei mercati finanziari. Un fenomeno, invero, dovuto ad una serie di caratteristiche strutturali tradizionalmente riconosciute a tale strumento: innanzitutto, si ritiene generalmente che gli obblighi d'informazione rappresentino una risorsa "a basso costo" di implementazione per il legislatore. In secondo luogo, si tratta di una strategia di regolazione tradizionalmente percepita come poco invasiva rispetto a modelli di *Command&Control* e che, di conseguenza, gode normalmente di ampia accettazione

⁴ *Inter alia*, a marzo 2018, la Commissione Europea ha pubblicato il Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile (COM/2018/097 final) volto a migliorare il contributo del settore finanziario nel sostenere il programma dell'Unione Europea per il clima e lo sviluppo sostenibile.

⁵ Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Il sistema finanziario verso una transizione sostenibile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, 1, I, 241 ss.; di recente, altresì F. RIGANTI, *Regolazione del mercato e "fine di lucro"*. *Spunti per una ricerca aggiornata in tema di sostenibilità*, 4 maggio 2022, in *Dirittobancario.it*.

⁶ Per quanto riguarda i principi della materia v. P. LUCANTONI, *L'informazione da prospetto. Struttura e funzione nel mercato regolato*, Milano, 2020.

politica⁷. Inoltre, e coerentemente con quanto postulato dalla teoria microeconomica neoclassica e con la concezione del consumatore quale *homo oeconomicus*, si ritiene che l'incremento dell'informazione disponibile all'investitore contribuisca a consentire a costui di compiere scelte maggiormente avvedute⁸. In ottica sistemica, infine, si presume che una maggiore disponibilità di informazioni nei mercati dovrebbe contenerne la volatilità, aiutando a preservare la stabilità degli stessi⁹.

Nonostante alla luce di queste posizioni gli obblighi informativi si siano affermati come uno strumento primario di regolamentazione nei mercati finanziari, è necessario osservare come in tempi recenti le fondamenta concettuali di tale metodo siano state poste significativamente in dubbio: gli studi in materia di finanza comportamentale e sperimentale hanno ampiamente evidenziato che il ruolo della *disclosure* come strumento di rafforzamento delle posizioni del consumatore tende ad essere sovente sovrastimato e che gli investitori incorrono con significativa frequenza in comportamenti riconducibili a razionalità limitata o determinati dall'influenza dei loro *bias* cognitivi nei processi di elaborazione delle informazioni¹⁰.

⁷ O. BEN-SHAHAR, C. SCHNEIDER, *The Failure of Mandated Disclosure*, in 159 *University of Pennsylvania Law Review*, 2011, 681-684.

⁸ L. ENRIQUES, S. GILOTTA, *Disclosure and Financial Market Regulation* in N. Moloney, E. Ferran e J. Payne (a cura di), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford, 2015; nonché, in merito al rapporto tra *disclosure* e trasparenza alla luce della crisi economica, E. AVGOULEAS *The Global Financial Crisis and the Disclosure Paradigm in European Financial Regulation: The Case for Reform*, in 6 *European Company and Financial Law Review*, 4.

⁹ La letteratura in merito ai vantaggi e agli svantaggi dei modelli di informativa nel diritto bancario e dei mercati finanziari è, invero, ampia: si rinvia, di conseguenza e senza pretesa di esaustività, a E. AVGOULEAS, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse, A Legal and Economic Analysis*, Oxford, 2005, 173-183; J. COFFEE, *Market failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, in 70 *Virginia Law Review*, 1984, 717; I. CHIU, *Examining the justifications for mandatory ongoing disclosure in securities regulation*, in 26 *The Company Lawyer*, 2005, 3, 67; A. FERRELL, *The case for Mandatory Disclosure in Securities Regulation around the World*, in 2 *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, 2007, 81, 88-92.

¹⁰ Cfr. *ex multis* A. TVERSKY, D. KAHNEMAN, *Rational Choice and the Framing of Decisions*, in 59 *Journal of Business* 1989, 251-S278; G. HELLERINGER, *A Behavioural Perspective on Consumer Finance*, in H. Micklitz, A. Sibony e F. Esposito (a cura di), *Research Methods in Consumer Law*, Elgar, 2018, 334; J.R. AGNEW, L.R. SZYKMAN, *Asset Allocation and Information Overload: The Influence*

Cionondimeno, come si avrà modo di osservare a breve, anche con riferimento all'esigenza di contrasto al *greenwashing* nei mercati finanziari l'orientamento delle istituzioni dell'Unione è stato favorevole all'introduzione di obblighi informativi nei confronti degli investitori, dei quali tuttavia è di conseguenza necessario analizzare criticamente l'efficacia.

2. Il greenwashing e la sua disciplina nel mercato finanziario

Come si è avuto modo di premettere, il *greenwashing* ha assunto in anni recenti assoluta centralità nel dibattito in materia di disciplina dei prodotti e servizi finanziari, specialmente alla luce della crescente attenzione nei confronti degli investimenti riconducibili al rispetto di fattori di sostenibilità *Environmental, Social* e di *Governance (ESG)*¹¹.

La ricomprensione dei fattori ESG all'interno dei processi di investimento è stata, del resto, identificata come una soluzione efficace per mitigare eventi negativi quali il sovrasfruttamento delle risorse naturali, il degrado ambientale e la disuguaglianza sociale storicamente derivati dallo sviluppo incontrollato dei mercati; al contempo, il ricorso all'investimento privato al fine di favorire processi sostenibili risulta idoneo, *pro futuro*, a riallocare le risorse economiche verso investimenti virtuosi consentendo, al contempo, di delegare in parte il perseguimento delle *policy* di sostenibilità alle imprese, sfruttando la crescente *financialization* dei mercati¹².

of Information Display, Asset Choice, and Investor Experience, in 6 *The Journal of Behavioral Finance*, 2005, 2. 57–70; M. MONTI, R. BOERO, N. BERG, G. GIGERENZER, L. MARTIGNON, *How do common investors behave? Information search and portfolio choice among bank customers and university students*, in 11 *Mind & Society*, 2012, 203-233; G. GIGERENZER, *The heuristics revolution: rethinking the role of uncertainty in finance*, in R. Viale, S. Mousavi, B. Alemanni e U. Filotto (a cura di), *The Behavioral Finance Revolution. A New Approach to Financial Policies and Regulations*, Elgar, 2018, 115; N. LINCiano, *How behavioral finance can reshape financial consumer protection: Consob's first steps in the European Framework*, *ibidem*, 183.

¹¹ V. A. MOONEY, *Greenwashing in finance: Europe's push to police ESG investing*, 2021, in <https://www.ft.com/content/74888921-368d-42e1-91cd-c3c8ce64a05e>.

¹² T. LAGOARDE-SEGOT, *Financialization: Towards a New Research Agenda*, in 51 *International Review of Financial Analysis*, 2016, 113-123; N. VAN DER ZWAN, *Making Sense of Financialization*, in 12 *Socio-Economic Review*, 2014, 1.

Ciò anche considerandosi come i prodotti finanziari presentano, intrinsecamente, un significativo grado di flessibilità in termini di caratteristiche e destinazione d'investimento: al fianco di quei casi nei quali si considerino forme dirette di investimento in prodotti sostenibili, i prodotti *green* sono altresì suscettibili di operare in via indiretta, attraverso la ricomprensione di istanze collateralmente connesse alla sostenibilità ambientale e sociale all'interno di operazioni di investimento di tipo tradizionale. Il ricorso a prodotti *sustainability-linked* consente di internalizzare le esternalità connesse all'impatto ambientale e sociale degli investimenti pur rimanendo all'interno di un tradizionale circuito di creazione del valore¹³. La flessibilità e il vasto novero di prodotti e servizi astrattamente funzionalizzabili a obiettivi di sostenibilità rappresenta, dunque, un fattore di primario interesse dal lato degli emittenti e degli operatori.

Ciononostante, a lungo – e in assenza di un quadro normativo univoco per l'identificazione dei prodotti qualificabili come sostenibili – gli emittenti e gli intermediari hanno dovuto sviluppare autonomamente indici e definizioni di prodotti *green* e sostenibili, con conseguente eterogeneità degli stessi in termini di dettaglio, trasparenza e parametri¹⁴. Da ciò la considerazione per cui, avendo gli investitori difficoltà ad individuare in prima persona quegli investimenti effettivamente in grado di produrre benefici in termini di sostenibilità, la disponibilità di un vasto novero di indici e definizioni non armonizzate sia intrinsecamente suscettibile di ostacolare la trasparenza del mercato e la capacità di scelta degli investitori.

A fronte di tale rischio, la definizione di un quadro normativo unitario a livello europeo è stata recentemente perseguita attraverso l'emanazione del Regolamento sull'informativa di sostenibilità dei servizi finanziari (*Sustainable Finance Disclosure Regulation* –

¹³ G20 GREEN FINANCE STUDY GROUP, *G20 Green Finance Synthesis Report*, 2016, in https://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2016/09/Synthesis_Report_Full_EN.pdf.

¹⁴ COMMISSIONE EUROPEA, *Defining "green" in the context of green finance. Final report*, 2017, in <https://ec.europa.eu>.

SFDR)¹⁵ e il Regolamento Tassonomia (*Taxonomy Regulation, TR*)¹⁶, entrambi perseguiti il comune obiettivo di fornire degli strumenti utili a qualificare e catalogare gli investimenti sostenibili, nonché a comunicarne le caratteristiche agli investitori.

2.1. *Analisi preliminare del sistema delineato dalla SFDR, dalla TR, e della normativa di Livello 2*

La SFDR è stata approvata alla fine del 2019, ed ha iniziato ad avere applicazione nel territorio dell'Unione a partire dal marzo 2021: il Regolamento stabilisce una serie di obblighi informativi connessi alla sostenibilità dei prodotti finanziari, al fine di colmare le differenze preesistenti tra gli standard accolti a livello dei singoli Stati Membri e aumentare la consapevolezza degli investitori in merito ai profili ESG¹⁷.

In tal senso, la SFDR agisce attraverso la contestuale introduzione di obblighi informativi e doveri fiduciari in capo agli operatori di mercato, con l'obiettivo ultimo di agevolare la capacità degli investitori di distinguere e comparare tra loro i prodotti finanziari sostenibili (e non sostenibili), uniformandone i relativi canali di produzione e distribuzione. Ciò al fine di migliorare sia la trasparenza dei prodotti, sia la chiarezza dell'informativa resa dai professionisti agli investitori – in particolare quelli *retail*.

La SFDR stabilisce in primo luogo un elenco dei soggetti sottoposti alla disciplina (attori nel mercato finanziario, intermediari e consulenti)¹⁸, individuando poi i prodotti oggetto di obbligazioni fiduciarie e le condizioni alle quali questi possono qualificarsi come “investimenti sostenibili”¹⁹. Qualora un prodotto sia qualificabile come

¹⁵ Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, OJ L 317, 9.12.2019.

¹⁶ Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088, OJ L 198, 22.6.2020.

¹⁷ SFDR *Considerando* 9 e 10.

¹⁸ Art. 2 (1) SFDR.

¹⁹ In particolare, *ex* Art. 2(17) è qualificato come investimento sostenibile ogni “investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale, misurato, ad esempio, mediante indicatori chiave di efficienza delle risorse

sostenibile, la SFDR prescrive conseguentemente una serie di oneri informativi da soddisfarsi nei confronti degli investitori, i quali hanno ad oggetto le caratteristiche, l'impatto, e i rischi dello stesso²⁰.

Le metodologie e il *layout* di presentazione degli obblighi informativi sono stabilite attraverso il ricorso ad atti di disciplina secondaria e, in particolare, ai *Regulatory Technical Standard* (RTS) da adottarsi presso la Commissione a seguito di definizione da parte delle ESAs²¹. Conseguentemente, i RTS sono rilevanti sia al fine di identificare quali oneri di *compliance* incomberanno sugli intermediari finanziari, sia al fine di fornire alle ESAs una prima panoramica in merito ai principali aspetti della disciplina primaria, i quali richiedono maggiore definizione.

Dopo un prolungato periodo di stasi – dovuto in larga parte alle vicende connesse alla crisi pandemica – i *Regulatory Technical Standard* sono stati finalmente oggetto di pubblicazione nell'aprile 2022, e saranno applicati a partire dal gennaio 2023²².

concernenti l'impiego di energia, l'impiego di energie rinnovabili, l'utilizzo di materie prime e di risorse idriche e l'uso del suolo, la produzione di rifiuti, le emissioni di gas a effetto serra nonché l'impatto sulla biodiversità e l'economia circolare o un investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo sociale, in particolare un investimento che contribuisce alla lotta contro la disuguaglianza, o che promuove la coesione sociale, l'integrazione sociale e le relazioni industriali, o un investimento in capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate a condizione che tali investimenti non arrechino un danno significativo a nessuno di tali obiettivi e che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di buona governance, in particolare per quanto riguarda strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali.”

²⁰ Cfr. gli Art. 2(22) e 2(24) della SFDR.

²¹ Commission Delegated Regulation of 6 April 2022 supplementing Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards specifying the details of the content and presentation of the information in relation to the principle of 'do no significant harm', specifying the content, methodologies and presentation of information in relation to sustainability indicators and adverse sustainability impacts, and the content and presentation of the information in relation to the promotion of environmental or social characteristics and sustainable investment objectives in pre-contractual documents, on websites and in periodic reports.

²² V. <https://www.esa.europa.eu/regulation-and-policy/transparency-and-pillar-3/joint-rtsg-disclosure-standards-financial-market-participants>. I RTS sono consultabili al link www.ec.europa.eu.

Per quanto riguarda, invece, il Regolamento Tassonomia, quest'ultimo è stato approvato il 22 giugno 2020 per entrare in vigore il mese successivo: il Regolamento si propone di stabilire un sistema di classificazione armonizzato per le attività sostenibili a livello europeo²³, posto che ad avviso della Commissione la creazione di un sistema chiaro e trasparente a favore di investitori, istituzioni, ed imprese operanti nel mercato finanziario rappresenta un elemento essenziale per consentire la consapevolezza delle decisioni, nonché per promuovere l'investimento in attività sostenibili²⁴.

Al fine di identificare quali prodotti siano soggetti ai vincoli prescritti nel Regolamento, lo stesso fa riferimento alle definizioni contenute nella SFDR; inoltre, la TR provvede ad enucleare una definizione di quelle attività da considerarsi sostenibili dal punto di vista ambientale. A tale scopo, la TR identifica sei c.d. obiettivi ambientali²⁵: ai sensi del Regolamento, un prodotto potrà essere definito come sostenibile qualora contribuisca in maniera significativa ad (almeno) uno di essi, senza compromettere in maniera significativa il raggiungimento degli altri.

Ad integrazione di quanto previsto in merito alla contribuzione al raggiungimento dei summenzionati obiettivi ambientali, un'attività potrà considerarsi sostenibile solo qualora sia conforme ai principi stabiliti dai principali *corpora* di diritto internazionale rilevanti in materia, tra i quali particolare rilievo assumono i principi UN in materia di diritti umani e la Carta internazionale dei Diritti dell'Uomo.

Con riferimento agli obiettivi ambientali, le soglie necessarie a classificare i prodotti finanziari in conformità a ciascuno di essi sono stabilite, ancora una volta, attraverso il ricorso a normativa secondaria (i *Technical Screening Criteria - TSC*). Con riferimento a quest'ultima, si prevede che i TSC debbano risultare specificatamente predisposti e

²³ V. D. BUSCH, G. FERRARINI E A. VAN DEN HURK, *The European Commission's Sustainable Finance Action Plan and Other International Initiatives*, in *EUSFiL Research Working Paper Series*, 2020, 3, 8; altresì D. BUSCH, G. FERRARINI E S. GRÜNEWALD, *Sustainable Finance in Europe: Setting the Scene*, in D. Busch, G. Ferrarini e S. Grünwald (a cura di), *Sustainable Finance in Europe. Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, 2021, Macmillian 22.

²⁴ EU COMMISSION TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *Spotlight on Taxonomy*, 2018 consultabile al sito <https://ec.europa.eu>.

²⁵ Art. 9 TR.

adattabili alle diverse attività economiche, suscettibili di essere adattati per riflettere eventuali sviluppi scientifici o tecnici intervenuti nei settori oggetto di disciplina, basati su rigorose evidenze scientifiche nonché, ove possibile, in misura quantitativamente determinabile.

Insieme, RTS e TSC concorrono dunque a conformare la c.d. normativa di Livello 2, deputata a dare implementazione alle disposizioni di principio presenti nei due regolamenti, costituenti la c.d. normativa di Livello 1.

3. *Il greenwashing in materia di prodotti finanziari, e gli obblighi d'informazione quale strumento primario di tutela dell'investitore*

All'interno del quadro tracciato dai due regolamenti e dalla relativa normativa secondaria, la *disclosure* in materia di prodotti finanziari è identificata quale strumento primario di contrasto al *greenwashing*. Di conseguenza, dopo aver individuato i principi fondamentali della materia nella disciplina di rango primario (SFDR e TR), le istituzioni comunitarie hanno demandato la specificazione di tali obblighi alla disciplina di Livello 2 contenuta nei RTS e nei TSC.

Si osservi tuttavia come nelle intenzioni del legislatore europeo la disciplina di rango primario sia ritenuta idonea ad operare altresì in assenza degli atti secondari: nonostante i RTS siano destinati ad entrare in vigore soltanto dal 2023, ad avviso della Commissione Europea l'applicabilità della SFDR non è infatti condizionata alla presenza della normativa di Livello 2, stante l'autosufficienza dei principi generali in materia di *disclosure* sulla sostenibilità dei prodotti finanziari. Analogo discorso ha valore nel rapporto tra TR e TSC.

Tale scelta appare foriera di potenziali (e significative) criticità: in assenza di chiari standard di armonizzazione, si presenta il concreto rischio che gli attori operanti nei mercati finanziari, pur agendo formalmente in linea con le disposizioni di principio stabilite da SFDR e TR, modulino le proprie comunicazioni a danno degli investitori ostacolando l'effettivo raggiungimento degli obiettivi connessi alla creazione di un sistema finanziario sostenibile. Rimane, di conseguenza, incerta l'idoneità del quadro normativo testé delineato a contrastare il fenomeno del *greenwashing*. Al fine di poter meglio analizzare questo aspetto è tuttavia necessario entrare in maggiore

dettaglio con riferimento agli obblighi informativi previsti dalla *Sustainable Financial Disclosure Regulation*.

3.1. *Gli obblighi informativi nella SFDR, e la loro interazione con le regole presenti nel Regolamento Tassonomia*

Nel determinare la natura e il contenuto degli obblighi di *disclosure* in materia di sostenibilità dei prodotti finanziari, le disposizioni dei due Regolamenti europei di Livello 1 appaiono intrecciate.

Gli obblighi informativi disposti dalla SFDR operano dei confronti di tutti gli attori operanti nel mercato finanziario – ivi inclusi gli intermediari – per tutti i prodotti finanziari negoziati, e l’informativa in materia di sostenibilità è distinta in obblighi relativi all’impresa emittente²⁶ e relativi al prodotto finanziario negoziato²⁷.

Laddove gli obblighi relativi alle caratteristiche dell’impresa emittente assumono rilevanza marginale con riferimento alla capacità di individuare i prodotti oggetto di investimento nella composizione del proprio portafoglio, particolare importanza hanno viceversa le informazioni da fornire in merito alle caratteristiche di sostenibilità del prodotto negoziato. Con riferimento a queste ultime, il Regolamento distingue e diversifica tra le informazioni da fornire in fase pre-contrattuale, quelle che devono essere presenti sul sito web dell’operatore, e l’informativa periodica. È opportuno considerare, inoltre, che gli obblighi informativi delineati dai due regolamenti si sommano ed integrano con le obbligazioni derivanti da altri *corpora* normativi del diritto dei mercati finanziari quali, *in primis*, la MiFID II²⁸.

Per quanto riguarda l’informativa da fornire in fase pre-contrattuale, quest’ultima deve illustrare come i rischi in materia di sostenibilità siano stati presi in considerazione nell’ambito dell’investimento promosso e nella definizione delle caratteristiche del prodotto. L’informativa deve, poi, essere diversificata in base al fatto che il prodotto (a) presenti caratteristiche connesse alla sostenibilità

²⁶ Sezione III SFDR.

²⁷ SFDR Sezioni IV, V, VI.

²⁸ Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE, OJ L 173, 12.6.2014.

ambientale o sociale pur senza promuovere direttamente un investimento sostenibile (c.d. prodotti *light green*); (b) abbia come proprio obiettivo primario la promozione di un investimento sostenibile (c.d. prodotti *dark green*); ovvero (c) abbia effetti pregiudizievoli in termini di sostenibilità (c.d. altri prodotti o prodotti *brown*). In ognuno di questi casi, l'informazione deve essere, naturalmente, completa ed esaustiva; inoltre, qualora i rischi in materia di sostenibilità connessi al prodotto non siano ritenuti rilevanti, è necessario darne espressa giustificazione (approccio c.d. *comply or explain*).

È poi previsto che alcune informazioni in merito alla sostenibilità dei prodotti negoziati siano presenti altresì sul sito web dell'operatore: in particolare, ai sensi della SFDR, il sito web del *market agent* dovrà contenere una chiara descrizione delle caratteristiche dei prodotti, informazioni in merito alla metodologia utilizzata per valutarne, misurarne e monitorarne l'impatto in termini di sostenibilità, nonché relative alle basi dati utilizzate per classificare i prodotti ai sensi della SFDR. Si prevede altresì che tali informazioni siano oggetto di aggiornamento periodico e tempestivo, con chiara esplicitazione delle ragioni alla base di ogni emendamento successivo alla loro pubblicazione.

Da ultimo, una descrizione di come e in che misura i prodotti finanziari presenti in un portafoglio raggiungano o promuovano obiettivi connessi alla sostenibilità sociale o ambientale deve altresì essere fornita regolarmente nell'informativa periodica destinata agli investitori²⁹.

I criteri per classificare un prodotto come *light* o *dark green* sono disciplinati dal Regolamento Tassonomia mentre, come si è già avuto modo di evidenziare, i formati di presentazione delle suddette informative nelle diverse modalità (pre-contrattuale, online e periodica) sono predisposti mediante i *layout* presenti *Regulatory Technical Standard* considerando, in via specifica, la tipologia di prodotto negoziato, le sue caratteristiche e le differenze tra ogni classe di prodotto.

²⁹ Art. 11 SFDR.

4. Considerazioni preliminari in merito all'adeguatezza del regime degli obblighi informativi in materia di sostenibilità

La creazione di un sistema uniforme di regole in materia di *disclosure* sulla sostenibilità dei prodotti finanziari rappresenta certamente un obiettivo ambizioso da raggiungere per le autorità europee, e non vi è dubbio che la predisposizione di un sistema multi-livello (ricorrendo a discipline di diverso rango) costituisca un primo passaggio necessario alla luce delle complessità insite *in subiecta materia*, dell'ampio spettro che la regolamentazione si propone di avere, nonché considerando la necessità di contrastare nel più breve tempo possibile le condotte riconducibili al *greenwashing*. Non sorprende dunque la scelta di accompagnare una disciplina di principio immediatamente vincolante ad una serie di documenti di specificazione da emanarsi successivamente nel tempo, dotati di una maggiore flessibilità e recettivi delle evidenze scientifiche più attuali.

Al contempo, l'organizzazione dell'informativa in materia di sostenibilità attraverso un sistema "a più velocità" appare ad oggi foriera di incertezze, specialmente laddove si considerino le concrete dinamiche caratterizzanti i fenomeni di *greenwashing* e le complicatezze insite nella valutazione dei prodotti asseritamente sostenibili da parte di investitori non sofisticati³⁰. In assenza di parametri chiari, funzionali ad una standardizzazione della *disclosure* i quali permettano agli investitori di comprendere con chiarezza il contenuto dell'informativa offerta e di confrontare i diversi prodotti sulla base delle loro (vere o presunte) caratteristiche in termini di sostenibilità, emerge difatti il rischio che gli intermediari sfruttino i margini di discrezionalità lasciati dalla normativa di Livello 1 per attrarre opportunisticamente gli investitori nei confronti di prodotti fittiziamente sostenibili e manipolarne i processi di scelta.

Già da prima della loro pubblicazione, gli sforzi manifestati dagli organi dell'Unione nel rimarcare la necessità di introduzione dei RTS, nonché la frequente pubblicazione delle relative bozze, apparivano in

³⁰ V. e.g. M. CECCARELLI, S. RAMELLI, A.F. WAGNER, *Low-carbon Mutual Funds*, in *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper*, 2020, 659; S.M. HARTZMARK, A.B. SUSSMAN, *Do Investors Value Sustainability? A Natural Experiment Examining Ranking and Fund Flows*, *Journal of Finance*, 2019, 74(6) 2789-2837.

qualche misura sintomatici del riconoscimento di tale rischio, altresì evidenziato nei *considerando* della SFDR³¹: una stringente armonizzazione era infatti già stata identificata *ab initio* quale elemento essenziale al fine di prevenire i casi di confusione e manipolazione dei processi di scelta degli investitori, i quali potrebbero derivare dal ricorso a standard e modelli informativi eterogenei pur in presenza di un novero di principi ispiratori comuni.

Se tuttavia, ad un primo sguardo, poteva ritenersi che le principali problematiche relative alla definizione di un quadro efficace in materia di prevenzione del *greenwashing* fossero da ricondursi alla discrasia da normativa di primo e di secondo livello, la recente pubblicazione dei *Regulatory Technical Standard* – e l'indagine circa il loro contenuto – solleva nuovi interrogativi ed induce a ritenere che le difficoltà possano essere, invero, di ordine più vasto: come si avrà modo di osservare, infatti, alcune delle criticità evidenziate nella normativa di Livello 1 sembrano destinate a permanere anche a seguito dell'emanazione degli atti delegati, gettando di conseguenza un'ombra sull'attitudine generale della normativa a raggiungere il proprio scopo.

5. *Le criticità del modello*

Analizzando il quadro delineato dai due Regolamenti di Livello 1 e dalle relative normative secondarie è possibile osservare che se da un lato certamente l'introduzione di una disciplina *ad hoc* per le comunicazioni in materia di sostenibilità relative a prodotti finanziari rappresenta un passo in avanti rispetto alla condizione previgente, ciò non necessariamente determini il raggiungimento di un risultato pienamente soddisfacente.

Con riferimento a questo aspetto se, come si è detto, alcune criticità possono ricondursi all'esistenza di un *gap* temporale tra l'entrata in vigore dei due Regolamenti e la relativa disciplina secondaria – e saranno dunque ragionevolmente superate a seguito dell'entrata in vigore dei RTS, a inizio 2023 – altri aspetti sembrano invece destinati a permanere irrisolti in quanto non sufficientemente ovvero non pienamente affrontati dalla disciplina di Livello 2. Ciò potrebbe, in ultima istanza, minare la capacità della complessiva architettura

³¹ V. Considerando 9.

disegnata dal legislatore europeo di contrastare le comunicazioni caratterizzate da *greenwashing*.

Per quanto riguarda la prima tipologia di problematicità – definibili, in prima approssimazione “rischi transitori” – in uno scritto redatto prima della pubblicazione dei *Regulatory Technical Standard*³², si aveva già avuto modo di osservare come la scelta da parte della Commissione di promuovere l’applicazione della SFDR in assenza dei RTS (pur giustificata dall’interesse a promuovere una rapida convergenza da parte degli operatori di settore verso una maggiore sostenibilità nello sviluppo dei prodotti finanziari e dall’esigenza di equipaggiare le autorità di settore con un primo strumentario utile alla repressione del *greenwashing*) creasse significative incertezze in merito a come, in concreto, tale processo si sarebbe effettivamente svolto. In particolare, stante la necessità di identificare le caratteristiche di alcune nozioni centrali presenti nella SFDR (in particolare quelle di prodotti *dark* e *light green*, la definizione di prodotto sostenibile ovvero ancora quella di “pregiudizio significativo”)³³ attraverso il ricorso alla disciplina secondaria, l’assenza di indicazioni precise in merito a come operare la classificazione del prodotto e alle modalità attraverso le quali tale operazione dovesse essere comunicata all’investitore potesse tradursi in una sostanziale discrezionalità a vantaggio degli operatori interessati a promuovere prodotti fittiziamente sostenibili fornendo indicazioni non chiare, parziali e non necessarie, disperdendo strategicamente le informazioni rilevanti all’interno dei tre formati di *disclosure* (ossia l’informativa da fornirsi al momento dell’investimento, quella presente sul sito web dell’operatore, e quella periodica) previsti dalla normativa ovvero ancora sfruttando la possibilità di ricorrere a diversi indici di sostenibilità e a *dataset* non consolidati al fine di qualificare come sostenibile prodotti privi di tali

³² Si consenta, in merito a questo aspetto, un riferimento alla riflessione operata in A. DAVOLA, *The promise and perils of sustainable disclosure for retail investors. Does the sustainable financial disclosure framework tackle or rather promote greenwashing?*, in corso di pubblicazione in *Eusfil Research Working Paper Series*, 2022, 1.

³³ Artt. 8, 9, 10 e 11 SFDR. V. in merito T. ECKETT, *SFDR opens door to greenwashing*, 2021, consultabile al sito www.etfstream.com; v. altresì M. SIRI E S. ZHU, *Will the Eu Commission Successfully Integrate Sustainability Risks and Factors in the Investor Protection Regime? A Research Agenda*, in *Sustainability*, 2019, 11, 6292.

caratteristiche. Ciò sia con riferimento alla sostenibilità ambientale sia (specialmente) a quella sociale³⁴.

Ci si potrebbe trovare, dunque, di fronte ad un quadro nel quale l'investitore – specialmente quello *retail* –, pur astrattamente legittimato ad ottenere un'informativa esaustiva in merito alle caratteristiche dei prodotti di interesse in termini di sostenibilità, rischi di essere in concreto incapace di discernere le metodologie accolte dalla controparte per operare tale valutazione e, di conseguenza, di scegliere consapevolmente quali prodotti privilegiare.

Se, da un lato, è giusto evidenziare come questi rischi fossero astrattamente presenti anche nella condizione, previgente, di assenza *tout court* di una disciplina in materia, appare tuttavia interessante osservare come l'esistenza di una normativa di principio, ove non efficacemente predisposta, possa invero rivelarsi in un certo modo controproducente, favorendo una sorta di “percezione di legittimità” da parte dell'investitore nei confronti dei prodotti presentati in conformità alla SFDR – pur in assenza di stringenti standard per operare tale *assessment* e per distinguere le diverse tipologie di prodotti sostenibili – favorendo di conseguenza il rischio di scelte non pienamente consapevoli³⁵ e incentivando le imprese a fornire indicazioni imprecise suscettibili di integrare fenomeni di *greenwashing*.

Con riferimento, invece, alla seconda tipologia di criticità, si fa riferimento ad elementi che appaiono, si potrebbe dire, strutturalmente connaturati al modello nella sua attuale configurazione e che, dunque, rischiano di permanere anche in seguito all'implementazione della normativa secondaria nei modi in cui questa al momento appare predisposta. In merito giova evidenziare, innanzitutto, come la già menzionata scelta di organizzare l'informativa attraverso un approccio multi-canale appaia incerta nella sua efficacia: se, infatti, sicuramente tale approccio è finalizzato a ridurre l'*overload* informativo potenzialmente derivante dalla fornitura di un'informativa unitaria (e,

³⁴ T. BUSCH, *Sustainable development and financial markets*, in *Bus. Soc.*, 2016, 55, 303-329; D. SCHOENMAKER E W. SCHRAMADE, *Investing for Long-Term Value Creation*, in *Erasmus Platform for Sustainable Creation Working Paper*, 2018, 1.

³⁵ Confortano queste riflessioni altresì le considerazioni formulate dalle ESA in occasione dei primi report sui RTS: v. JOINT COMMITTEE OF THE EUROPEAN SUPERVISORY AUTHORITIES, *Final Report on draft Regulatory Technical Standards*, JC 2021 03.

dunque, necessariamente cospicua per mole e densità), il sistema che attualmente si delinea rischia di ingenerare problematiche dall'altrettanto rilevante prospettiva della dispersione informativa³⁶ e dei costi transattivi connessi alla ricerca dell'informazione³⁷.

Non solo: la scelta di promuovere un modello *comply or explain* attraverso i due regolamenti comporta, come noto, la necessità di fornire specifici chiarimenti ogniqualvolta i profili connessi alla sostenibilità di un prodotto siano ritenuti non rilevanti o non siano tenuti in considerazione dall'emittente o l'intermediario³⁸.

Se tale opzione regolatoria rappresenta ragionevolmente l'esito di una più ampia strategia di *nudging* – invero riscontrabile in più aspetti dell'architettura disegnata dal legislatore europeo in materia di sostenibilità³⁹ – per spingere gli operatori di mercato a sviluppare e adottare prodotti sostenibili, ciò comporta al contempo il rischio che l'obbligo di spiegare se e perché un prodotto non sostenibile viene promosso spinga le imprese a qualificare come sostenibili prodotti che invece non lo sono (specialmente in assenza di un quadro regolamentare di dettaglio che individui *standard* univoci per operare tale valutazione) al fine di scongiurare le significative conseguenze reputazionali che il presentarsi come “imprese non sostenibili” potrebbe avere⁴⁰.

Da ultimo, è d'uopo rilevare come, nel quadro attualmente tracciato dalla disciplina di Livello 1 e 2, i diversi fattori in materia di sostenibilità appaiano sostanzialmente sperequati nella loro trattazione: se, infatti, gli indici di valutazione della sostenibilità ambientale

³⁶ V. M. CICIRKO, M. KAWINSKI E J. PETELCZYC, *Consumer testing of pre-contractual and periodic ESG financial product information by the Warsaw School of Economics*, 2020, in www.eba.europa.eu; W. ZIJLSTRA, G. PUYLAERT e Z DU CHATEL, *Consumer testing testing of pre-contractual and periodic ESG financial product information by AFM*, 2020, *ibidem*.

³⁷ Si veda in questo senso V.H. HO, *Disclosure Overload? Lessons for risk disclosure & ESG reporting reform from the regulation S-K- concept release*, 2020, in *Villanova Law Review*, 65-133.

³⁸ V. Artt. 6 e 7 della SFDR.

³⁹ M. SIRI E S. ZHU, *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, in *Banca imp. soc.*, Bologna, fasc. 1/2020, 18.

⁴⁰ Cfr. in tema R. ROLLI, *L'impatto dei fattori ESG sull'impresa. Modelli di governance e nuove responsabilità*, Bologna, 2021; nonché G. ALPA, *Responsabilità degli amministratori di società e principio di «sostenibilità»*, in *Contr. Impr.*, 2021, 3, 721 ss.

sembrano, pur lentamente, convergere verso modelli standardizzati (consentendo in tal modo una comparazione tra i diversi parametri considerati) lo stesso non sembra potersi dire in merito ai criteri di analisi per la sostenibilità sociale ovvero la *governance* (i c.d. fattori “S” e “G”), laddove si riscontra una significativa eterogeneità qualitativa e quantitativa⁴¹ la quale rischia financo di condurre a differenti valutazioni per un medesimo prodotto⁴².

6. *L'impatto della disciplina di Livello 2, e il ruolo dei Regulatory Technical Standard nel risolvere le criticità presentate dalla normativa*

A fronte di tali aspetti appare opportuno chiedersi, a questo punto, se l'introduzione dei *Regulatory Technical Standard* (come si è detto pubblicati nell'aprile 2022 e destinati ad entrare in vigore nel 2023) sia suscettibile di ridurre e financo rimediare ai “punti deboli” contingenti o strutturali che la normativa delineata dal Regolamento Tassonomia e (soprattutto) dalla SFDR presenta.

Tra le loro principali novità, gli RTS pubblicati dalla Commissione includono alcune regole per la *disclosure* dei prodotti *light* e *dark green* (disciplinati, dunque, dagli Artt. 8 e 9 della SFDR) sui siti web degli operatori di mercato, delle indicazioni in merito al calcolo dei fattori di rischio di sostenibilità (*Principal Adverse Impacts*)⁴³ e, soprattutto, una serie di *layout* disciplinanti il contenuto dell'informativa da trasmettere all'investitore nella fase di promozione del prodotto e nell'ambito della comunicazione periodica⁴⁴.

Sebbene esuli dagli scopi del presente lavoro condurre una disamina integrale del contenuto della normativa di Livello 2, è tuttavia necessario osservare – in ottica prettamente funzionale – come difficilmente le innovazioni introdotte dai RTS si presentino idonee a

⁴¹ V. F. BERG, J.F. KOELBEL E R. RIGOBO, *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*, in *MIT Sloan School Working Paper*, 2019, 5822-19; J. BRANDON, *Will ESG Standards and Ratings Heterogeneity Kill the Sustainable Finance Market?*, 2018, consultabile al sito in www.bondsloans.com.

⁴² A. LUSARDI E O. MITCHELL, *The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence*, in *Journal of Economic Literature*, 2014, 52, 1, 5-44.

⁴³ Cfr. Allegato I ai RTS.

⁴⁴ Rispettivamente contenute negli Allegati II e III per quanto riguarda la *disclosure* in fase di acquisto del prodotto, e negli Allegati IV e V per quanto riguarda l'informazione periodica.

superare le già rilevate criticità che caratterizzavano la disciplina alla luce dei due regolamenti, in particolar modo considerandone le implicazioni per i fenomeni di *greenwashing*.

Se, infatti, si era già avuto modo di evidenziare come una delle maggiori problematiche per gli investitori derivasse dalla difficoltà di comprendere a quali condizioni, un prodotto dovesse ritenersi promuovibile come *light* o *dark green*, e soprattutto di intuire le implicazioni di tale qualificazione⁴⁵, è particolarmente significativo osservare come i RTS non offrano le necessarie delucidazioni integrative (come viceversa auspicato all'indomani dell'entrata in vigore della SFDR, e in parte riconosciuto dalle stesse ESAs)⁴⁶ in merito agli Artt. 8 e 9 della *Sustainable Financial Disclosure Regulation*; allo stesso modo, gli RTS evitano di individuare soglie univoche per la qualificazione di un prodotto come *dark green*, e non chiariscono il significato della locuzione “contribuire al raggiungimento di obiettivi di sostenibilità” di cui all'Art. 8.

Non solo: sebbene grande attenzione sia dedicata all'interno degli RTS alla definizione dei modelli di informativa, gli attuali *template* presentati dalla Commissione non sembrano sufficienti a superare le già evidenziate criticità in termini di *information overload* e comprensibilità da parte degli investitori finali.

In particolare, significative in questo senso sono le parti del modello dedicate al *design* degli indici per la valutazione della sostenibilità: analizzandole, è possibile osservare come esse richiedano (*inter alia*) di indicare all'investitore come il *benchmark* accolto per la valutazione possa risultare continuativamente allineato nel tempo con le caratteristiche in termini di sostenibilità presenti nel prodotto, come questo si differenzi – in caso di ricorso ad un indice proprietario – dai principali indici di mercato, e dove sia possibile consultare le metodologie utilizzate per la formulazione dello stesso⁴⁷.

Si tratta, a ben vedere, di una serie di informazioni che appaiono relativamente poco significative nell'ottica di un investitore non

⁴⁵ Cfr. T. ANDREW, *SFDR updates add to 'confusion and complexity' on Article 8 and 9*, 13 dicembre 2021, consultabile al sito <https://www.etfstream.com/>.

⁴⁶ Cfr. B. MACKONICK, *EU SFDR: more changes to come to the RTS as the ESAs prepare further amendments*, 2022, consultabile al sito <https://sustainablefutures.linklaters.com/>.

⁴⁷ V. Commission Delegated Regulation of 6 April 2022, Allegato 1, 2.

sofisticato, nonché particolarmente complesse per costui da utilizzare ai fini di una valutazione di opportunità in merito all’investimento, specialmente qualora quest’ultimo non sia in possesso di un adeguato livello di educazione finanziaria⁴⁸. Laddove, infatti, è certamente essenziale fornire all’investitore un’informazione di tipo generale in merito alle *performance* attese in materia di sostenibilità sociale e ambientale di un prodotto, nonché sui principali effetti avversi che questo è in grado di determinare, i dati relativi all’elaborazione degli indici utilizzati a tal scopo sembrano essere viceversa più significativi nell’ottica della supervisione. Includerli nell’informativa rischia, di conseguenza, esclusivamente di aumentare la confusione e il sovraccarico informativo per l’investitore *retail*, favorendo in ultima istanza fenomeni di *greenwashing*.

Se, dunque, alcuni aspetti dell’informativa risultano ad una prima analisi eccessivamente specifici, di contro il modello relativo alla qualificazione dei prodotti finanziari come *dark* ovvero *light green* sembrano peccare di un’eccessiva semplificazione. In particolare, è agevole osservare come – nel tentativo di offrire un’informativa quanto più “netta” possibile – l’intermediario, in caso di offerta di prodotti che promuovono profili connessi alla sostenibilità, ma che tuttavia non hanno tale aspetto quale proprio scopo primario, debba informare immediatamente la controparte circa la circostanza per cui “il prodotto finanziario considerato non ha ad oggetto un investimento sostenibile”⁴⁹.

Sebbene, nelle successive parti dell’informativa, questo *claim* venga opportunamente specificato in modo da chiarire all’investitore che anche un prodotto *light green* presenta degli aspetti di sostenibilità, (pur non perseguendoli in via diretta attraverso l’investimento) è verosimile ritenere che la significativa *saliency* attribuita ad una caratterizzazione “in negativo” del prodotto possa risultare alla prova empirica controproducente, spingendo l’investitore non sofisticato (e, dunque, non edotto adeguatamente della differenza tra prodotti sostenibili *ex*

⁴⁸ A. LUSARDI, O. MITCHELL, *op. cit.*, 30. Per un’accorta ricostruzione del rapporto tra alfabetizzazione finanziaria e finanza sostenibile v. M. COSSU, *Delle scelte di investimento dei Post-Millennials, e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario e finanza sostenibile*, in *Riv. soc.*, 2021, fasc.5-6, 1253.

⁴⁹ Orig. “*this financial product does not have a sustainable investment objective*”, v. Commission Delegated Regulation of 6 April 2022, Allegato 2, 1.

Art. 8 ovvero 9) a confondere un prodotto *light green* con un prodotto non sostenibile *in toto*. Ciò potrebbe, di conseguenza, allontanarlo dall'investimento o, nel caso peggiore, portandolo ad equiparare il prodotto offerto ad uno avente effetti negativi in termini di *performance* ambientale e sociale (ed eventualmente persino ad investire in quest'ultimo, ove più favorevole in termini di rendimento atteso). Ancora una volta, tali margini di incertezza potrebbero di conseguenza favorire le compagnie dedite ad attività di *greenwashing*, rendendo più complesso per gli investitori identificare i prodotti sostenibili a svantaggio di agenti di mercato che, in ossequio ai vincoli imposti dalla normativa, volessero qualificare i propri prodotti come *light green*.

7. Considerazioni conclusive

L'indagine in merito alle caratteristiche dei regolamenti deputati a favorire la transizione dei mercati finanziari verso un paradigma improntato alla sostenibilità economica e sociale nella gestione dei processi di investimento sembra restituire, in ultima analisi, un quadro incerto e di complessa decifrabilità, specialmente considerandone l'idoneità a reprimere le attività di *greenwashing* da parte degli operatori di mercato.

Se, infatti, l'introduzione di una normativa di principio in materia di identificazione dei prodotti finanziari sostenibili, nonché di una serie di indicazioni armonizzate in merito a come le relative informazioni debbano essere trasmesse alla clientela, appare sicuramente costituire un passo in avanti verso una progressiva armonizzazione del sistema, alcune criticità rimangono tuttavia ancora presenti e necessitanti adeguata trattazione.

Come si è avuto modo di notare, *in primis*, l'assenza di chiare definizioni in merito ad alcune delle nozioni "chiave" presenti all'interno della SFDR rappresenta un *vulnus* significativo nell'attuale sistema: è noto come la presenza di locuzioni aperte, suscettibili di integrazione e interpretazione da parte degli operatori di settore, costituisca potenzialmente un'opportunità per quelle aziende che siano interessate a presentare fittiziamente i propri prodotti come sostenibili. E se, in origine, tale generalità si poteva in parte giustificare nel quadro della normativa di Livello 1 – posto che quest'ultima appariva per sua stessa natura volta a fornire delle indicazioni generali per gli operatori

di mercato, nonché una prima base normativa utile all’operatività delle autorità di vigilanza – è tuttavia difficile comprendere perché la normativa di Livello 2, deputata alla “messa a terra” di tali nozioni, non fornisca delucidazioni e chiarimenti in merito.

Considerando dunque che da una parte il quadro normativo sembra peccare di eccessiva genericità con riferimento ad alcuni dei suoi concetti cardine, viceversa in merito ad altri aspetti presi in considerazione dalla normativa di Livello 1 gli RTS promuovono un elevato (e forse eccessivo) grado di dettaglio, il quale tuttavia riguarda aspetti di limitato interesse per l’investitore *retail* e che, anzi, potrebbe aumentare la complessità percepita dell’informazione complessiva, ciò ancora una volta a vantaggio degli operatori che adottino strategie di *greenwashing*.

Di conseguenza, ed in considerazione del fatto che gli RTS – pur essendo presentati ormai in una versione semi-definitiva destinata ad entrare in vigore ad inizio 2023 – costituiscono una fonte intrinsecamente pensata come flessibile, appare auspicabile promuovere una riconsiderazione di tali aspetti della disciplina di dettaglio la quale, pur muovendo nel solco della normativa di principio, possa ridurre le criticità e colmarne i margini di incertezza che l’attuale formulazione presenta, in favore dello sviluppo di un modello di informazione concretamente funzionale alla consapevolezza dell’investitore. Si tratta, invero, di un passo necessario al fine di scongiurare i rischi sistemici derivanti dai fenomeni di *greenwashing* nella promozione dei prodotti finanziari, e per consentire un’effettiva transizione sostenibile del sistema economico.

La moneta-servizio di pagamento in una prospettiva di diritto europeo*

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. La moneta-servizio di pagamento: coordinate tecniche. – 3. Il cambiamento di approccio: dal contesto internazionale al modello regionale. - 3.1 Affidabilità. – 3.2. Interoperabilità. – 3.3. Efficienza. – 3.4. Inclusività. – 3.5. Prime conclusioni. – 4. L’organizzazione-sistema di pagamento e il diritto della concorrenza. – 4.1. L’an. – 4.2. I servizi di pagamento come mercato two-sided. 4.3. L’esperienza antitrust europea. –4.3.1. La rilevanza giuridica del sistema-organizzazione. – 4.3.2. La sinergia tra azione antitrust ed intervento legislativo. – 5. La dinamica del sistema-organizzazione e le plausibili ricadute a valle. - 5.1. Rapporto pagatore-beneficiario. - 5.2. Rapporto utente-prestatore del servizio

1. Introduzione

Si deve al diritto europeo il merito di aver colto e promosso il cambio del paradigma regolativo ed interpretativo che ha interessato la moneta e il pagamento, valorizzando il ruolo del sistema di pagamento come organizzazione di impresa a base contrattuale che veicola il trasferimento intermediato di fondi.

Questo è il punto di arrivo dell’analisi che si intraprende ma, per spiegare il cambiamento, è opportuno collocarne il punto di partenza negli anni ottanta - fase di avvento e liberalizzazione del protocollo di rete – quando è stato dato impulso ad un processo di elettronicazione¹ dei pagamenti al dettaglio; è cambiato così il modo di impartire e

* Questo articolo è riconducibile all’attività di ricerca del progetto Jean Monnet Chair in EU Money Law del quale la dott.ssa Gimigliano è stata responsabile accademica dal 2018 al 30 giugno 2022.

¹ Il termine “elettronicazione” è un neologismo poco elegante, che rappresenta la traduzione del corrispondente termine inglese al quale i report istituzionali delle autorità internazionali di regolazione e della BCE fanno costantemente ricorso in argomento. Cfr: ECB, *E-payments in Europe – The Eurosystem’s perspective*, 16 September 2002; ECB, *Electronification of payments in Europe*, in *ECB Monthly Bulletin*, May 2003, pp. 61-72; ECB, Issue paper for the ECB conference on 10 November 2004, www.ecb.int

trattare gli ordini di pagamento, facendo della moneta-servizio di pagamento un flusso di informazioni veicolato in reti o sistemi di pagamento². Si è in presenza di un cambiamento di portata globale³ che ha nell'ordinamento europeo effetti più omogenei, in ragione di una peculiarità regionale.

Sarà anche da considerare che il legislatore europeo ha, da sempre, dato priorità alle finalità pro-competitive nella costruzione di un mercato interno dei pagamenti integrando nella strategia legislativa profili o tratti emersi nell'esperienza antitrust e sui quali la posizione assunta dalle autorità competenti non era apparsa pienamente convincente. Proprio nella consapevolezza dell'assetto oligopolistico del mercato dei servizi di pagamento al dettaglio, il processo di armonizzazione è stato promosso nel segno di ridurre gli ostacoli all'ingresso soprattutto dei prestatori di servizi di pagamento diversi dalle banche e dagli emittenti carte di credito. Quale fisionomia ha assunto la moneta-servizio di pagamento nella prospettiva europea? La risposta a questa domanda non può lasciare indifferenti i singoli Stati membri perché è stata promossa sul piano europeo un'armonizzazione massima e perché la concorrenza rappresenta un'area di competenza esclusiva dell'Unione.

Dopo una breve premessa sulle coordinate tecniche della moneta-servizio di pagamento (sezione 2), l'analisi scandisce le qualità – affidabilità, interoperabilità, efficienza ed inclusività – del sistema di pagamento così come tratteggiate nel dibattito delle autorità internazionali di regolazione, avendo cura di puntualizzare, volta per volta, come questi tratti distintivi sono stati declinati nel processo di armonizzazione europea (sezione 3). Sembra che la dialettica tra il piano internazionale e il contesto europeo non imprima una fisionomia chiara al sistema-organizzazione, come invece accade nell'esperienza

² Una ricostruzione dell'evoluzione in chiave economica: C. TRESOLDI (a cura di), *Economia dei sistemi di pagamento*, Bologna, 2005.

³ Curzio Giannini osserva come i processi di riforma monetaria sono interessati da una elevata imitazione su scala internazionale: «Proprio perché gli agenti operano in un contesto di razionalità limitata e gli interessi in gioco sono tendenzialmente vischiosi, una volta che una particolare azione di riforma abbia mostrato la propria validità nel paese che per primo si sia dovuto misurare con il progressivo deterioramento della fiducia in una particolare tecnologia di pagamento, questa tenderà ad assumere il ruolo di 'modello' per l'azione di riforma in altri paesi». C. Giannini, *L'età delle banche centrali*, Bologna, 2004, 83 s.

antitrust (sezione 4). L'analisi evidenzia come il cambiamento di paradigma presenta ricadute a valle, sia nel rapporto pagatore-beneficiario (o debitore – creditore di una somma di denaro) sia nel rapporto utente-prestatore del servizio di pagamento (sezione 5).

2. *La moneta-servizio di pagamento: coordinate tecniche*

Ricorre alla moneta-servizio di pagamento il debitore che non adempie l'obbligazione pecuniaria con la consegna di un certo numero di banconote, ma dà avvio ad una procedura complessa, che inizia quando l'ordine di pagamento è impartito e si perfeziona quando l'ordine è verificato ed autorizzato dall'istituzione finanziaria del debitore⁴.

Si possono immaginare diverse forme tecniche per impartire un ordine: la comunicazione *online* degli estremi della propria carta di credito o la compilazione dei campi per effettuare un bonifico, ad esempio, integrano modalità diverse. Tuttavia, quale che sia la forma tecnico-giuridica alla quale si ricorre per impartire l'ordine, tutti gli strumenti di pagamento si contraddistinguono per la funzione di segnalare all'intermediario di riferimento – con il quale è stato stipulato un contratto di deposito in conto corrente, di conto di pagamento o, ancora, un contratto di emissione di carta di credito o di moneta elettronica – la volontà del debitore di movimentare i fondi ivi detenuti, nella misura indicata.

L'intermediario che ha ricevuto l'ordine di pagamento – di regola il prestatore di servizi di pagamento del debitore – è chiamato necessariamente ad interagire con l'altro, del creditore, per scambiare le informazioni contabili concernenti l'ordine di pagamento impartito.

Lo scambio di informazioni non è, sempre, un'operazione lineare. Spesso i due intermediari non coincidono né appartengono allo stesso gruppo, a volte non rispondono neppure alla medesima giurisdizione⁵.

⁴ *Amplius*, R. BRIZI, P. GIUCCA, F. SASSO, *I sistemi di pagamento*, in C. Tresoldi (a cura di), *Economia dei sistemi di pagamento*, Il Mulino: Bologna, 2005, 133-172.

⁵ Nell'ipotesi di intermediari bancari o finanziari che appartengono a diverse giurisdizioni, si fa luogo ad un trasferimento di fondi multi-valutario, che postula o accordi bilaterali tra le banche coinvolte o la funzione di corrispondente svolta da banche specializzate. Cfm.: R. BRIZI, P. GIUCCA, F. SASSO, *I principi e gli standard internazionali*, op. cit.

Saranno così necessari, per comunicare reciprocamente, standard tecnici e regolamentari uniformi, veicolati tramite piattaforme informatiche compatibili.

La circolazione delle informazioni contabili e la determinazione del saldo, che forma oggetto dell'obbligazione interbancaria, possono essere lasciati ad accordi bilaterali, svolti per singoli ordini di pagamento. Tuttavia, l'esperienza ha evidenziato l'inopportunità e l'inefficienza di una soluzione di questo tipo, troppo rischiosa ed onerosa⁶.

Così, nei pagamenti al dettaglio, la prassi si è nel tempo orientata alla conclusione di accordi multilaterali di compensazione (anche detti, sistemi di regolamento su base netta), che coinvolgono una pluralità di intermediari ed interessano tutti gli ordini di pagamento impartiti e ricevuti dai medesimi in un lasso di tempo considerato⁷.

In questo caso, gli intermediari coinvolti si scambiano le informazioni concernenti gli ordini impartiti dalla clientela oppure provenienti dalle proprie attività di *trading* e convengono di non regolare ogni singolo pagamento, bensì di lasciare che i rispettivi crediti e debiti si accumulino lungo un arco di tempo concordato, per poi definire la somma algebrica di tutti gli ordini di pagamento⁸. Il calcolo

⁶ Possono esservi anche soggetti che si specializzano nell'offerta del *correspondent banking*, svolgendo un ruolo di corrispondente ed esecutore di pagamenti transfrontalieri per conto di altre banche o di altre istituzioni finanziarie. In questo caso, la banca che fruisce del servizio di corrispondenza è esposta al rischio di controparte, in altre parole al rischio che l'altra possa diventare illiquida o insolvente. Questo sistema è ancora diffuso nei pagamenti internazionali per i quali non vi è una banca centrale comune di riferimento e sono coinvolte due valute. Cfm: R. BRIZI, P. GIUCCA, F. SASSO *I sistemi di pagamento*, 46.

⁷ M. ONADO, *Mercati e intermediari finanziari*, Bologna, 2000, 95-119; in particolare p. 101) chiarisce che, per ragioni di efficienza, sono privilegiati accordi multilaterali quando il numero delle operazioni reciproche diventa più intenso, dal momento che «per la legge dei grandi numeri i pagamenti di una banca nei confronti di un'altra si succedono, in un dato intervallo di tempo, a pagamenti di segno opposto, effettuare il regolamento ad intervalli periodici anziché in corrispondenza di ogni pagamento, permette di economizzare le riserve di liquidità».

⁸ L'esperienza risale addirittura al medioevo: il richiamo è alle grandi fiere, alcune di dimensione internazionale, che operavano come stanze di compensazione embrionali, perché rappresentavano l'occasione per «concludere accordi e saldare debiti», sotto la vigilanza prima delle autorità locali e poi dei funzionari del re. Le Goff riferisce dell'istituzione e del successo delle fiere come conseguenza del

del saldo netto, di regola a cura delle stanze di compensazione presso la banca centrale⁹, è prodromico alla fase di regolamento, nella quale i saldi della compensazione multilaterale sono regolati ricorrendo tradizionalmente alle passività della banca centrale¹⁰, mediante i depositi detenuti dai partecipanti presso la medesima¹¹.

La compensazione rappresenta una fase giuridicamente necessaria, ma tecnicamente aggirabile. Ad esempio, essa manca nel trattamento dei pagamenti di importo elevato, relativamente ai quali è invalso, dagli anni novanta, il meccanismo del regolamento lordo in tempo reale, che processa individualmente e in tempo reale gli ordini di pagamento impartiti dagli intermediari aderenti all'accordo multilaterale¹².

In definitiva, la scelta della moneta-servizio di pagamento postula lo svolgimento di un procedimento complesso che, sul piano soggettivo, coinvolge intermediari bancari, qualificati intermediari finanziari non bancari, stanze di compensazione, agenti di regolamento, o ancora prestatori di servizi informatici; sul piano oggettivo, interessa strumenti di pagamento, standard regolativi ed informativi, circuiti e così di

superamento dei piccoli mercati locali e regionali e della crescita del commercio a lungo raggio. Cfm.: LE GOFF, *Lo sterco del diavolo. Il denaro nel Medioevo*, Laterza: Roma-Bari, 2010, 3.14-3.15.

⁹ R. BRIZI, P. GIUCCA, F. SASSO, *I sistemi di pagamento*, cit., 47 s. Le stanze di compensazione presso la Banca d'Italia sono state chiuse a far data dal 1 aprile 2019.

¹⁰ È da precisare che non necessariamente la sede della compensazione e del regolamento è la banca centrale. Si dà il caso della CLS Bank, alla quale è stata concessa una specifica autorizzazione bancaria che limita l'attività al regolamento delle operazioni in cambi, per evitare di essere esposta ai rischi tipici delle banche commerciali. Un approfondimento in: S. ALONZO, N. COPPARI, G. COPPOLA, *I sistemi di compensazione, di regolamento e le infrastrutture a livello europeo*, in C. Tresoldi (a cura di), *Economia dei sistemi di pagamento*, cit., 173-214.

¹¹ Per la durata del ciclo di compensazione, di durata variabile, gli enti partecipanti all'accordo di compensazione si concedono reciprocamente credito, risparmiando sulla scorta di liquidità necessaria. Tuttavia, fino al momento del regolamento in moneta della banca centrale possono verificarsi eventi finanziari, come la carenza di liquidità o il dissesto di uno degli intermediari partecipanti che possono ingenerare un effetto domino. O, ancora, possono verificarsi dei problemi tecnici, imputabili non agli intermediari, ma ai soggetti che gestiscono l'apparato informatico. Cfm.: R. BRIZI, P. GIUCCA, F. SASSO, *I sistemi di pagamento*, cit., 47 ss.

¹² Le caratteristiche del regolamento lordo in tempo reale (il c.d. *real time gross settlement*, comune- mente indicato con l'acronimo RTGS) impongono ai soggetti coinvolti più ampie scorte di liquidità. In aggiunta vi sono i c.d. sistemi di regolamento ibridi: *amplius*, R. BRIZI, P. GIUCCA, F. SASSO, *I sistemi di pagamento*, cit., 50 ss.

seguito. Questi elementi sono ricondotti ad unità nella nozione di sistema dei pagamenti, inteso negli studi economici ed istituzionali come «l'insieme degli strumenti, delle procedure, degli operatori, delle infrastrutture, delle norme volte ad assicurare il trasferimento della moneta tra gli operatori economici»¹³.

Le autorità di vigilanza evidenziano che il sistema dei pagamenti può funzionare correttamente in presenza di *i)* un quadro giuridico chiaro, coerente e stabile, che preserva il potere di acquisto di una moneta priva di valore intrinseco, *ii)* un'azione di monitoraggio costante ed attenta a prevenire o rimediare a malfunzionamenti e manomissioni dei circuiti di pagamento; *iii)* misure giuridiche atte a vigilare sul governo societario e sull'adeguatezza patrimoniale degli imprenditori che accedono al mercato dei servizi di pagamento, così come rimedi istituzionali idonei a contenere la propagazione del dissesto di un intermediario finanziario a tutti gli altri, secondo un effetto domino.

I punti sub *i)*, *ii)* e *iii)*, rinviano alla regolamentazione del rischio legale, operativo, nonché dei rischi di liquidità, di credito e sistemico. Sono rischi che interessano in maniera immediata e diretta le obbligazioni di pagamento interbancarie, ma si ripercuotono, a valle, sul rapporto tra debitore e creditore dell'obbligazione pecuniaria. Infatti, il mancato regolamento delle partite tra gli intermediari finanziari può travolgere l'ordine di pagamento del cliente, laddove una procedura concorsuale fosse aperta a carico dell'intermediario con le prevedibili azioni revocatorie esperite dall'organo competente¹⁴.

Questi rischi sono monitorati e controllati in sede di esercizio della funzione di sorveglianza, che spetta alle banche centrali, non soltanto in ragione del ruolo di prestatore di ultima istanza loro proprio, ma anche per la stretta relazione tra il buon funzionamento del sistema dei pagamenti e l'efficacia delle misure di politica monetaria.

Nei sistemi di pagamento al dettaglio¹⁵, la funzione di sorveglianza delle banche centrali rappresenta lo strumento privilegiato di

¹³ BANCA D'ITALIA, *Libro Bianco sul sistema dei pagamenti in Italia*, Roma 1987, 4.

¹⁴ R. BRIZI, P. GIUCCA, F. SASSO, *I sistemi di pagamento*, cit., 61 ss.

¹⁵ Sono i sistemi di pagamenti al dettaglio, che hanno regole condivise ed uniformi per lo scambio, la compensazione e/o il regolamento di operazioni di pagamento di importo pari o inferiore a 500.000 euro, generalmente contraddistinte da una bassa

intervento, che ne promuove l'efficienza, l'efficacia e la sicurezza. Al contrario, nei sistemi di pagamento di importo elevato è più frequente l'intervento operativo diretto: la banca centrale organizza e gestisce il servizio di regolamento, al fine di minimizzare le manifestazioni del rischio sistemico¹⁶.

3. *Il cambiamento di approccio: dal contesto internazionale al modello regionale*

Negli anni ottanta, gli studi economici¹⁷ ed istituzionali¹⁸ hanno promosso una revisione concettuale che, facendo leva sul multilateralismo degli scambi¹⁹, ha suggerito di inquadrare il fenomeno

priorità e trasmesse in forma aggregata. Cfm.: Provvedimento della Banca d'Italia del 12 settembre 2012.

¹⁶ Non si vuole sostenere che non vi sia intervento operativo diretto della banca centrale nei sistemi che trattano pagamenti di importo non elevato. Tuttavia, è invalsa in quel settore di mercato una maggiore apertura alla concorrenza.

¹⁷ Tommaso Padoa Schioppa osservava che «Chi si è formato come economista e ha cominciato a praticarne il mestiere negli anni Sessanta e Settanta non è stato istruito a porre la funzione di mezzo di pagamento al centro delle questioni che riguardano la moneta; le analisi si incentravano soprattutto sulle altre due funzioni di numerario e di riserva di valore». Cfm: T. PADOA SCHIOPPA, *La moneta e il sistema dei pagamenti*, Bologna, 1992, 9. Diversi anni dopo F. BELLI, *Il denaro e l'etica (un appunto)*, in *Dir. Banc.*, 2002, 353-404, scriveva che il concetto di scambio non era l'unica radice, ma di certo un «ingrediente indispensabile al concetto di denaro – *rectius*, al concetto di cui oggi disponiamo, così come è andato plasmandosi nel corso della storia» (p. 355).

¹⁸ Banca d'Italia, *Libro bianco sul sistema dei pagamenti in Italia*, Roma, aprile, 1987. Risalgono ai primi anni novanta i report del Comitato dei Governatori delle Banche Centrali degli Stati membri dell'Unione Europea e della Banca dei Regolamenti Internazionali. Un approfondimento in: M. PERASSI, *I sistemi di pagamento internazionali*, in *Banca e borsa*, 2000, I, 482-514.

¹⁹ Il multilateralismo lancia il concetto di sistema dei pagamenti: «se il pagamento è l'atto attraverso il quale la moneta viene passata dalla mano del compratore a quella del venditore», è altresì «un servizio reso ai due scambisti da un terzo, colui per il quale la moneta costituisce una passività a vista». Cfr.: T. PADOA SCHIOPPA, *La moneta e il sistema dei pagamenti*, cit., 44 s. Individuato come tratto caratterizzante delle economie monetarie, tanto negli scambi con banconote che per gli altri con moneta scritturale, il multilateralismo è una conseguenza necessaria del passaggio dallo scambio diretto alla compravendita per effetto del ricorso alla moneta fiduciaria. Cfr., F. BELLI, *Qualche osservazione a margine dei pagamenti e del controllo del sistema (dei sistemi) di pagamento*, cit., 19 ss.

monetario valorizzando la cooperazione degli intermediari nei sistemi di scambio, compensazione e regolamento.

Il ripensamento delle categorie concettuali e dell'approccio normativo sono sollecitati dallo sviluppo tecnologico – la diffusione delle comunicazioni telematiche e della rete Internet - che ha gradualmente sostituito lo scambio di supporti cartacei con la trasmissione di flussi informativi, non soltanto nell'adempimento delle obbligazioni interbancarie, ma anche nella relazione giuridica tra debitore e creditore dell'obbligazione pecuniaria²⁰. Quello che si può cogliere come un cambio di passo diventa più chiaro nelle parole di Tommaso Padoa Schioppa, secondo il quale «(...) il punto principale di tale revisione è consistito nel comprendere che al centro del sistema dei pagamenti non vi è uno strumento, ma un servizio; non vi sono le banconote, gli assegni, i conti correnti, le carte di plastica. Al centro vi sono i trasferimenti di moneta»²¹.

In quegli anni, le indagini e gli approfondimenti svolti dalla Banca dei Regolamenti Internazionali hanno sollecitato le autorità di vigilanza e regolazione ad esaminare il sistema dei pagamenti con un approccio olistico che, favorendo la fluida circolazione delle informazioni contabili e dei valori monetari, prova a rimuovere gli ostacoli nel passaggio da uno strumento di pagamento all'altro, una volta che l'ordine di pagamento è stato impartito²². Del resto, l'esigenza di

²⁰ «E mentre l'impatto della tecnologia sulla moneta e sulla finanza impone continui aggiornamenti dell'impostazione dei problemi e delle strategie operative, si avverte che ciò che appariva all'inizio una semplice tecnica di meccanizzazione ha implicazioni sempre più profonde sulla natura stessa dei fenomeni finanziari e monetari e addirittura sulla teoria che li descrive e li interpreta». T. PADOA SCHIOPPA, *La moneta e il sistema dei pagamenti*, cit., 15.

²¹ T. PADOA SCHIOPPA, *La moneta e il sistema dei pagamenti*, cit., 75. Per rappresentare il cambiamento potrebbe essere di aiuto immaginare il sistema dei pagamenti come un'entità organica della quale si cura non il corretto funzionamento dell'uno o dell'altro organo, bensì il sistema sanguigno, affinché la circolazione possa essere fluida in tutto l'organismo. Con questo obiettivo, sono monitorati i fattori che possono ostacolare il corretto fluire del sangue, quale che sia l'organo interessato.

²² Un report della Banca dei Regolamenti Internazionali (di seguito, BIS) assumeva l'espressione *payment systems* come «the instruments, rules and procedures that enable users to meet payment obligations. (...) Each payment system should, however, be designed as an entity so that once a payment operation has been initiated it can reach completion without any need to switch from one instrument to another».

istituire la Banca dei regolamenti internazionali e poi, al suo interno, un Gruppo di esperti sui sistemi di pagamento, risponde proprio alla consapevolezza che le comunicazioni telematiche accrescono la permeabilità dei mercati nazionali alle crisi dell'una o dell'altra banca a rilevanza internazionale, come già le vicende degli anni settanta lasciavano presagire²³.

Guardando più da vicino l'evoluzione del quadro giuridico europeo, consta il passaggio dallo strumento al servizio, dal singolo atto di impresa all'attività economica che coinvolge intermediari diversi nell'esecuzione del trasferimento di somme di denaro. Nelle successive quattro sezioni, l'analisi declina le qualità del sistema di pagamento, precisamente l'affidabilità, l'interoperabilità, l'efficienza, l'inclusività, soffermandosi prima sulle indicazioni di merito e metodo offerte dalle autorità internazionali di regolazione per chiedersi se e come queste sollecitazioni sono state accolte e declinate nella costruzione del mercato interno dei pagamenti.

3.1. Affidabilità

Se un sistema di scambio, compensazione e regolamento ha una solida base giuridica nonché validi meccanismi di controllo e distribuzione dei rischi, vi sono ragioni per confidare nella sua stabilità e ritenere che i fondi possono essere veicolati con regolarità e continuità, in maniera affidabile. Come si dirà per l'efficienza²⁴, l'affidabilità è un predicato dei sistemi di pagamento del quale si occupano più le banche centrali nell'esercizio della funzione di sorveglianza che i provvedimenti legislativi.

Fin dal Rapporto Angell del Gruppo dei Dieci²⁵ l'aspetto più delicato degli accordi di *netting* è colto nel *trade-off* tra esigenze di efficienza e di stabilità. Le une sollecitano gli intermediari bancari e finanziari a ridurre le esposizioni nei confronti delle controparti e lo scambio di

BIS, *Payment systems in eleven developed Countries*, February, 1980, 3. Cfr.: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d01a1.pdf>

²³ R. BRIZI, V. FUCILE, P. GIUCCA, *I principi e gli standard internazionali*, cit., 139 ss.

²⁴ Infra: § 3.3.

²⁵ Cfm.: Report on netting schemes (di seguito, Rapporto Angell), 9 February, 1989, 7 s.

flussi monetari; le altre interrogano sulle ripercussioni dell'accordo di *netting* sull'allocazione dei rischi di credito e di liquidità; l'uno e l'altro influenzano l'efficienza sociale complessiva dei sistemi di compensazione. La multilateralità, infatti, può ridurre i costi e gli inconvenienti tipici della rete di accordi bilaterali e transfrontalieri, ma potrebbe altresì sortire l'effetto di accrescere il rischio sistemico dissimulando l'eccessiva esposizione debitoria di un partecipante nel calcolo del rispettivo saldo di compensazione²⁶.

Senza soluzione di continuità per metodo e contenuti con gli studi precedenti, il successivo Rapporto Lamfalussy²⁷ si è concentrato sulle obbligazioni interbancarie ma non ha operato una scelta tra l'una o l'altra forma istituzionale che l'accordo di *netting* può assumere²⁸, o sulla natura pubblica o privata della controparte centrale negli accordi di compensazione multilaterale²⁹. Secondo i criteri-guida proposti dal Rapporto Lamfalussy, la regolamentazione *i)* promuove nei partecipanti la consapevolezza dei rischi finanziari che la

²⁶ Report of the Committee on Interbank netting schemes of the central banks of the group of Ten Countries (in seguito, Rapporto Lamfalussy), 18 November 1990, 4 s. La preoccupazione di fondo era già manifesta nel precedente studio: l'ampiezza e la durata dell'esposizione ai rischi di credito e di regolamento poteva amplificare il rischio sistemico, anche in ragione della propensione all'azzardo morale dei partecipanti che confidavano nell'intervento della controparte centrale, soprattutto se questa era una banca centrale.

²⁷ Rapporto Lamfalussy, op. cit.

²⁸ Gli accordi di compensazione contemplati dal Rapporto Angell sono di tre tipi: 1) il c.d. *position netting*, che si basa su un accordo informale, secondo il quale gli intermediari finanziari convengono di effettuare un unico pagamento, pur restando reciprocamente obbligati per l'ammontare lordo delle transazioni reciproche; 2) il c.d. *netting by novation*, un accordo formale che effettua una novazione oggettiva dell'obbligazione pre-esistente tra le parti, cosicché saranno tenute reciprocamente solo per il saldo; 3) il c.d. *netting by novation and substitution*, un accordo multilaterale con il quale è effettuata una novazione oggettiva e soggettiva delle obbligazioni precedenti, perché tutti gli intermediari partecipanti all'accordo saranno tenuti soltanto al pagamento del saldo verso una controparte centrale, rappresentata dalla stanza di compensazione. Cfm.: Group of Experts on Payment Systems of the Central Banks of the Group of Ten, *Report on netting schemes*, 11 ss.

²⁹ Quando il Rapporto Angell (p. 18 ss.) esamina gli accordi multilaterali di *netting*, contempla sia la possibilità che il ruolo di controparte centrale sia rivestito dalla banca centrale sia da un soggetto vigilato, evidenziando l'importanza della scelta in ragione del rischio di liquidità e di credito che assumere visto che entra come controparte in ogni regolamento.

partecipazione allo schema comporta; *ii*) prescrive ai sistemi di compensazione multilaterale la predisposizione di procedure chiare per la gestione dei rischi di credito e di liquidità, distinguendo le responsabilità del gestore del sistema da quelle dei singoli partecipanti; *iii*) dispone che i sistemi adottino le misure necessarie a completare il regolamento dell'ordine di pagamento nei tempi, anche quando il partecipante con la maggiore esposizione debitoria versi in stato di insolvenza.

L'esperienza successiva ha invero i principi ed i criteri elaborati nel Rapporto Lamfalussy. Infatti, il report sulle reti di natura sistemica del 2001 li ha conservati ed ampliati, aggiungendone altri quattro³⁰: a) i partecipanti sono sollecitati ad utilizzare come moneta di regolamento le passività della banca centrale che interviene come controparte centrale; b) i sistemi presentano un'organizzazione semplice per i partecipanti ed efficiente per il sistema economico; c) il governo dei sistemi di pagamento si basa su accordi trasparenti e verificabili; d) gli ordini di pagamento sono da processare al più nel giorno lavorativo nel quale sono immessi nel sistema³¹.

³⁰ Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS), *Core principles for systematically important payment systems*, Basel: Bank for International Settlement, 2001. Che siano pensati per i sistemi rilevanti sotto il profilo del rischio sistemico, non esclude che possano essere applicati agli altri estranei a questa categoria. Secondo lo studio del CPSS, è tipicamente considerato di importanza sistemica un sistema di pagamento che presenta almeno uno dei seguenti requisiti: i) rappresenta l'unico o il principale sistema di pagamento di uno Stato; ii) processa ordini di pagamento di importo elevato; iii) è utilizzato per il regolamento delle transazioni sul mercato finanziario o di altri sistemi di pagamento (in particolare, p. 15). In altri termini, sono considerati di importanza sistemica, quegli accordi che possono innescare un effetto domino nel caso uno dei partecipanti versi in stato di insolvenza, quale che sia l'assetto istituzionale o la forma organizzativa assunti.

³¹ Cfr.: CPSS, *Core principles for systematically important payment systems*, cit., 57 ss.

Queste sollecitazioni trovano eco nella direttiva 98/26/CE³² e, più di recente, nei regolamenti BCE adottati nel 2014 e nel 2021³³, che disciplinano i c.d. SIPS o *Systematically Important Payment Systems*³⁴. Il punto di partenza del discorso è la definizione del sistema di pagamento come un'organizzazione a base contrattuale, precisamente un «accordo formale fra tre o più partecipanti, senza contare un eventuale controparte centrale, un'eventuale stanza di compensazione o un eventuale partecipante indiretto, con regole comuni e accordi standardizzati per l'esecuzione di ordini di trasferimento tra i partecipanti»³⁵. Nel dare una solida base giuridica a questi sistemi, il

³² Direttiva 98/26/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 19 maggio 1998 concernente il carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli, pubblicata in GUCE L 166, 11.6.1998, 45. Cfr: F. MOLITERNI, *I sistemi di pagamenti dalla direttiva 98/26/CE a TARGET (Sistema Transfrontaliero Automatizzato di Trasferimento Espresso con Regolamento Lordo in Tempo Reale)*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 2000 (3), 703-718; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *La sorveglianza sui sistemi di pagamento: evoluzione morfologica, strumenti e limiti*, in *Banca e borsa*, 2004, 437-466.

³³ Reg. BCE n. 795 del 2014, così come modificato dal Reg. BCE n. 728 del 2021.

³⁴ Secondo l'Art. 1, co. 3, Reg. BCE n. 795/2014 – e questa definizione è rimasta inalterata-, «Un sistema di pagamento è identificato come SPIS se: a) è idoneo a essere notificato ai sensi della direttiva 98/26/CE da parte di uno Stato membro la cui moneta è l'euro ovvero il suo gestore è insediato nell'area dell'euro o ivi stabilito attraverso una succursale che provvede alla gestione del sistema; e b) almeno due delle seguenti condizioni siano soddisfatte nell'anno civile considerato:

i) il valore medio totale giornaliero dei pagamenti denominati in euro trattati è pari o superiore all'importo di 10 miliardi di euro;

ii) la sua quota di mercato è pari o superiore ad almeno una di quelle di seguito indicate:

— 15 % del volume totale dei pagamenti denominati in euro,

— 5 % del volume totale dei pagamenti transfrontalieri denominati in euro,

— 75 % del volume totale dei pagamenti denominati in euro a livello dello Stato membro la cui moneta è l'euro;

iii) la sua attività transfrontaliera (ossia con partecipanti insediati in un paese diverso da quello del gestore dello SPIS e/o mediante collegamenti transfrontalieri con altri sistemi di pagamento), coinvolge cinque o più paesi e genera come minimo il 33 % del volume totale dei pagamenti denominati in euro elaborati da quel SPIS;

iv) è utilizzato per il regolamento di altre IF».

Il ventaglio dei sistemi di pagamento qualificabili come SPIS è stato ampliato dall'Art. 1, Reg. 2021/728/UE che ha aggiunto il co. 3 bis all'Art. 1, Reg. 2014/795/UE.

³⁵ Art. 2, lett. a), 1° alinea, dir. 98/26/CE.

legislatore europeo si è misurato con i problemi consueti ma, su tutto, con la questione dello spazio da lasciare all'autonomia negoziale dei partecipanti, quale altro spazio riservare a sé o agli Stati membri. Al legislatore europeo spetta la scelta di chi possa accedere al sistema in qualità di partecipante diretto o indiretto, ma ha altresì sancito l'irretroattività della procedura di insolvenza che interessa uno dei partecipanti prescrivendo che gli ordini di trasferimento e il *netting* sono opponibili a terzi quando uno degli enti partecipanti è interessato da una procedura di insolvenza, a condizione che siano stati immessi nel sistema in un momento antecedente l'apertura della procedura ovvero immessi ed eseguiti il giorno stesso di apertura della procedura. All'autonomia statutaria è consentita la definizione del momento di immissione dell'ordine di pagamento nel sistema, nonché la scelta della giurisdizione che, però, non può che radicarsi in uno degli Stati membri. Infine, gli Stati possono disporre che, quando un partecipante è interessato da una procedura di insolvenza, i fondi disponibili, i titoli costituiti in garanzia o le linee di credito accordate possono egualmente essere utilizzate per adempiere le obbligazioni sorte in capo al medesimo, secondo le regole ed i meccanismi del sistema di pagamento. Il legislatore nazionale può altresì decidere in merito all'applicazione della disciplina domestica sull'invalidità e l'inefficacia dei contratti, che sono stati la fonte di un ordine di pagamento validamente immesso nel sistema, e può determinare un ricalcolo del saldo³⁶. In tutte queste ipotesi, il quadro giuridico sembra privilegiare la continuità e l'affidabilità del processo di trattamento dati (monetari) messo in moto con l'ordine di pagamento.

Con i Regolamenti BCE è delineato in maniera più chiara il tratto del sistema-organizzazione. Infatti, il Reg. BCE n. 28 del 2014, una volta inquadrato il gestore del sistema come il soggetto responsabile della gestione di un SIPS (o, talvolta, SPIS nella versione italiana dell'acronimo), ne ha definito i compiti³⁷, il suo ruolo nella definizione degli assetti di governo societario³⁸ e nella gestione del rischio «al fine di identificare, misurare, monitorare e gestire in modo integrato la gamma dei rischi insorti nello SPIS o quelli a cui il medesimo è

³⁶ Cfm. artt. 3 (3), 4, 9, dir. 98/26/CE.

³⁷ Art. 3, Reg. BCE/2014/28.

³⁸ Art. 4, Reg. BCE/2014/28.

esposto»³⁹. Dunque, vi è un rischio associato al servizio prestato dal sistema che è colto come la sintesi - e non la semplice somma - dei rischi (di liquidità, di credito, operativo) cui sono esposti i singoli partecipanti diretti ed indiretti. La valutazione di questo rischio guida il gestore nell'individuazione delle priorità e degli assetti di governo societario, così come nella scelta dei componenti del Consiglio del SIPS⁴⁰.

Per i sistemi di pagamento al dettaglio o, comunque, per quelli che non rivestono un'importanza sistemica, consta molto più spazio all'autonomia negoziale. La nozione di sistema di pagamento corre senza soluzione di continuità tra la PSD1⁴¹ e la PSD2⁴², a tenore delle quali è «un sistema di trasferimento fondi regolato da disposizioni formali e standardizzate e regole comuni per il trattamento, la compensazione e/o il regolamento di operazioni di pagamento»⁴³. Per fondi le PSD⁴⁴ intendono le banconote e il contante, la moneta scritturale e la moneta elettronica⁴⁵, mentre le operazioni di pagamento

³⁹ Art. 5, Reg. BCE/2014/28.

⁴⁰ Secondo l'Art. 2, n. 19), con il termine Consiglio si comprende il consiglio di amministrazione o il consiglio di sorveglianza del gestore di uno SPIS o entrambi secondo la legislazione nazionale.

⁴¹ Direttiva 2007/64/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 novembre 2007, relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, recante modifica delle direttive 97/7/CE, 2002/65/CE, 2005/60/CE e 2006/48/CE, che abroga la direttiva 97/5/CE, pubblica su *GUCE L 319, 5.12.2007, 1*.

⁴² Direttiva (UE) 2015/2366 del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 novembre 2015 relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, che modifica le direttive 2002/65/CE, 2009/110/CE e 2013/36/UE e il regolamento (UE) n. 1093/2010, e abroga la direttiva 2007/64/CE, pubblicata in *GUCE L 337, 23.12.2015, 3*.

⁴³ Art. 4, n. 7, PSD2.

⁴⁴ L'acronimo PSD si riferisce sia alla PSD1 che alla PSD2.

⁴⁵ La PSD1 si riallaccia alla definizione di moneta elettronica posta nella direttiva 2000/46/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 18 settembre 2000, riguardante l'avvio, l'esercizio e la vigilanza prudenziale dell'attività degli istituti di moneta elettronica, pubblicata su *GUCE L 275, 27.10.2000, 39*. A sua volta, la PSD2 richiama la definizione di moneta elettronica posta nella direttiva 2009/110/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 settembre 2009, sull'avvio, l'esercizio e la vigilanza prudenziale dell'attività degli istituti di moneta elettronica, che modifica le direttive 2005/60/CE e 2006/48/CE e che abroga la direttiva 2000/46/CE, pubblicata su *GUCE L 267, 10.10.2009, 7*.

comprendono gli atti di prelievo, collocamento e trasferimento fondi disposti dal pagatore o dal beneficiario⁴⁶.

Sono esclusi dalle PSD le «operazioni di pagamento realizzate all'interno di un sistema di pagamento o di un sistema di regolamento dei titoli tra agenti di regolamento, controparti centrali, stanze di compensazione e/o banche centrali e altri partecipanti al sistema e prestatori di servizi di pagamento, fatto salvo l'articolo 28»⁴⁷.

Se l'ipotesi di esclusione intendeva sottrarre alle PSD le operazioni di pagamento tra intermediari e stanze di compensazione ovvero tra intermediari, allora, potrebbe sostenersi che è una disposizione superflua. Infatti, anche in mancanza di un'espressa esclusione, era ragionevole assumere che le PSD non sarebbero state applicate alle operazioni di pagamento di questo genere in ragione delle finalità perseguite dalla disciplina - aumentare e rendere omogeneo il livello di protezione degli utilizzatori del servizio, pagatori o beneficiari, consumatori o professionisti, oltre che migliorare la contendibilità del mercato-. Al contrario, se si intendeva sottrarre dal quadro armonizzato anche i sistemi di pagamento che direttamente o indirettamente entrano in contatto con l'utente finale, allora l'esclusione appare comprensibile ma non pienamente convincente. Essa è tratteggiata come un'attività di impresa *i*) non riservata; *ii*) consentita agli istituti di pagamento (ovvero degli istituti di moneta elettronica) solo come attività ancillare (alla prestazione dei servizi di pagamento)⁴⁸. Tuttavia, questa scelta sembra sottovalutare la natura di processo della moneta-servizio di pagamento, che combina in maniera inscindibile non soltanto le attività di custodia dei fondi, compensazione e regolamento, ma anche le altre di protezione della privacy, di promozione del marchio, trattamento e

⁴⁶ Art. 4, nn. 5 e 15, PSD1.

⁴⁷ Art. 3, lett. h), PSD1. La lett. h) non è stata interessata da modifiche nella PSD2. Proprio l'Art. 28, rinumerato come Art. 35 nella PSD2, ha prescritto l'obbligo di praticare condizioni soggettive di partecipazione obiettive, proporzionate e non-discriminatorie, consentendo di limitare la partecipazione di prestatori di servizi di pagamento autorizzati o registrati «per proteggere il sistema da rischi specifici, come il rischio di regolamento, il rischio operativo e il rischio di impresa, e tutelarne la stabilità finanziaria ed operativa». L'Art. 28(1), PSD1 è rimasta pressoché inalterata nella PSD2.

⁴⁸ Art. 18 (1) (b), PSD2.

autenticazione dei dati, come in un certo qual senso è emerso nel recente caso *Wirecard*⁴⁹.

3.2. Interoperabilità

L'interoperabilità si stabilisce tra sistemi che comunicano reciprocamente perché presentano elementi di condivisione⁵⁰. Può trattarsi dello stesso linguaggio, cosicché i dati e le informazioni sono interpretati in modo uniforme, ma anche di standard tecnici identici o compatibili; infine, sono interoperabili i sistemi che concordano sui diritti e gli obblighi dei partecipanti, precisamente, chi possa partecipare, come si distribuisce tra i partecipanti il rischio di liquidità

⁴⁹ S. ZERANSKI, I. E. SANCAK, *Does the “Wirecard AG” case address fintech crises?*, *ZWIRN Working Paper* 2020, n. 2.

⁵⁰ Le interconnessioni di tipo diretto sono rappresentate da collegamenti tangibili, mentre le altre indirette sono create da un elemento condiviso, sia esso un ente, un modello o un'infrastruttura. La tassonomia delle interdipendenze distingue le *system-based*, le *institution-based* e le *environmental interdependencies*.

Il primo gruppo comprende i collegamenti stabiliti in virtù di una relazione diretta tra sistemi di pagamento, nel senso che il servizio prestato da un sistema dipende da quello di un altro, attraverso una cooperazione di tipo orizzontale o verticale. Tuttavia, l'interdipendenza inter-sistemica può essere creata anche attraverso i meccanismi di gestione e di controllo dei rischi, come quando due o più sistemi gestiscono i rischi finanziari oppure operativi su base centralizzata, o ancora raggiungono accordi per condividere i rischi o per condividere le risorse che mitigano i rischi.

Sono riconducibili al secondo gruppo le interdipendenze, di tipo indiretto, basate sulla condivisione dei servizi di un'istituzione finanziaria, come accade per i servizi di compensazione e regolamento offerti da VISA agli enti affiliati. La definizione dei meccanismi di gestione e controllo dei rischi, finanziari ed operativi, può stabilire un collegamento indiretto quando, ad esempio, due o più sistemi condividono la medesima istituzione finanziaria che fornisce loro linee di credito garantite per l'ipotesi di una temporanea carenza di liquidità di un partecipante che gli impedisse di ottemperare alle proprie obbligazioni nella giornata lavorativa. Ancora, quando due o più sistemi di pagamento hanno stabilito procedure *failure-to-settle* con il medesimo centro dati che offre servizi di salvataggio e custodia dei dati.

Infine, le interdipendenze indirette possono essere di tipo ambientale, perché due o più sistemi di pagamento si avvalgono dello stesso tipo di garanzie, utilizzano gli stessi modelli di valutazione e gestione dei rischi, o standard informativi, o condividono il fornitore di servizi informatici o di software. Un approfondimento della tassonomia dei collegamenti in: Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS), *The interdependencies of payment and settlement systems*, Bank for International Settlement: Basel, 2008, 10 ss.

o di insolvenza di uno di essi, ma anche quando e come sono adempiute le reciproche obbligazioni⁵¹.

Nel 2008, il *Committee on Payment and Settlement System* prendeva atto che l'interconnessione era un fenomeno sotteso ai trasferimenti transfrontalieri e multi-valutari di fondi fin dal Rapporto Lamfalussy; la sua pervasività sollecitava i diversi attori ad una revisione della strategia di gestione e monitoraggio dei rischi⁵². Vi era la consapevolezza che i rischi potevano propagarsi in tempi più brevi ed in maniera più capillare perché l'innovazione tecnologica, la globalizzazione dei mercati e le operazioni di consolidamento nel settore finanziario hanno alimentato collegamenti intersistemici stabili, diretti ed indiretti. Diventava così difficile continuare ad inquadrare giuridicamente i sistemi di pagamento come monadi, impermeabili alle vicende di instabilità degli altri. Muovendo da queste premesse, è affiorata l'esigenza di un ripensamento dei meccanismi di monitoraggio e gestione dei rischi finanziari ed operativi: è stato suggerito dal *Committee on Payment and Settlement System* di rivedere le politiche e gli strumenti di gestione e controllo del rischio di regolamento in modo tale che ciascun sistema andasse oltre le proprie operazioni e le proprie esposizioni debitorie per tener conto dell'ampio ventaglio di interruzioni o rallentamenti del flusso informativo (o monetario) che possono originarsi e svilupparsi in altri sistemi. Infatti, a fronte di una riduzione del rischio di credito ed operativo, le interdipendenze tra i sistemi di compensazione e regolamento possono facilitare una diffusione più ampia e rapida delle perturbazioni, consentendone una trasmissione sequenziale dall'uno all'altro sistema di pagamento, con serie ripercussioni sull'efficacia dei meccanismi di gestione dei rischi⁵³.

Sul piano europeo, la questione non poteva che porsi in via prioritaria per i sistemi di pagamento e regolamento di importanza sistemica. La dir. 2009/44/CE⁵⁴, emendando la dir. 98/26/CE, ha

⁵¹ C. BOAR, S. CLAESSENS, A. KOSSE, R. LECKOW, T. RICE, *Interoperability between payment systems across borders*, BIS Bulletin, n. 49, December 2021, 1-6.

⁵² CPSS, *op. cit.*

⁵³ Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS), *The interdependencies of payment and settlement systems*, cit., 26 ss.

⁵⁴ Dir. 2009/44/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 6 maggio 2009, che modifica la direttiva 98/26/CE concernente il carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli e la direttiva 2002/47/CE

assecondato le più recenti linee di policy degli studi internazionali, che si ponevano il problema dei collegamenti intersistemici come cinghia di trasmissione dei rischi. Ha considerato interoperabili «due o più sistemi di pagamento i cui operatori hanno concluso un accordo che contempla l'esecuzione di ordini di pagamento tra sistemi»⁵⁵. Più nel dettaglio, sono considerati legalmente vincolanti ed opponibili a terzi gli ordini di pagamento immessi nei sistemi ed il saldo relativo anche quando la procedura di insolvenza interessa *i)* un partecipante ad un sistema interoperabile; *ii)* il soggetto che gestisce un sistema interoperabile⁵⁶.

Spostando l'attenzione ai sistemi di pagamento non di importanza sistemica, l'interoperabilità ha rappresentato una costante sollecitazione delle Raccomandazioni della Commissione⁵⁷. Tuttavia,

relativa ai contratti di garanzia finanziaria per quanto riguarda i sistemi connessi e i crediti, pubblicata in *GUCE L 146, 10.06.2009, 37*.

⁵⁵ Art. 2, lett. o), dir. 98/22/CE, versione consolidata.

⁵⁶ Art. 3, co. 1, dir. 2009/44/CE. Si rivela molto interessante la scelta lessicale dei considerando (14) e (22 bis), introdotti dalla dir. 2009/44/CE. Secondo il considerando (14) «le autorità nazionali competenti o le autorità di vigilanza dovrebbero garantire che gli operatori dei sistemi che istituiscono sistemi interoperabili *abbiano concordato* sul momento di immissione nei sistemi interoperabili. Le autorità nazionali competenti o le autorità di vigilanza *dovrebbero garantire* che le regole sul momento di immissione in sistemi interoperabili siano coordinate, *nella misura del possibile e del necessario*, onde evitare l'incertezza giuridica in caso di inadempimento di uno dei sistemi partecipanti» (il corsivo è nostro). Analogamente il considerando (22 bis) dispone che «(...) per limitare i rischi sistemici è auspicabile prevedere che gli operatori di sistemi interoperabili coordinino le regole sul momento di immissione e irrevocabilità nei sistemi da essi gestiti» (il corsivo è nostro).

⁵⁷ Racc. 87/598 dell'8. 12.1987 in G.U. L 365 del 24.12.1987 (Il codice europeo di buona condotta in materia di pagamento elettronico);

- Racc. 88/590 CEE e del 17.11.1988 pubblicata in G.U. L 317 del 24.11.1988;

- Comunicazione sull'applicazione delle regole di concorrenza CE ai sistemi di bonifici transfrontalieri, pubblicata in G.U.C.E. n. C 251 del 27/09/1995;

- COM (1990) 447, del 26 Settembre 1990, *Making payments in the Internal Market*;

- Racc. 97/489 CEE del 30.07.1997 relativa alle operazioni mediante strumenti di pagamento elettronici, con particolare riferimento alle relazioni tra gli emittenti ed i titolari di tali strumenti, pubblicata in G.U. L 208 del 02.08.1997;

COM (2000) 36, del 31.01.2000 su “*I pagamenti al dettaglio nel mercato interno*”;

- COM (2001) 66, del 7.02.2001 su “*E-commerce and financial services*”;

non è mai diventata una prescrizione vincolante, molto probabilmente in omaggio al principio di neutralità tecnologica, che ha lasciato agli imprenditori le scelte su modelli operativi e standard tecnici. Queste premesse consentono di apprezzare il meccanismo di governance pubblico-privata⁵⁸ scandito nel quadro del progetto SEPA (*Single Euro Payment Area*)⁵⁹ sul quale si tornerà nel prosieguo dell'analisi⁶⁰.

3.3. Efficienza

L'efficienza è intesa come quella «*proprietà dei sistemi che offrono servizi rapidi, economici e pratici per gli utilizzatori, nonché vantaggiosi per i mercati finanziari e l'economia*»⁶¹; questa definizione è mutuata dalle disposizioni della Banca d'Italia ma si può considerare condivisa nel quadro del Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC), visto che tutte le banche centrali dell'Eurozona sono investite

- COM (2003) 718, del 2.12.2003, relativa a *Un nuovo quadro normativo per i pagamenti nel mercato interno*;

- Racc. 2011/442/UE del 18 luglio 2011 sull'accesso a un conto di pagamento di base;

- COM (2011) 941, DEL 11.1.2012 *Green paper: Towards an integrated European market for card, Internet and mobile payments*;

- SWD (2015) 58, Commission Staff Working Document on the movement of capital and the freedom of payments;

- COM (2015) 192, 6.5.2015, *A digital single market strategy for Europe*;

- COM (2020) 592 final, 24.09.2020, *A retail payment strategy for EU*.

⁵⁸ A. JANCZUK, Sources of EU Payments Law, in *Money, Payment Systems and the European Union. The regulatory challenges of governance*, G. GIMIGLIANO (a cura di), Newcastle upon Tyne, 2016, 2 – 24.

⁵⁹ Infatti, nel quadro SEPA, sotto l'egida della BCE, gli intermediari bancari e non bancari aderenti al progetto, elaborano e condividono standard tecnici e regolativi che, come norme convenzionali, applicheranno alle operazioni di pagamento in euro, indipendentemente dall'adesione all'eurozona dello stato membro d'origine.

⁶⁰ Infra § 5.1. (lett. a).

⁶¹ Banca d'Italia, *Provvedimento 24 febbraio 2004*, in G.U. n. 75 del 30 marzo 2004 (art. 1, lett. d). Secondo il considerando (46) PSD1, «buon funzionamento e l'efficienza del sistema di pagamento dipende dal fatto che l'utente possa fidare che il prestatore di servizi di pagamento esegua l'operazione di pagamento in modo corretto ed entro i tempi stabiliti».

dal Trattato e dallo Statuto SEBC della sorveglianza sul regolare funzionamento dei sistemi di pagamento⁶².

Appare interessante considerare in questa sede che, secondo il dibattito internazionale, la crescita in termini di efficienza è anche il portato della presenza sempre più pervasiva ed eterogenea di prestatori di servizi di pagamento non bancari che può favorire appunto processi di specializzazione del lavoro. Secondo il *Committee on Payments and Market Infrastructures*, presso la Banca dei Regolamenti Internazionali, la specializzazione tecnologica ed operativa di questi soggetti può consentire una migliore e più tempestiva diversificazione del servizio di pagamento rispetto alle esigenze del mercato e, quindi, generare miglioramenti in termini di efficienza⁶³.

Sul piano europeo, la dir. 98/26/CE ha stabilito che solo gli enti creditizi che hanno sede legale ed amministrazione generale in uno Stato dello Spazio Economico Europeo, ovvero hanno in quell'area una succursale, possono intervenire come partecipanti diretti⁶⁴. Su questo aspetto, però, sembrano esserci dei ripensamenti; la Commissione contempla la possibilità di ampliare, in sede di revisione della Direttiva richiamata, il novero dei partecipanti diretti per comprendervi anche gli istituti di pagamento e gli istituti di moneta elettronica⁶⁵.

Per i sistemi di pagamento che non rivestono un'importanza sistemica, l'efficienza è promossa sollecitando l'ingresso sul mercato rilevante di imprenditori diversi dalle banche e dai grandi emittenti carte di credito. Inoltre, per la medesima finalità, sono lasciati al di fuori del perimetro regolativo i prestatori di attività strumentali al trasferimento dei fondi, quali le attività di *back-end* - dal servizio di protezione dei dati all'elaborazione e manutenzione di software dedicati, dall'attività di *compliance* prescritta nella disciplina anti-riciclaggio alla protezione dei dati personali -⁶⁶.

⁶² Art. 3, Protocollo sullo Statuto del Sistema Europeo delle Banche Centrali e della Banca Centrale Europea.

⁶³ COMMITTEE FOR PAYMENTS AND MARKET INFRASTRUCTURES (CPMI), *Non-banks in retail payments*, Bank for International Settlements: Basel, 2014.

⁶⁴ I partecipanti diretti possono poi fungere da tramite per i partecipanti indiretti. A conferma della dir. 98/26, l'Art. 16, Reg. BCE/2014/28 ha disposto che i criteri di accesso devono essere giustificati in termini di sicurezza ed efficienza dello SPIS e dei mercati serviti.

⁶⁵ COM (2020) 592 final, 23.

⁶⁶ Art. 3, lett. (h), (j), PSD2.

Con la PSD1, la direttiva ha subordinato ad autorizzazione l'esercizio dell'attività economica con la quale si trasferivano, prelevavano o collocavano i fondi, ma anche attività strettamente funzionali alle prime, come l'emissione e di acquisizione degli strumenti di pagamento. Era così introdotto un sistema omologo a quello già invalso, tempo addietro, nel mercato bancario, finanziario e assicurativo, del quale richiamava il principio dell'autorizzazione unica e del controllo del paese d'origine⁶⁷. In questo contesto, nel provare a scalfire l'assetto oligopolistico del mercato dei servizi di pagamento, è creata la figura degli istituti di pagamento, che sono intermediari finanziari non bancari specializzati nella prestazione di servizi di pagamento. Essi possono scegliere una forma organizzativa pura o ibrida; nel secondo caso, la prestazione professionale dei servizi di pagamento è abbinata ad altre attività di natura finanziaria o non-finanziaria, nel rispetto di precise misure di separazione patrimoniale⁶⁸. Questa scelta, che supera il principio dell'oggetto esclusivo, cercava di raggiungere imprenditori estranei al mercato finanziario ma muniti della necessaria infrastruttura tecnologica (come i prestatori di servizi di telecomunicazione) o massa critica (ad esempio, i social network)⁶⁹. La medesima finalità animava la scelta di calibrare i requisiti di capitale e fondi propri sul rischio sollevati dai servizi di pagamento oggetto di autorizzazione, riducendo così i costi di ingresso ed operatività⁷⁰.

Con la PSD2, la digitalizzazione dei pagamenti ha valorizzato i dati, al pari dei fondi, le informazioni sull'utente del servizio e titolare del conto di pagamento accessibile online. Infatti, è stata modificata la lista delle attività considerate servizi di pagamento con l'introduzione di due nuovi servizi – il servizio di disposizione di ordini di pagamento⁷¹ ed il

⁶⁷ Art. 25 PSD1.

⁶⁸ Art. 9 PSD1.

⁶⁹ In sede di lavori preparatori la Financial Services Authority aveva ribaltato il discorso e sostenuto l'opportunità di introdurre figure ibride per riconoscere il ruolo già svolto da imprenditori già presenti sul mercato dei servizi di pagamento che vogliono riservarsi la possibilità di operare anche in settori commerciali di diversa natura. Cr.: E. PAPA, *Sub Art 114 Terdecies Tub. Patrimonio destinato*, in M. MANCINI et Al. (a cura di), *La nuova disciplina dei servizi*, Giappichelli: Torino, 2011, 478.

⁷⁰ Artt. 6 – 7 PSD1.

⁷¹ Art. 4, n. 15, PSD2: «un servizio che dispone l'ordine di pagamento su richiesta dell'utente di servizi di pagamento a un conto detenuto presso un altro prestatore di servizi di pagamento».

servizio di informazione sui conti⁷² - per i quali il prestatore dei servizi di pagamento non entra mai in possesso dei fondi dell'utente⁷³. In queste casi, il prestatore, o *Trusted Third Party* (TTP)⁷⁴, sarà chiamato a comunicare al cliente le informazioni consolidate sulle diverse disponibilità in conto, accedendo ai conti di pagamento dell'utente anche senza aver stabilito un rapporto contrattuale con il prestatore di servizi di radicamento del conto. O, ancora, il prestatore del servizio di disposizione di ordini di pagamento, nel veicolare l'ordine impartito, avrà consapevolezza delle preferenze di spesa, delle esigenze e della disponibilità monetaria del singolo utilizzatore; vero che non potrà conservare o utilizzare i dati individualmente raccolti per fini diversi dalla prestazione del servizio di disposizione, ma potrà aggregarli e processarli per offrire altri servizi. Il quadro giuridico ha così disciplinato un fenomeno già invalso sul mercato in conseguenza dell'ampio ricorso alle API, ovvero alle *Application Programming Interface*⁷⁵, che sono interfacce di comunicazione all'interno di una stessa organizzazione o tra organizzazioni⁷⁶. In questo caso, da un lato

⁷² Art. 4, n. 16, PSD2: «un servizio online che fornisce informazioni consolidate relativamente a uno o più conti di pagamento detenuti dall'utente di servizi di pagamento presso un altro prestatore di servizi di pagamento o presso più prestatori di servizi di pagamento».

⁷³ L'allegato alla PSD2 presenta anche un diverso elemento di novità, dal momento che non fa più riferimento alle ipotesi in cui l'ordine di pagamento è impartito tramite dispositivi di telecomunicazione (il n. 7 dell'Allegato alla PSD1).

⁷⁴ V. PROFETA, I *Trusted Third Party*: profili soggettivi e oggettivi, in *Le nuove frontiere dei servizi bancari e di pagamento fra PSD2, criptovalute e rivoluzione digitale*, F. MAINERI, M. MARCINI (a cura di), Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale, n. 87, Roma, Settembre 2019, 47-76.

⁷⁵ Le API sono un'interfaccia di comunicazione che consente alle *app* di due o più computer o nodi della rete di comunicare ricorrendo ad un linguaggio comune che entrambi comprendono. Le API possono essere utilizzate internamente («to integrate diverse systems and allow for the exchange of data across different departments by performing API “calls” or sending queries to an API server») o esternamente («integration with company partners and allow third parties to consume organisational data and lead to cross-selling and upselling opportunities down the line»). M. ZACHARIADIS, P. OZCAN, *The API economy and digital transformation in financial services: the case of open banking*, Swift Institute Working Paper n. 2016-001, 5 s.

⁷⁶ EBA Working Group, *Understanding the business relevance of open APIs and open banking for banks*, May 2016: «Every API is an interface but not every interface is an API. API is specific software architectural approach that revolves the view that interfaces should be scalable, reusable and secure while offering ease of use for

vi è il prestatore di servizi di radicamento del conto⁷⁷ e dall'altro le TTP nella forma dei prestatori di servizi di disposizione di ordini di pagamento o di informazione sui conti. Con la lente dell'efficienza, le scelte operate dalla PSD2 in favore del c.d. *open banking*⁷⁸, probabilmente non offriranno al titolare del conto un servizio di pagamento più efficiente ma una più efficiente partecipazione al mercato finanziario⁷⁹.

Tuttavia, il passaggio verso l'*open banking*⁸⁰ è stato possibile perché la moneta-servizio di pagamento è disciplinata, fin dalla PSD1, come trasferimento intermediato di fondi integrato ed automatizzato. Un indice su tutti: il consenso ad eseguire un'operazione di pagamento può essere prestato all'intermediario del pagatore direttamente dal medesimo ma anche, indirettamente, dal beneficiario o con la collaborazione del beneficiario o, con la PSD2, tramite un prestatore di servizi di disposizione di ordini di pagamento⁸¹. In tutti questi casi, l'esigenza di ponderazione cede all'altra di velocità ed efficienza; infatti, nel quadro delle PSD, ogniqualvolta l'ordine di pagamento non è impartito direttamente dal pagatore sembra assumersi che il medesimo abbia abilitato il beneficiario o il TTP di turno ad impartire l'ordine, senza procedere ad una verifica di ciò da parte del prestatore di servizio di radicamento del conto con il pagatore⁸².

developers through self-service. APIs therefore hold the promise to reduce costs and lead time of interfacing between systems allowing for faster, cheaper and better innovation on a larger scale» (§3.1.).

⁷⁷ Il prestatore di servizi di radicamento del conto «fornisce e amministra un conto di pagamento per un pagatore» (Art. 4, n. 17, PSD2). Per conto di pagamento, la PSD2 intende «un conto detenuto a nome di uno o più utilizzatori di servizi di pagamento utilizzato per l'esecuzione di operazioni di pagamento» (Art. 4, n. 12).

⁷⁸ L'*open banking* si basa sulle API.

⁷⁹ Diversamente G. OLIVIERI, *PSD2 e tutela della concorrenza nei nuovi mercati dei servizi di pagamento digitali*, in *Giur. Comm.*, 2021 (3), 450 ss., secondo il quale questa novità della PSD2 non è uno strumento pro-concorrenziale bensì di tutela dei clienti.

⁸⁰ L'*open banking* dipende dal buon funzionamento delle API.

⁸¹ Cfr.: Art. 64 PSD2.

⁸² Sembra che il ragionamento a monte sia il seguente: la elettronicazione prima e la digitalizzazione poi rendono più efficiente eseguire un'operazione di segno opposto che riporti il conto alla situazione originaria che svolgere tutti i controlli del caso prima di eseguire il trasferimento di fondi.

L'idea della rilevanza assunta dal servizio di pagamento come processo è trasmessa dalla giurisprudenza della Corte di giustizia⁸³. Suona paradigmatica la vicenda *Tecnoservice Int. Srl vs Poste Italiane SpA*⁸⁴ che ha posto la questione dell'interpretazione delle disposizioni agli articoli 74 e 75 PSD1⁸⁵. Ad avviso del giudice di rinvio, le due disposizioni si prestano ad una duplice lettura: possono essere applicate «esclusivamente al rapporto esistente tra il pagatore e la sua banca e non al rapporto tra la banca del beneficiario del pagamento e gli altri interessati, quali l'ordinante, il beneficiario reale o il beneficiario erroneo. In tal caso, a questo secondo rapporto si dovrebbe applicare la sola disciplina nazionale, spesso fondata su norme in materia di responsabilità diverse e più ampie rispetto a quelle istituite dalla direttiva stessa. In base alla seconda interpretazione, i due articoli si applicano alla sua operazione di pagamento nella sua globalità, comprendendo anche la condotta della banca del beneficiario. In tal caso, anche la responsabilità del prestatore di servizi di pagamento del beneficiario sarebbe strettamente legata al solo rispetto dell'IBAN indicato dall'ordinante»⁸⁶. La Corte ha concluso che la definizione di operazione di pagamento e le scelte operate dalla Direttiva sulle modalità per impartire l'ordine di pagamento lasciano propendere per la seconda opzione interpretativa; pertanto, questa nozione deve essere intesa come «un atto globale e unico tra il pagatore ed il beneficiario, e non unicamente a ciascuno dei rapporti del pagatore e del beneficiario con il proprio prestatore di servizi di pagamento»⁸⁷. Queste considerazioni possono essere estese alla nozione di servizio di pagamento, visto che essa consta nell'esercizio sistematico di operazioni di pagamento come singoli atti di impresa.

⁸³ Sono pronunce di interpretazione pregiudiziale ex Art. 267 TFUE. Questa giurisprudenza si è formata anche nel vigore della PSD1 ma le pronunce sono ancora attuali perché le norme richiamate non sono state interessate da particolari modifiche nella PSD2.

⁸⁴ Causa C-245/18.

⁸⁵ Nella PSD2 sono stati rinumerati come Artt. 88 e 89.

⁸⁶ Causa C-245/18, § 17-18.

⁸⁷ Causa C-245/18, § 26.

3.4. *Inclusività*

La digitalizzazione, in continuità con la elettronicazione, ha ridotto il ricorso al contante sollevando un problema di inclusione come capacità del sistema finanziario di raggiungere il maggior numero di utilizzatori al pari del contante. Vi è il rischio che il trasferimento online delle operazioni di pagamento imprima al sistema nel suo complesso una fisionomia elitaria⁸⁸.

In uno studio del 2015 del *Committee on Payments and Market Infrastructures* e del *The World Bank Group* sono state approfondite le cause che inducono a non accendere o a non utilizzare regolarmente un conto di pagamento. In parte, la causa è individuata nei costi fissi elevati, a fronte di transazioni poco frequenti e di basso importo, ai quali si aggiungono i c.d. costi indiretti collegati alla raggiungibilità degli sportelli bancari o a ragioni di contesto, come nelle aree caratterizzate da una diffusa economia sommersa. In alcuni casi, prevale un meccanismo di auto-esclusione: sono gli utilizzatori potenziali a scegliere di escludersi dal sistema dei pagamenti per ragioni religiose o culturali⁸⁹. Dunque, si è posto il dubbio di come facilitare l'accesso ai conti di pagamento.

⁸⁸ Sulle ragioni sociologiche del contante come un'essenziale infrastruttura e bene pubblici, si rinvia all'interessante studio di: U. DALINGHAUS, *Virtually irreplaceable. Cash as public infrastructure*, 2019, <https://www.cashmatters.org/blog/virtually-irreplaceable-cash-as-public-infrastructure-cash-matters-2019> Si coglie l'occasione di segnalare che il progetto di un euro digitale, in altri termini di un Central Bank Digital Currency emessa da banca centrale, è promosso anche per bilanciare il rapporto tra moneta "privata" e moneta "pubblica".

⁸⁹ CPMI - WORLD BANK GROUP, *Consultative Report. Payment aspects of financial inclusion*, cit., 7 ss. Per fronteggiare questa situazione, è stata tratteggiata una strategia articolata. Osservandone gli aspetti essenziali, consta: *i*) la predisposizione di un quadro giuridico snello, neutrale e chiaro, calibrato sul rischio che l'innovazione di processo o di prodotto introduce nel sistema dei pagamenti; *ii*) l'impegno a rimuovere gli ostacoli di ordine gius-economico all'ingresso di nuovi prestatori di servizi di pagamento, prescrivendo loro di adottare precise misure di gestione del rischio per assicurare la continuità del servizio; *iii*) la protezione dei fondi dei clienti, quando non sono coperti dal sistema di assicurazione dei depositi, come accade ad esempio con i prodotti di moneta elettronica; un aspetto questo particolarmente importante quando l'operatore di mercato svolge contestualmente un'attività di impresa di natura non finanziaria che sfugge alla vigilanza delle banche centrali e potrebbe sortire effetti destabilizzanti rispetto all'altra di prestazione di servizi di

Prima che la questione ricevesse formale attenzione al livello internazionale, l'Unione europea aveva già manifestato una certa sensibilità all'inclusione finanziaria: la raccomandazione della Commissione europea del 18 luglio 2011 – gli studi istituzionali richiamati sono del 2015 – ha considerato che «chi non dispone di un conto di pagamento ha un accesso limitato ai servizi finanziari tradizionali, da cui consegue un indebolimento dell'inclusione finanziaria e sociale, spesso a discapito delle categorie di popolazione più vulnerabili. In tali situazioni è inoltre sempre più difficile per i consumatori accedere a beni e servizi essenziali»⁹⁰.

Tre anni più tardi, per superare l'inerzia degli Stati membri, è stata approvata la dir. 2014/92/UE⁹¹ che ha individuato nel conto di pagamento lo strumento-principe di accesso al sistema finanziario precisando l'obbligo di non-discriminazione in ragione della nazionalità, residenza o domicilio, posto in via generale all'art. 18 TFUE⁹². Inoltre, la Direttiva ha conferito a tutti i consumatori legalmente residenti nell'Unione un diritto ad un conto di pagamento «con caratteristiche di base», offerto ad un costo ragionevole o, nel caso del consumatore vulnerabile, a titolo gratuito⁹³. Il servizio, che non soffre limitazioni né nel numero e né nella qualità delle operazioni di pagamento che possono essere eseguite dal titolare, è funzionalmente analogo a quello ordinario: infatti, consente di eseguire, anche *online*,

pagamento; iv) la sollecitazione al più ampio ricorso agli agenti, che possono far fronte agli inconvenienti creati da una disomogenea distribuzione territoriale degli sportelli e smussare le diversità culturali; infine, v) la diffusione di un'informazione preliminare, chiara e completa, sulle condizioni economiche e normative per l'utilizzazione del conto di pagamento e dei servizi offerti.

⁹⁰ Considerando (2), Racc. 2011/442/UE. Questa priorità legislativa è raccolta anche dalla direttiva menzionata nel testo, precisamente al considerando (46).

⁹¹ TFUE sta per Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea. Direttiva 2014/92/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 23 luglio 2014, pubblicata in GUCE L257/214 del 28/8/2014 (di seguito, PAD). Un inquadramento dettagliato della Direttiva, anche con riferimento all'ordinamento italiano, in: S. MEZZACAPO, *La nuova disciplina nazionale dei "conti di pagamento" alla luce dell'armonizzazione attuata con la Payment Accounts Directive*, in *Banca e borsa 2017* (fasc. 6), 787 ss.

⁹² Art. 15 PAD.

⁹³ Secondo l'art. 18, dir. 2014/92/UE, la ragionevolezza delle spese imposte al titolare di un conto di pagamento di base è valutata in funzione dei livelli di reddito nazionali e delle spese medie addebitate dagli enti creditizi nello Stato membro interessato per i servizi forniti sui conti di pagamento.

operazioni di deposito, trasferimento e prelievo dei fondi, su ordine del pagatore o del beneficiario⁹⁴. L'accesso al conto di pagamento di base è subordinato alla prova di un «*reale interesse sul territorio*»; non è chiara la valenza del termine “interesse” ma, ragionevolmente, può indicare la presenza di un qualche legame con il territorio dello Stato membro coinvolto, legame che non necessariamente consta nella presenza fisica del consumatore presso lo stabilimento dell'ente⁹⁵.

Il meccanismo del conto di pagamento di base può colmare la distanza tra l'utente ed il sistema finanziario? La disciplina delle facoltà che spettano al titolare del diritto (conto di pagamento di base) si propone di contemperare opposti interessi: la mancanza di un *business case* per gli imprenditori che offrono un servizio di pagamento ad individui *vulnerabili*; l'interesse dell'individuo a partecipare in maniera piena alla vita economica del territorio di riferimento; l'esigenza dello Stato membro (e dell'Unione) di ampliare la base del sistema dei pagamenti e, con ciò, i soggetti che partecipano al mercato interno⁹⁶.

Mediando tra i diversi interessi, la disciplina armonizzata ha prescritto agli Stati membri di individuare un numero adeguato di enti creditizi che offrono i servizi di conto di pagamento di base⁹⁷; allo

⁹⁴ Cfm., art. 2, nn. 3) e 5), art. 17, dir. 2014/92/UE. In particolare, l'art. 16, co. 9, della direttiva già richiamata precisa che «Gli Stati membri assicurano che l'accesso al conto di pagamento con caratteristiche di base non sia subordinato all'acquisto di servizi accessori, o di azioni dell'ente creditizio, salvo che tale condizione valga per tutti i clienti dell'ente creditizio».

⁹⁵ Il considerando (37) della direttiva in esame precisa che «non dovrebbe essere richiesta la presenza fisica presso le dipendenze degli enti creditizi».

⁹⁶ La questione presenta particolare priorità per l'Unione europea perché l'accesso e l'utilizzazione regolare di un conto di pagamento è condizione essenziale per costruire un'ampia base di utilizzatori dei servizi del mercato unico digitale, un progetto promosso in sede europea nel 2015: cfr.: COM (2015) 192 final.

⁹⁷ Infatti, il considerando (38) della direttiva 2014/92/UE prescrive che «Nel determinare il numero di enti creditizi sufficiente, i fattori da prendere in considerazione dovrebbero includere la copertura della rete degli enti creditizi, le dimensioni di un territorio di uno Stato membro, la distribuzione dei consumatori sul territorio, la quota di mercato degli enti creditizie e se i conti di pagamento con caratteristiche di base rappresentino solo una piccola parte dei conti di pagamento previsti dall'ente creditizio». Sarebbe legittimo chiedersi perché la direttiva applica la disciplina dei conti di pagamento di base esclusivamente agli enti creditizi. La risposta non è offerta dall'articolato. Si potrebbe sostenere che la scelta degli enti creditizi tiene conto della debole contendibilità del mercato dei servizi di pagamento, nel

stesso tempo, ha riconosciuto ai consumatori il diritto ad un *solo* conto di pagamento di base nel territorio considerato ed ha individuato nei comportamenti abusivi del consumatore un giustificato motivo per opporre il rifiuto di contrarre o procedere al recesso dell'ente creditizio. Tuttavia, il perimetro dei comportamenti c.d. abusivi non è chiarito in sede europea, lasciando un certo margine agli Stati membri. L'analisi dei considerando lascia individuare come tali la commissione di truffe gravi o frodi ai danni di un ente creditizio o, ancora, altri comportamenti che ostacolano la piena applicazione della disciplina di contrasto al riciclaggio. Inoltre, sono considerati comportamenti abusivi - ed operano come cause legittime di recesso dell'ente creditizio - le situazioni indicate alle lettere a), b) ed e), dell'art. 19, co. 1, della direttiva: il mancato utilizzo del conto di pagamento per più di ventiquattro mesi consecutivi, l'uso del conto per fini illeciti, la titolarità di altro conto di pagamento (non necessariamente di base) che fornisca al titolare utilità comparabili. Meno chiara è la lettera c) della disposizione considerata, che indica l'«aver fornito informazioni errate per ottenere l'apertura del conto di pagamento con caratteristiche di base, nel caso in cui, ove avesse fornito informazioni esatte, non avrebbe avuto diritto», suggerendo che ci siano altre condizioni - magari condizioni di vulnerabilità - per accedere al servizio base oltre a quelle già indicate nelle altre ipotesi di recesso ed al reale legame con il territorio di riferimento, indicato altrove⁹⁸.

Il meccanismo del conto di pagamento di base può sollevare qualche perplessità. Jochen Hoffman ha criticamente (e condivisibilmente) evidenziato che la PAD può innescare un meccanismo prezzo-qualità di livellamento verso il basso per disincentivare i potenziali utilizzatori a farne richiesta. In fondo, riflettendo sulle scelte del legislatore europeo, ci si chiede perché gli enti creditizi siano gli unici prestatori di servizi di pagamento con questo obbligo e quali incentivi possono

quale gli enti creditizi estraggono ancora ampie rendite di posizione e gli intermediari finanziari non bancari affrontano alti costi, giuridici ed economici, di accesso.

⁹⁸ Cfm.: considerando (47), art. 16, co. 6, 19, co. 2, dir. 2014/92/UE. Inoltre, l'art. 19, co. 1, lett. d), contempla tra le cause di recesso dell'ente creditizio il venir meno delle condizioni per un soggiorno legale del consumatore nel territorio dell'Unione.

avere a raggiungere una clientela che verosimilmente non si servirà di altri servizi bancari o finanziari⁹⁹.

Altro dubbio riguarda i destinatari: gli utenti di servizi di pagamento diversi dai consumatori, nella definizione comunitaria, ai quali non è stato formalmente riconosciuto un diritto ad un conto di pagamento, quanto meno nella forma di un conto base. Questa sembra la conclusione lineare ma poco convincente della lettura del Capo IV della PAD, una conclusione che considera la libertà di contrarre come un corollario della libertà di impresa e che ritiene del tutto legittimo il rifiuto della banca di contrarre con un non-consumatore; altrimenti sarebbe compresa quella «discrezionalità dell'agire imprenditoriale che rappresenta uno degli elementi essenziali per assicurare la sana e prudente gestione dell'intermediario, a sua volta condizione fondamentale per la necessaria stabilità, efficienza e competitività del sistema finanziario nel suo complesso»¹⁰⁰. Tuttavia, considerando la PAD nel più ampio contesto di costruzione del mercato interno dei pagamenti, si potrebbe sostenere che per gli utenti non-consumatori il diritto ad un conto di pagamento venga di *default*. Nella vicenda Casati¹⁰¹, la Corte ha statuito, tra le altre cose, che «nell'ambito dei negozi di indole commerciale, questo modo di trasferimento [*trasferimento di banconote*], che peraltro non è considerato conforme agli usi, non può essere considerato conforme a tale necessità». Se questa era la posizione della Corte agli albori degli anni ottanta, quando la libertà di circolazione dei capitali non era ancora pienamente liberalizzata e la libertà di circolazione dei pagamenti era ancillare alla prima, ora più di prima sarebbe ragionevole concludere per un implicito

⁹⁹ J. HOFFMANN, Implementation of the Payment Accounts Directive, 20 *ERA Forum* 2019, 241.

¹⁰⁰ U. MORERA, *Sull'inesistenza di un diritto al conto corrente bancario in capo ai "non consumatori"*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2021, I, 539.

¹⁰¹ Guerino Casati era un cittadino italiano residente nella Repubblica Federale tedesca, che venne considerato penalmente perseguibile per aver esportato dall'Italia, senza le prescritte autorizzazioni, una somma di denaro in marchi tedeschi della quale era stato trovato in possesso al confine tra l'Italia e l'Austria. Il signor Casati si era difeso affermando che avevo importato quella somma di denaro in Italia senza dichiararla con l'intento di acquistare un macchinario per la sua attività di impresa in Germania ma, avendo trovato il produttore chiuso per ferie, era stato costretto a ri-sportarla nuovamente in Germania. Cfr: Caso C-203/80.

diritto degli imprenditori, nell'accezione europea, ad un conto di pagamento nella forma di un conto base.

3.5. *Prime conclusioni*

Provando a tirare le fila del discorso, può dirsi che le sollecitazioni internazionali hanno promosso una revisione delle priorità di policy e del quadro normativo in modo tale da disciplinare il trasferimento (soprattutto transfrontaliero) di fondi come flusso di informazioni integrato, veicolato da sistemi di pagamento affidabili, interoperabili, efficienti ed inclusivi. Il cambiamento di approccio sembra porsi nella direzione tracciata negli anni ottanta da Tommaso Padoa Schioppa¹⁰². In questo contesto, i sistemi di pagamento sono organizzazioni a base convenzionale con un preciso fondamento giuridico ed un solido sistema di *governance*.

L'indagine ha evidenziato una sensibile continuità tra il dibattito internazionale e il processo di armonizzazione europea, sia pure con punte di maggiore e minore maturità. La maggiore maturità consta nel quadro della dir. 98/26/CE; ivi, sembrano ricorrere entrambi i tratti sopra evidenziati. La scelta sulla definitività dell'ordine di pagamento, una volta decorso il termine di immissione, rende insensibile il processo di scambio e regolamento dei fondi alle eventuali procedure di insolvenza che interessino un partecipante al sistema ovvero ad uno interoperabile. Inoltre, come emerso dal regolamento BCE n. 28/2014, consta una vera e propria organizzazione-sistema ben distinta dall'organizzazione d'impresa dei partecipanti diretti ed indiretti.

Al contrario, per i pagamenti *retail*, l'idea della moneta-servizio di pagamento è consolidata nel quadro armonizzato e nell'esperienza giurisprudenziale, ma resta opaco il ruolo del sistema di pagamento-organizzazione. Infatti, le misure adottate dal legislatore europeo per presidiare l'affidabilità, sollecitare l'efficienza, stimolare l'inclusione e favorire l'interoperabilità, hanno fatto prevalentemente leva sul singolo intermediario-partecipante al sistema. Infatti, nelle sezioni precedenti è emerso che: *i)* l'affidabilità si giova sul sistema di autorizzazione e di registrazione degli imprenditori non-bancari che si apprestano ad entrare sul mercato dei servizi di pagamento; *ii)* l'interoperabilità è

¹⁰² Supra §3.

costruita incentivando il singolo prestatore di servizi di pagamento ad adottare standard tecnici ed operativi condivisi o compatibili, come nel caso SEPA; *iii*) l'efficienza è tutta concentrata sul pluralismo, con la creazione di intermediari finanziari non bancari ibridi, ma anche l'apertura della *business chain*, con l'ingresso di TTP; infine *iv*) l'inclusione finanziaria è perseguita prescrivendo agli Stati membri di individuare un sufficiente numero di enti creditizi che offrono servizi di pagamento di base.

4. *L'organizzazione-sistema di pagamento e il diritto della concorrenza*

Una specificità del contesto regionale europeo è rappresentata dalla costruzione del mercato interno dei pagamenti¹⁰³, con un'impronta accentuatamente pro-competitiva¹⁰⁴, laddove la finalità pro-competitiva è declinata come promozione della trasparenza delle condizioni del servizio¹⁰⁵, dell'efficienza nell'esecuzione degli ordini di pagamento¹⁰⁶ e della contendibilità del mercato¹⁰⁷.

Proprio questa scelta di approccio sollecita e giustifica un attento esame dell'esperienza antitrust europea nel mercato dei servizi di pagamento; l'idea è che il quadro giuridico della concorrenza possa

¹⁰³ Art. 26 (2) TFUE.

¹⁰⁴ La rimozione degli ostacoli alla libertà di circolazione dei pagamenti facilita la libera circolazione delle merci, delle persone, dei capitali e dei servizi (diversi dai servizi di pagamento), visto che la prestazione monetaria è trasversale ad ogni scambio di natura patrimoniale.

¹⁰⁵ Le PSD hanno colto la corretta informazione, preliminare e successiva alla conclusione di un contratto di servizi di pagamento, come strumento di comparazione delle condizioni contrattuali e, dunque, di mobilità dell'utente sul mercato. Più tardi, nel 2014, la PAD (cfr: Considerando (5), PAD) ha cercato di porre rimedio alla disomogeneità lessicale delle condizioni economiche praticate dai prestatori di servizi di pagamento che era diventata uno strumento di frammentazione su base nazionale del mercato dei servizi di pagamento, con la conseguenza di impedire la formazione di una domanda aggregata di dimensione europea e, di conseguenza, disincentivare nuovi operatori dall'entrare sul mercato rilevante.

¹⁰⁶ Supra § 3.3. Cfr.: Considerando (80) PSD2; Titolo IV PSD2.

¹⁰⁷ La contendibilità del mercato è stata colta soprattutto aumento del numero degli imprenditori presenti su quel segmento di mercato. Nota critica sulla contendibilità come pluralismo: G. AMATO, Corte costituzionale e concorrenza, in *Mer. conc. reg.*, 2017 (3), 425 – 454.

consegnare un sistema (di pagamento) – organizzazione di impresa – con una fisionomia più precisa.

L'analisi è scandita da tre passaggi. Dapprima (§ 4.1.) si intende sfrondare il dubbio sull'applicabilità della disciplina della concorrenza al mercato dei servizi di pagamento, visto che la natura di bene pubblico del contante, o del corretto funzionamento del sistema dei pagamenti, potrebbe lasciar presumere che la prestazione di servizi di intermediazione nella circolazione dei fondi possa, a sua volta, essere considerata un servizio di interesse economico generale sottratto alla disciplina sulla concorrenza.

Una volta convinti dell'applicabilità degli Art. 101 ss. TFUE, si apre la questione della modalità di applicazione che può (ed è) influenzata dalla natura dei servizi di pagamento di beni che esibiscono esternalità di rete. Mentre la sezione 4.3. ne presenta le caratteristiche microeconomiche, la successiva (4.4.) esamina le coordinate dell'approccio antitrust europeo per valutarne le ricadute sulla disciplina moneta-servizio di pagamento.

4.1. L'an

Il primo problema da porsi è se la disciplina della concorrenza si applica alla prestazione di servizi di pagamento, rammentando che la «definizione delle regole di concorrenza necessarie al funzionamento del mercato interno» rappresenta una competenza esclusiva dell'Unione¹⁰⁸.

Muovendo dalle conclusioni del discorso, può dirsi che, nell'evoluzione del quadro giuridico di riferimento, le decisioni della Commissione e le pronunce della Corte di giustizia¹⁰⁹ hanno chiarito

¹⁰⁸ Art. 3, lett. b), TFUE.

¹⁰⁹ Casistica *antitrust* esaminata:

- Sentenza della Corte di giustizia del 14 luglio 1981, causa 172/80 in Raccolta della giurisprudenza 1981, 2 ss. (d'ora in poi, *Caso Züchner*);

- Decisione della Commissione del 10 dicembre 1984, in G.U. L 35 del 07.02.1985 (d'ora in poi, *Eurocheques Uniformi*);

- Decisione della Commissione dell'11 dicembre 1986 in G.U. L 7 del 09.01.1987 (d'ora in poi, *Associazione banche belghe*);

- Decisione della Commissione del 30 settembre 1986 in G.U. L 295 del 18.10.1986 (d'ora in poi, *Banche irlandesi*);

come l'interesse generale al regolare funzionamento del sistema di pagamento non è sufficiente per qualificare la prestazione di servizi di pagamento come servizio di interesse economico generale¹¹⁰. Dapprima è venuta in esame la questione della *specialità* della prestazione di servizi di pagamento, sollevata nella sentenza *Züchner*¹¹¹, successivamente ripresa nella vicenda *Eurocheques*

-
- Decisione della Commissione del 12 dicembre 1986 in G.U. L 43 del 13.02.1987 (d'ora in poi, *ABI*);
 - Decisione della Commissione del 19.07.1989 in G.U. L 253 del 30.08.1989 (d'ora in poi, *Banche dei Paesi Bassi*);
 - Decisione della Commissione del 25 marzo 1992, in G.U. L 95 del 09.04.1992 (d'ora in poi, *Eurocheques I*);
 - Sentenza del Tribunale di primo grado del 23 febbraio 1994, cause riunite T – 39/92 e T – 40/92, in Raccolta della giurisprudenza 1994, p. 2 ss. (d'ora in poi, *Eurocheques II*);
 - Decisione della Commissione dell'8 settembre 1999 in G.U. L 271 del 21.10.1999 (d'ora in poi, *Associazione bancaria olandese*);
 - Decisione della Commissione del 09.08.2001 in G.U. L 293 del 10.11.2001 (d'ora in poi, *Visa I*);
 - Decisione della Commissione del 24 luglio 2002 in G.U. L 318 del 22.11.2002 (d'ora in poi, *Visa II*);
 - Decisione della Commissione dell'11 giugno 2002 in G.U. L 56 del 24.2.2004 (d'ora in poi, *Banche austriache*);
 - Decisione della Commissione del 26 febbraio 2014, C (2014) 1999 final.
 - Sentenza della Corte di giustizia del 11 settembre 2014, causa C-67/13P (d'ora in poi, *Caso Cartes Bancaires*);
 - Sentenza della Corte di giustizia del 11 settembre 2014, causa C-382/12P (d'ora in poi, *Caso Mastercard*).

¹¹⁰ Anche questo tipo di configurazione non basterebbe ad escludere l'applicazione degli Art. 101 ss. TFUE, visto che l'Art 106 (2) TFUE dispone che «le imprese incaricate della gestione di servizi di interesse economico generale o aventi carattere di monopolio fiscale sono sottoposte alle norme dei trattati, e in particolare alle regole di concorrenza, nei limiti in cui l'applicazione di tali norme non osti all'adempimento, in linea di diritto e di fatto, della specifica missione loro affidata. Lo sviluppo degli scambi non deve essere compromesso in misura contraria agli interessi dell'Unione».

¹¹¹ La pronuncia della Corte di giustizia UE è originata dall'ordinanza di rinvio dell'*Amtsgericht di Rosenheim*, ex art. 177 del Trattato CEE, con la quale è sollevata una questione pregiudiziale sull'applicazione degli art. 85 ed 86 rispetto all'attività di riscossione di una commissione sul trasferimento transfrontaliero di denaro a mezzo assegno, da parte di una banca avente sede nella Repubblica federale tedesca.

Precisamente il signor Züchner, l'attore della causa principale e titolare di un conto bancario, ha emesso un assegno dell'importo di 10,000 DM all'ordine di un beneficiario residente in Italia e, in conseguenza di questa operazione, ha ricevuto un

uniformi¹¹² e nel caso *Banche austriache*¹¹³. Nelle ipotesi menzionate, hanno formato oggetto di indagine gli accordi intervenuti o la convergenza raggiunta tra le banche per il coordinamento delle rispettive scelte commerciali in ordine ad un'ampia gamma di prodotti bancari, ad esempio sull'importo delle spese di bonifico e delle commissioni interbancarie nelle operazioni di trasferimento fondi, nazionali e transfrontaliere.

Nella vicenda *Züchner*, le parti sostengono che è la speciale natura dei servizi prestati e il ruolo "vitale" svolto, come banche, nella circolazione dei capitali a giustificare la qualificazione dell'attività economica come servizio di interesse economico generale, ex art. 90, co. 2, del Trattato della Comunità Europea (TEC)¹¹⁴. Analogamente, nel caso *Eurocheques uniformi*, le argomentazioni degli attori fanno leva sullo *stato di fatto*: la conoscenza o, anche, l'approvazione espressa delle autorità competenti che in alcuni Stati membri hanno adottato apposite disposizioni legislative a supporto del sistema Eurocheques¹¹⁵. Infine, nella decisione *Banche austriache*, le banche coinvolte pretendono un ruolo speciale: il loro comportamento, a differenza di

addebito sul conto di 15 DM, a titolo di commissione valutaria e corrispondente allo 0,15 % della somma trasferita.

¹¹² Con l'accordo *Package Deal*, la comunità Euro-cheque, composta dai raggruppamenti bancari nazionali, ha convenuto il regime di remunerazione degli assegni Euro-cheques utilizzati all'estero, in modo tale che il beneficiario – sia esso un commerciante ovvero l'emittente che ritiri denaro contante presso un'agenzia bancaria – riceva l'intero importo dell'assegno, mentre le banche emittenti si sono impegnate a versare alle banche accettanti, attraverso le centrali nazionali di compensazione, una commissione uniforme in percentuale fissa sull'ammontare dell'assegno per coprire gli oneri amministrativi e di tesoreria. La Commissione ha ammesso l'accordo al beneficio dell'esenzione individuale.

¹¹³ V., *Banche austriache*, cit. paragrafo 417 ss. Il caso *Banche austriache* è stato occasionato dall'invio della documentazione necessaria da parte di un membro del Consiglio di amministrazione di una delle banche interessate alla Procura della Repubblica. Il procedimento si è chiuso con l'accertamento dell'infrazione dell'art. 81.1 del Trattato.

Attraverso gli originali dei verbali delle riunioni, delle note e delle istruzioni raccolte in sede di ispezione, la Commissione è stata in grado di individuare nei c.d. gruppi di discussione l'elemento probante della concertazione.

¹¹⁴ Cfm.: caso *Züchner*, paragrafo 6.

¹¹⁵ Cfm.: caso *Eurocheques*, paragrafo 29.

quello delle imprese di tutti gli altri settori economici, «non può essere valutato con i “normali” criteri dell’Economia di mercato»¹¹⁶.

Rispetto alle vicende menzionate la valutazione *antitrust* è stata uniforme. Secondo il ragionamento della Commissione e della Corte due sono le alternative ricostruttive: o l’attività considerata non è attività di impresa perché alle condizioni in cui è svolta nessun altro soggetto - pubblico o privato - entrerebbe sul mercato (rilevante), ovvero, accertato che si è in presenza di un’impresa, e verificata la sussistenza delle condizioni che giustificano la deroga al diritto europeo della concorrenza che, nel caso del servizio di interesse economico generale, presuppone un’investitura ufficiale, con provvedimento *ad hoc*¹¹⁷.

Nel caso *Credit Union Provision of Access to Basic Financial Services*¹¹⁸, la Commissione ha svolto una precisazione: per la configurazione di un servizio di conto di pagamento come servizio di interesse economico generale, *ex art.* 106, paragrafo 2, TFUE, non basta l’investitura ufficiale dello Stato membro o la generica finalità sociale (inclusiva, in questo caso) a motivare il programma. Nel caso particolare, era accaduto che le autorità britanniche avevano notificato alla Commissione europea uno schema di compensazione finanziaria corrisposta, dal governo scozzese, a copertura dei costi diretti sostenuti dalle *credit unions* nella prestazione di servizi di conto di pagamento e di risparmio, assicurativi e di accesso al credito, a persone delle comunità locali socialmente e finanziariamente marginalizzate.

Il problema era sottrarre alla scure della disciplina degli aiuti di Stato lo schema di compensazione finanziaria¹¹⁹. Le autorità britanniche costruivano la loro argomentazione difensiva sulla natura non-profit

¹¹⁶ Cfm: caso *Banche Austriache*, paragrafo 393.

¹¹⁷ Questo ragionamento è stato seguito nelle vicende richiamate per concludere che non si esclude l’applicazione dell’art. 101 TFUE (nelle sue diverse versioni, a seconda della fase storica alla quale è da ricondurre la vicenda), considerando che manca un’investitura ufficiale e, al contempo, altre imprese sono presenti su quel segmento di mercato.

¹¹⁸ Per tutti: State Aid n. 244/2003 – United Kingdom. Le attività considerate erano servizi di conto di risparmio e di conto di pagamento (*saving account vs budgeting account*), accesso flessibile al credito per spese primarie o emergenziali, ma anche prodotti di natura assicurativa.

¹¹⁹ A. FRIGNANI, *Le regole di concorrenza ed i contratti bancari: maggiori libertà o maggiori costrizioni?*, in *Dir. banc. merc. fn.*, 2000, II, 184 ss.

delle *credit union*, sulla discrezionalità che spetta ai governi nazionali in tema di qualificazione di un'attività come servizio di interesse economico generale e sulla natura sociale del programma sussidiato; la Commissione, al contrario, svolgeva un'interpretazione restrittiva dell'art. 106 (2) TFUE colta come una norma derogativa dei principi generali sulla concorrenza e ne subordinava l'applicazione alla verifica del contenuto e delle modalità di svolgimento delle attività sussidiate, tali da rispondere ai bisogni tipici del servizio pubblico¹²⁰. Più nel dettaglio, il suo ragionamento è scandito da due verifiche e solo l'esito positivo consentiva l'applicazione dell'art. 106 TFUE. In primo luogo, occorre stabilire se le attività interessate avevano natura economica, qualità che, secondo una consolidata giurisprudenza della Corte di giustizia, prescindeva dallo status giuridico del soggetto che le esercitava e dalla modalità di finanziamento, per stabilire se le attività richiamate, alle condizioni alle quali erano prestate, avessero un mercato nel senso sopra precisato¹²¹; in secondo luogo, una volta constatata la presenza di un interesse generale diverso dal generico interesse associato a qualsiasi attività economica, doveva essere

¹²⁰ M. T. KARAYIGIT, *The notion of Services of General Economic Interest Revisited*, in *European Public Law*, 2009, n. 15 (4), 575–595. Nel caso di specie, questi limiti sono più stringenti perché spetta agli Stati membri qualificare un'attività come servizio di interesse economico generale in ragione delle condizioni di contesto, anche storico. Spetta, invece, alla Commissione verificare che l'applicazione dell'art. 106 (2) TFUE non sia viziata da manifesto errore o da un abusivo ricorso.

¹²¹ Nozione consolidata nel contesto del diritto *antitrust* comunitario. Per tutti, v. Corte di giustizia, sentenza 16 marzo 2004, cause riunite C-264/01, C-354/01; C-355/01, in europa.eu.int

Sul tema v., V. LOURI, *“Undertaking” as a jurisdictional element for the application of EC competition rules*, in *Legal Issues of Economic Integration*, 2002, 29 (2), 143–176; WILS, *The undertaking as subject of E.C. competition law and the imputation of infringements to natural or legal persons*, in *European Law Rev.*, 2000, vol. 25, n. 5, 99 ss.; L. DI VIA, *Ancora sul principio di solidarietà e la nozione di impresa rilevante per il diritto comunitario della concorrenza*, in *Foro it.*, 1996, IV, c, 72; G. GUIZZI, *Il concetto di impresa tra diritto comunitario, legge antitrust e codice civile*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1993, I, 282; M. DE VITA, *La giurisprudenza comunitaria in materia di concorrenza nel 1996*, in *Foro it.* IV, 451; A. GUARINO, *Verso una concezione più ampia della nozione d'impresa in diritto antitrust europeo*, in *Giur. Comm.*, 1985, 643.

Nel caso particolare, la prestazione professionale dei servizi sussidiati è già offerta da altri operatori del settore alle medesime categorie di utenti, pertanto l'attività economica corrispondente non può che essere considerata impresa.

soppesata la congruità e la necessità del sussidio statale, che avrebbe potuto alterare in maniera consistente la concorrenza con gli altri operatori sul mercato rilevante¹²².

4.2. *I servizi di pagamento come mercato two-sided*

Definito l'*an*, viene in esame la modalità di applicazione del diritto della concorrenza all'impresa che presta servizi di pagamento. Si deve alla letteratura economica il merito di aver individuato un profilo di continuità tra tutti i servizi di pagamento, quale che sia la forma giuridica assunta dallo strumento tecnico utilizzato per impartire l'ordine di pagamento¹²³. Questa dottrina, facendo leva sulle esternalità di rete, imprime al sistema di pagamento una precisa conformazione organizzativa di impresa riconducendola all'attività di coordinamento del *matchmaker* della piattaforma. Mi chiedo fino a che punto queste conclusioni abbiano permeato l'applicazione del diritto europeo della concorrenza nel mercato considerato.

Su questo punto, si ritornerà nella sezione successiva. In questa sede è opportuno muovere dalle premesse microeconomiche della disciplina della concorrenza, secondo le quali il valore della singola unità di prodotto aumenta al crescere delle unità di prodotto vendute¹²⁴,

¹²² State Aid n. 244/2003, § 64 ss.

¹²³ Sulla nozione di ordine e strumento di pagamento, in questo lavoro, Sezione 2.

¹²⁴ Sembra opportuno precisare che le teorie economiche e gius-economiche che utilizzano i concetti di *two-sided markets* e di *positive network externalities* sono caratterizzate da molteplici orientamenti che svolgono analisi ed approdano a conclusioni non perfettamente coincidenti. Senza pretesa di esaustività rinviamo a D. S. EVANS, R. SCHUMALENSEE, *The economics of interchange fees and their regulation: An overview*, MIT Sloan Working Paper, May 2005; Economides, *Competition policy in network industries: An introduction*, June 2004; J. C. ROCHET, J. TIROLE, *Two-sided markets: An overview*, March, 2004; K. HEMPPAINEN, *Competition and regulation in European retail payment systems*, cit., 24 ss.; S. EVANS, *The Antitrust economics of two-sided markets*, Joint Center, September 2002; J. C. ROCHET, J. TIROLE, *Platform competition in two-sided markets*, November 2001; A. BAGLIONI, *La tutela della concorrenza nel settore dei pagamenti: principi teorici e decisioni delle Autorità*, in *Banca impr. Soc.*, 1999, I, 413 ss.; J. MCANDREWS, *Network issues and payment systems*, in *Business Review*, Nov. - Dec. 1997; N. ECONOMIDES, *The economics of networks*, September 1995; *Ibidem*, *Features of credit cards networks*, *Business Review*, Nov./Dec. 1995; J. ECONOMIDES, E. WHITE,

cosicché gli effetti positivi di rete divengono esternalità corrispondenti quando l'ennesimo utilizzatore non è "compensato" dell'aumento di valore apportato alla rete ed ai suoi potenziali utilizzatori¹²⁵.

I servizi di pagamento esibiscono anche esternalità di rete di tipo indiretto (*one-way network*), come altri *virtual network*. Conzano esternalità indirette quando il servizio di pagamento si rivela un bene composito, che risulta dalla combinazione di due tipi di elementi, che non sono rappresentati dagli utilizzatori (a differenza delle reti telefoniche). Esse possono essere espresse all'atto dello scambio ovvero manifestarsi nel ventaglio dei servizi collegati. Nel secondo dei due casi, le esternalità indirette imprimono ai *two-sided markets*¹²⁶ un profilo molto simile ai mercati verticalmente integrati nei quali, supposto che l'*input* sia essenziale all'erogazione del servizio, sono acquistate *x* unità di un *input* ad un livello sovraordinato del mercato (c.d. *upstream market*) per fornire *n* unità di prodotto omogeneo agli utenti finali o, comunque, ad utilizzatori collocati nel mercato *downstream*.

Sono elementi essenziali dei *two-sided market* la rete ed il *matchmaker* (il c.d. gestore della rete). La rete combina le componenti

One-way networks, two-way networks, compatibility, and public policy, Revised December 1994.

¹²⁵ Sulla distinzione tra *network effects* e *network externalities* cfr. S. J. LIEBOWITZ, E. MARGOLIS, *Network externalities (effects)*, *The New Palgrave's Dictionary of Economics and the Law*, Macmillan, 1998, www.utdallas.edu ove si precisa che i «network effects should not properly be called network externalities unless the participants in the market fail to internalise these effects». Cfr. J. ECONOMIDES, *Public policy in network industries*, New York Center for Law and Economics, November 2006, 12 («there are "externalities", i.e., benefits non fully intermediated by the market»).

¹²⁶ Secondo Stiglitz e Walsh, *Principi di microeconomia*, Milano, 2002, 257: «Le esternalità sorgono quando un individuo o un'impresa agiscono in modo tale da influire direttamente sugli altri, senza pagarne di danni o riceverne i benefici. Quando esistono esternalità gli individui o le imprese non si curano delle conseguenze delle loro azioni». Si rinvia anche a: N. ECONOMIDES, *Commentary*, in *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Nov. - Dec., 1995, 61 che scrive: "The existence of network externalities implies that an extra sale has positive benefits to other buyers which the last buyer does not receive". *Amplius*, M. SAVIOLI, *Le esternalità di rete*, in *Quaderni di ricerca del Dipartimento di economia politica*, Università degli studi di Siena, 2006, 2 s.; J. KOLANSKY, *Network effects: a contrarian view*, in *George Mason Law Review*, Spring 1999, 578 s.

del bene e, realizzando la compatibilità, rende attuale la complementarità *in pectore* (esternalità indirette); nei sistemi di pagamento essa consta di un accordo di cooperazione sugli standard tecnici ed operativi, sulle infrastrutture materiali, sulla ripartizione dei rischi connessi al trasferimento, infine sulle condizioni di adesione e di utilizzazione della piattaforma medesima¹²⁷. A sua volta spetta al *matchmaker* fissare il prezzo del servizio di coordinamento offerto dalla piattaforma agli intermediari aderenti e agli utenti finali¹²⁸. Il prezzo sarà stabilito in modo tale da *incrociare* le funzioni di domanda dei due lati del mercato, che perseguono utilità differenti, e perfezionare la transazione. Non soltanto, però, gli utilizzatori finali dovranno essere motivati ad aderire al sistema, ma anche ad utilizzare concretamente i servizi offerti proprio da quella rete. A tal fine, gli incentivi giusti sono bilanciati nella definizione del livello e della struttura del prezzo (del coordinamento offerto), che si articola di regola in due componenti essenziali: le commissioni fisse o di adesione (*membership charges*) e le commissioni variabili o di utilizzazione (*usage charges*), che rispettivamente corrispondono alle condizioni di ingresso alla rete ed alle commissioni interbancarie multilaterali. Pertanto, nel mercato *two-sided*, secondo la dottrina economica prevalente¹²⁹, il volume delle transazioni eseguite attraverso la piattaforma – e quindi il profitto conseguito dal gestore della medesima – è influenzato non soltanto dal livello del prezzo aggregato praticato dalla piattaforma (o rete) ai

¹²⁷ Non che i servizi di pagamento non potrebbero essere prestati in difetto di una piattaforma. I trasferimenti transfrontalieri di fondi sono stati da sempre eseguiti attraverso accordi di corrispondenza tra le banche, ma è una soluzione poco efficiente perché le esternalità si producono proprio quando mancano accordi di cooperazione in grado di internalizzare gli effetti di rete.

¹²⁸ I prezzi praticati su ogni lato del mercato (all'utente finale del servizio) non hanno alcuna relazione né con il costo specifico del singolo segmento di attività né con il costo marginale del coordinamento, poiché – si sostiene – il prodotto complesso presenta vantaggi per entrambe le categorie di utenti e non giustifica la separazione dei costi sostenuti ovvero dei benefici conseguiti da ciascun lato (D. EVANS, *The antitrust economics of two-sided markets*, cit., 7).

¹²⁹ Fanno chiara sintesi Rochet e Tirole: «The starting point for the theory of two-sided market (...) is that an end-user does not internalize the welfare impact of his use of the platform on the other end-users», cfr.: J.S. ROCHET, J. TIROLE, *Two-sided markets: a progress report*, November 2005, 5. Cfr. D. EVANS, *The economics of interchange fees and their regulation: An overview*, cit., 8.

medesimi, ma altresì dal modo in cui è “scomposto” sui due lati del mercato, cioè dalla sua struttura.

In un quadro così delineato, ben si comprende che i servizi di pagamento al dettaglio si configurano come sistemi o reti e si caratterizzano per i seguenti requisiti: *i*) l'essenzialità di due categorie di utenti, collocati sui lati opposti del mercato (es.: ordinante e ricevente il bonifico; detentore della carta ed esercente convenzionato); *ii*) la reciproca dipendenza delle domande di ciascuna categoria di utenti, cosicché l'utilità e il valore che il servizio presenta per una categoria di utilizzatori sono influenzati dalle scelte degli utenti posti sull'altro lato della domanda¹³⁰; *iii*) l'omogeneità dei servizi offerti, che operano secondo un unico standard (o piattaforma) ovvero secondo standard diversi ma compatibili.

Il gestore del sistema stabilisce il prezzo del servizio di coordinamento che, sostenuto in maniera diretta dagli intermediari aderenti, influenza le condizioni economiche del servizio di pagamento applicate agli utilizzatori finali, sia in termini di importo che di allocazione dei costi sull'uno ovvero sull'altro lato del mercato (ordinante e beneficiario del bonifico; ordinante e debitore dell'addebito; detentore della carta ed esercente convenzionato)¹³¹.

La configurazione del mercato dei servizi di pagamento come mercato *two-sided* ma unitario postula così la necessità della determinazione collettiva della commissione interbancaria multilaterale, ma anche delle condizioni normative ed economiche di accesso alla rete di nuovi prodotti ed intermediari. Viene in esame il difficile equilibrio tra concorrenza tra sistemi, nella quale vengono in

¹³⁰ Solo in presenza delle summenzionate condizioni il prodotto può venire ad esistenza. *Amplius*, D. EVANS, *The antitrust economics of two-sided markets*, cit., 2 ss.

¹³¹ Spetterà alle singole banche aderenti, che possono essere presenti su uno o entrambi i lati del mercato, stabilire il prezzo corrispondente al proprio segmento di attività, pur osservando la struttura di prezzo stabilita dalla piattaforma (ampi chiarimenti in D. EVANS, *The antitrust economics of two-sided markets*, cit., 29 ss. Ivi è chiarito che la *interchange fee*, «the relative price of card service to individuals versus merchants», sarà allocata sui due lati del mercato secondo la struttura individuata dalla piattaforma). Copiosa anche la letteratura giuridica sul punto. Per tutti, R. PARDOLESI, *La concorrenza nell'industria delle carte di credito*, in *Riv. banc. merc. fin.*, 2006, 3–22.

gioco i *tipping* ed i *size effect*¹³², e concorrenza intra-sistemica, ove si pone un problema di equilibrio tra i limiti all'accesso, diretti a contenere il rischio di *free riding*, con le ricadute a valle in termini di efficienza del servizio di pagamento. Queste premesse molto spesso orientano il ragionamento e le conclusioni degli economisti ma anche dei giuristi che si occupano di concorrenza sul mercato dei servizi di pagamento. Così, si ripropone la domanda iniziale: fino a che punto l'assetto giuridico della concorrenza ha fatto proprie queste premesse?

4.3. *L'esperienza antitrust europea*

Considerando la complessità degli effetti di rete che i servizi di pagamento esibiscono ed i rischi di disgregazione che mettono alla prova l'impresa-sistema (di pagamento), si potrebbe sostenere che sono tutti accordi strumentali alla creazione ed al funzionamento di una piattaforma sono essenziali per la prestazione del servizio. Pertanto, ammessa l'indispensabilità dell'una o dell'altra regola statutaria, consegue la disapplicazione della disciplina sulla concorrenza. Infatti, i gestori delle reti hanno sostenuto che la commissione interbancaria

¹³² Nella locuzione *size effects*, della quale ogni eventuale traduzione può tradire il significato originale, sono comprese tutte le situazioni nelle quali le preferenze degli utenti sono influenzate dalla dimensione attuale e potenziale della rete e le scelte di consumo si orientano verso sistemi già presenti e consolidati sul mercato, a discapito delle reti emergenti che mancano di una sufficiente massa critica per esercitare una adeguata capacità attrattiva, nonostante possano accrescere più delle altre il benessere sociale per i miglioramenti tecnologici e qualitativi realizzati. I c.d. *tipping effects* indicano che il nesso di complementarità impresso dalle esternalità di tipo indiretto crea una sproporzione tra il potere di mercato ed i profitti conseguiti dalla rete già presente sul mercato ed il potere di mercato ed i profitti delle piattaforme successivamente entrate; la letteratura economica giustifica questa conseguenza nel c.d. effetto-leva (più noto come il *winner-takes-all*), secondo il quale il potere di mercato dell'impresa più grande può essere facilmente un multiplo del potere di mercato della seconda in ordine di dimensione, così la seconda rispetto alla terza e la terza rispetto alla successiva. Si verifica, pertanto, che nei mercati caratterizzati da esternalità di rete anche un leggero vantaggio competitivo della piattaforma è in grado di innalzare le barriere all'ingresso, disincentivando ogni nuovo prestatore ad accettare il rischio di non riuscire a ribaltare l'effetto-leva. K. KEMPPAINEN, *Competition and regulation in European retail payment systems*, Bank of Finland: Discussion Paper, 2003, 1-69; M. BOURREAU, M. VERDIER, *Cooperation for innovation in payment systems: the case of mobile payments*, February 2010, 1-24.

multilaterale¹³³ fosse uno strumento di riequilibrio dei costi tra enti emittenti ed enti convenzionatori, alla stregua di quanto avviene in un'impresa comune, o, ancora, un'imposizione indiretta che non opera discriminazioni tra l'uno e l'altro ente convenzionatore¹³⁴. Nella vicenda Visa del 2002 o Mastercard del 2007, le reti coinvolte si sono difese argomentando che «Qualora mancasse un'iniziativa comune, le banche non terrebbero conto, o ne terrebbero conto solo in misura marginale, delle esternalità positive generate dalle loro decisioni»¹³⁵. In quest'ottica, la commissione rappresentava «il necessario aggiustamento finanziario degli squilibri tra i costi inerenti all'emissione e all'affiliazione e gli introiti provenienti dai titolari della carta e dagli esercenti»¹³⁶. Discorso analogo può svolgersi per la vicenda *Cartes Bancaires* (CB)¹³⁷, che ha coinvolto un sistema di pagamento su carta quadripartito. Il caso, al vaglio prima della Commissione e poi della Corte Generale e della Corte di giustizia, ha contemplato l'esame delle modifiche apportate alle condizioni, economiche e non economiche, di partecipazione alla rete *Cartes Bancaires*, quali il MERFA (*mechanism for regulating the acquisition function*), la quota associativa supplementare e la tariffa “risveglio membri dormienti”. Al riguardo, il Raggruppamento CB ha considerato le modifiche apportate come necessarie allo sviluppo bilanciato delle diverse componenti interbancarie, attivando un meccanismo di compensazione tra i due lati del mercato – l'emissione ed il convenzionamento –.

Diversamente dalla posizione dei *matchmaker*, le scelte operate dalla Commissione e, in sede di impugnazione, dalla Corte di giustizia, sono state poco concilianti. Tendenzialmente hanno configurato un'intesa restrittiva della concorrenza ex art. art. 101 (1) TFUE, ora per oggetto ora per effetto¹³⁸. Ad uno sguardo d'insieme, l'esperienza

¹³³ La commissione interbancaria è un prezzo pagato dall'emittente agli affiliati per determinati servizi forniti.

¹³⁴ Decisione Commissione del 19/12/2007 su Mastercard (in seguito Mastercard).

¹³⁵ *Visa II*, § 56.

¹³⁶ *Visa II*, §14.

¹³⁷ Commissione CE, Decisione del 17 Ottobre 2007, Causa n. AT38606.

¹³⁸ Sulla dimensione storica della disciplina della concorrenza, M. LIBERTINI, *Brevi note sulla concorrenza e servizi di pagamento*, cit., 181 ss., ha ricordato come l'evoluzione dei mercati possa mettere in dubbio soluzioni (interpretative) di

antitrust maturata presenta altri tre profili qualificanti: *i*) un'inclinazione all'intervento regolatorio ed una sensibilità agli orientamenti dell'antitrust nordamericano¹³⁹, secondo un fenomeno di circolazione dei modelli giuridici, comprensibile nel diritto della concorrenza; *ii*) la progressiva valorizzazione della natura di rete del mercato dei servizi di pagamento, indipendentemente dallo strumento con il quale era impartito l'ordine di pagamento; *iii*) la consapevolezza che gli accordi di rete presentano profonde ricadute a valle, sul debitore e sul creditore del rapporto obbligatorio, quale che sia lo strumento di pagamento impiegato.

4.3.1. *La rilevanza giuridica del sistema-organizzazione*

Nel valutare se l'organizzazione-sistema assume, nel contesto del diritto antitrust, una fisionomia più precisa, il punto di partenza del discorso può essere considerato la decisione *Visa 2002* con la quale la Commissione ha considerato come disposizione necessaria dei sistemi di pagamento quadripartiti la clausola con la quale la banca creditrice assume l'obbligo di «accettare tutti i pagamenti correttamente introdotti nel sistema da una banca debitrice» e l'altra che prescrive il divieto di «fissare il prezzo (ex post) da parte di una banca nei confronti dell'altra»¹⁴⁰.

Il caso particolare richiamato ha interessato un sistema di carta di pagamento, quando l'ordine di pagamento è impartito con la collaborazione del creditore ma queste considerazioni valgono anche quando l'ordine di pagamento è impartito direttamente dal debitore,

principio, proposte dalla dottrina o elaborate dalla giurisprudenza, che potrebbero dirsi valide in un certo momento storico ma non in un altro.

¹³⁹ Della giurisprudenza statunitense si segnalano per un confronto: *National Bancard Corporation, v. VISA U.S.A., Inc.*, 779 F.2d 592 U.S. App., Southern District of Florida, 1986; *SCFC ILC., Inc., Mountain Financial, v. Visa USA Inc. v. SEARS, ROEBUCK and Co.*, 784 F. Suppl. 822 (D. C. Utah, 1992); *MasterCard International Inc., v. DeanWitter, Discover & Co.*; and *SCFC ILC Inc. Mountain West Financial*, 1993 U.S. Dist. (S. D. New York, 1993); *SCFC ILC, Inc. v. Visa USA, Inc.*, 36 F.3d 958 (U.S. App. 1994); *U.S. A. v. Visa USA, Visa International. Corp., and MasterCard International*, 344 F.3d 229 (U.S. App., 2003); *In Re Visa Check/Mastermoney antitrust litigation*, 297, F. Supp. 2d 503 (U.S. District, 2003); *Wal-Mart Stores, Inc. v. Visa USA INC. and MasterCard International, Inc.*, 396 F.3d 96 (U.S. App. 2005).

¹⁴⁰ Cfm.: *Visa 2002*, § 59.

come nel caso del bonifico. Infatti, nella decisione *Banche Olandesi* del 1999, è stata sostenuta la necessità che gli intermediari interessati¹⁴¹ raggiungano un accordo, prima che il sistema diventi operativo, sull'accettazione dell'ordine immesso nel sistema e sull'applicazione di una tariffa interbancaria diretta a coprire i costi sostenuti dall'istituto addebitante, anche nell'interesse dell'istituto accreditante, nel trattamento dei bollettini di bonifico. Questa negoziazione non può essere svolta *ex post* – una volta inserito l'ordine nel sistema – per l'assorbente motivazione che debitore e creditore della somma di denaro devono avere certezza che l'ordine sarà eseguito¹⁴², ma anche perché l'«assenza di regole di riferimento sulle condizioni di regolamento potrebbe favorire abusi da parte della banca emittente che si trova in una posizione di monopsonio nei confronti della banca affiliante per quanto riguarda il regolamento di una singola operazione di pagamento»¹⁴³. Dunque, per quanto detto, l'assetto giuridico della concorrenza riconosce come essenziale al contenuto dell'accordo di sistema che l'ente accreditante, quindi l'intermediario del creditore, si obblighi *ex ante* verso l'ente addebitante ad accettare ed eseguire tutti gli ordini di pagamento immessi nel sistema, quale che sia l'ente addebitante, purché aderente al sistema stesso o ad un sistema con il quale è stato raggiunto un accordo di interoperabilità.

L'essenzialità dell'organizzazione-sistema è confermata nella vicenda *Cartes Bancaires*¹⁴⁴, ove la Corte generale aveva qualificato come restrizioni della concorrenza per oggetto le regole del sistema introdotte. In sede di impugnazione, la Corte di giustizia ha rilevato, in sintonia con l'Avvocato generale, un errore di diritto nel *modus procedendi* della Corte generale per non aver valutato le clausole nel contesto economico e giuridico nel quale erano destinate ad operare; questa omissione aveva condizionato – o, meglio, indebolito – la valutazione di anti-giuridicità. Se, in via generale, il contesto economico attiene alla natura dei servizi prestati, alle reali condizioni di funzionamento del mercato o alla struttura del mercato stesso, nel caso di specie, il contesto di riferimento è quello dei *two-sided market* nel

¹⁴¹ Intermediario addebitante è l'intermediario del pagatore, mentre l'intermediario accreditante è l'intermediario del beneficiario.

¹⁴² Decisione *Banche Olandesi*, § 46 ss.

¹⁴³ Decisione *Visa 2002*, § 79.

¹⁴⁴ *Supra*, § 4.3.

quale l'attività di emissione e l'attività di convenzionamento sono essenziali l'una all'altra nonché al funzionamento dell'intero sistema di pagamento¹⁴⁵. Infatti, la Corte di giustizia ha considerato che gli esercenti non accetterebbero di aderire al sistema se il numero dei detentori di carta fosse insufficiente e, analogamente, i consumatori non vorrebbero detenere una carta se essa non potesse essere usata presso un numero sufficiente di esercenti. Si è giunti alla conclusione che, «Having therefore found that there were 'interactions' between the issuing and acquisition activities of a payment system and that those activities produced 'indirect network effects', since the extent of merchants' acceptance of cards and the number of cards in circulation each affects the other, the General Court could not, without erring in law, conclude that the measures at issue had as their object the restriction of competition within the meaning of Article 81(1) EC»¹⁴⁶. Pertanto, le clausole in esame, dirette a bilanciare i due lati del mercato, non potevano essere considerate delle restrizioni della concorrenza per oggetto solo in forza di una valutazione astratta, stralciando la valutazione del contesto, come al contrario aveva fatto la Corte generale decidendo sull'annullamento della decisione della Commissione¹⁴⁷.

Si collocano nel solco della vicenda *Cartes Bancaires* le tante decisioni *Visa* sulla commissione multilaterale (massima) di rimborso (MIF), del 2002 nonché, con toni diversi, del 2010 e del 2019¹⁴⁸. La valutazione della Commissione europea si è snodata su due piani: ha ammesso che la MIF non è indispensabile all'esistenza del sistema e può restringere la concorrenza degli enti partecipanti perché rappresenta un'assorbente voce-base rispetto alla tariffa applicata dagli enti affilianti ai soggetti convenzionati¹⁴⁹, ma ha anche riconosciuto che la MIF può consentire di prestare un servizio più efficiente. Non soltanto si ammette che la MIF consenta alle banche più piccole (e ai loro clienti) di fruire dei vantaggi collegati ad una rete globale che, con le proprie sole forze, non sarebbero in grado di realizzare, ma anche che possa ottimizzare le esternalità positive di rete che quei servizi esibiscono. Manca, di regola, una relazione contrattuale diretta tra

¹⁴⁵ *Cartes Bancaires* 2014, § 73.

¹⁴⁶ *Cartes Bancaires* 2014, § 74.

¹⁴⁷ Opinione dell'Avv. Gen., 27 Marzo 2014.

¹⁴⁸ I riferimenti dettagliati sulle decisioni richiamati in nota 107.

¹⁴⁹ *Visa* 2002; *Visa* 2014; *Mastercard* 2007.

emittenti ed esercenti¹⁵⁰ cosicché, in difetto di un accordo multilaterale sulla tariffa di rimborso, non sarebbe possibile per gli enti emittenti recuperare dai beneficiari il costo dei servizi che essi svolgono in ultima analisi anche a loro vantaggio, frustrando ogni incentivo a prestare il servizio in sé¹⁵¹. Queste argomentazioni hanno giustificato, in forza dell'attuale Art. 101 (3) TFUE, l'autorizzazione in deroga della decisione Visa sul valore massimo della commissione multilaterale di rimborso, sia pure con due *caveat*: è stata prescritta la definizione della MIF tenendo conto dei costi effettivamente sopportati dalle emittenti e, poi, è stata ordinata maggiore trasparenza sulle voci di costo considerate¹⁵². Nel 2014 la validità delle commissioni interbancarie Visa è confermata, pur con la prescrizione di un tetto¹⁵³.

Considerando i casi richiamati, sembra ragionevole concludere che, nella giurisprudenza antitrust europea, l'organizzazione di rete come organizzazione di impresa è elemento fisiologico della prestazione dei servizi di pagamento, cosicché le intese sulle condizioni economiche e non economiche di partecipazione al sistema quadripartito non sono considerate come restrizioni della concorrenza per oggetto, bensì per effetto.

4.3.2. *La sinergia tra azione antitrust ed intervento legislativo*

La domanda che a questo punto può porsi è se il sistema di pagamento come organizzazione di impresa che esibisce esternalità su

¹⁵⁰ L'esercente o beneficiario del pagamento.

¹⁵¹ Visa 2002§ 84-89.

¹⁵² Visa 2002, §74 ss.

¹⁵³ In virtù di queste considerazioni, nonché degli effetti sugli scambi intracomunitari, la Commissione si esprime per l'illiceità della commissione interbancaria Visa, per violazione dell'art. 101, § 1, TFUE, ma – nel quadro del reg. n. 1/2003 – è disponibile ad accogliere gli eventuali impegni che il sistema interessato voglia proporre. La soluzione negoziata si conclude con la fissazione di un tetto alla commissione interbancaria la cui appropriatezza spetta alla Commissione valutare applicando obiettivi criteri di costo. In particolare, è assunto come criterio-guida il costo sopportato dagli esercenti per accettare pagamenti in contanti rispetto al costo sostenuto per il pagamento su carta. La conclusione è stata che il costo medio ponderato (massimo) della commissione multilaterale può ragionevolmente attestarsi tra lo 0.2-0.3%, il che potrebbe rendere indifferente per gli esercenti l'accettazione di pagamenti nell'una o nell'altra forma (§ 42).

due lati, come delineata nell'esperienza antitrust europea, sia limitata a quel contesto. La disciplina moneta-servizio di pagamento non opera una scelta chiara, ma implicitamente ne mutua l'approccio accogliendo l'uno o l'altro tratto caratterizzante. Spesso l'iniziativa legislativa ha provato a fare chiarezza su aspetti per i quali le autorità antitrust tardavano a prendere posizione ovvero avevano preso una posizione che destava più di una perplessità.

In primo luogo, è stato già evidenziato come la natura *two-sided* del mercato dei pagamenti interessa tutti i servizi di pagamento e non soltanto i servizi su carta. Coerentemente, la PSD2 ha adottato una definizione tecnicamente neutra delle attività di emissione e di convenzionamento¹⁵⁴. Al riguardo, il considerando (10) si esprime nei seguenti termini: «La presente direttiva introduce una definizione neutra di convenzionamento delle operazioni di pagamento al fine di ricomprendervi non solo i modelli di convenzionamento tradizionali strutturati attorno all'uso delle carte di pagamento, ma anche modelli commerciali diversi, compresi quelli che comportano la presenza di più di un convenzionatore. Si dovrebbe in tal modo assicurare che i commercianti godano della medesima protezione, indipendentemente dallo strumento di pagamento usato, allorché l'attività è identica al convenzionamento delle operazioni tramite carta».

Inoltre, il legislatore europeo ha avallato l'esistenza delle clausole di integrazione verticale che presidiano la tenuta della rete rispetto ai rischi di disintegrazione¹⁵⁵. Il riferimento è alla *honour all cards rule* (HACR) e alla *non-discrimination-rule* (NDR). Con la prima si prescrive agli esercenti l'obbligo di accettare tutte le carte che sono veicolate dal sistema, senza poter operare differenze tra l'uno e l'altro

¹⁵⁴ Corrispondentemente, nell'Art. 4, n. 45, PSD2, la definizione di emissione di strumenti di pagamento è neutra. Infatti, ivi, si legge, che è «un servizio di pagamento fornito da un prestatore di servizi di pagamento che stipula un contratto per fornire al pagatore uno strumento di pagamento per disporre e trattare le operazioni di pagamento del pagatore». Sia l'emissione di strumenti di pagamento sia il convenzionamento delle operazioni di pagamento sono considerate come servizi di pagamento, secondo l'Allegato I alla PSD2. Per convenzionamento di operazioni di pagamento, la PSD2 intende «un servizio di pagamento fornito da un prestatore di servizi di pagamento che stipula un contratto con il beneficiario per l'accettazione e il trattamento delle operazioni di pagamento, che si traduce in un trasferimento di fondi al beneficiario».

¹⁵⁵ C. GIANNINI, *L'età delle banche centrali*, op. cit.

intermediario addebitante ovvero tra l'uno e l'altro pagatore, al momento della conclusione del contratto da cui si origina l'obbligazione pecuniaria, a condizione che il debitore impartisca l'ordine di pagamento con uno degli strumenti veicolati dalla medesima rete ovvero da una collegata; con l'altra (NDR) si proibisce al beneficiario di praticare sconti, accordare vantaggi, ovvero applicare oneri aggiuntivi al cliente finale¹⁵⁶.

Queste clausole sono regole convenzionali rivolte agli intermediari ma, nonostante ciò, hanno effetti anche a valle, sugli utenti, precisamente il pagatore ed il beneficiario del pagamento. Infatti, come ha ribadito a più riprese la Commissione europea nelle decisioni Visa (dal 2002 al 2019), queste clausole non integrano una restrizione *per se* della concorrenza, perché sono dirette a contenere comportamenti opportunistici del beneficiario e salvaguardare la coesione del sistema, ma accentuano gli effetti restrittivi della MIF perché privano i beneficiari di un minimo di effetto leva.

Il legislatore europeo ha temperato l'effetto restrittivo della *honour all card rule* intervenendo sulla seconda (NDR). Infatti, l'art. 62 (3), PSD2, dispone che l'intermediario (e quindi il sistema al quale l'intermediario partecipa) non può impedire al beneficiario di concedere al pagatore sconti o imporre al medesimo spese per l'utilizzo di un determinato strumento di pagamento, purché le spese imposte non siano superiori ai costi diretti sostenuti per l'utilizzo di quel determinato strumento di pagamento¹⁵⁷.

Il punto è che al co. 4, l'art. 63 PSD2 ha consentito agli Stati membri di escludere questa facoltà del beneficiario quando vogliano promuovere la concorrenza o la diffusione e l'uso di strumenti di pagamento più efficienti. Accade così che la HACR imperversa nei sistemi di pagamento quadripartiti su carta, quanto meno per l'idea che matura leggendo le decisioni Visa.

Da ultimo, il caso della commissione interbancaria multilaterale, che non è una clausola di integrazione verticale in senso proprio. Piuttosto

¹⁵⁶ Considerata la duplice valenza della *no-discrimination rule*, può dirsi che comprenda anche la c.d. *no-surcharge rule*.

¹⁵⁷ A conforto di quanto sostenuto, l'Art. 60 (1), PSD2, ha disposto che «Il beneficiario, qualora imponga una spesa o proponga una riduzione per l'utilizzo di un determinato strumento di pagamento, informa in proposito il pagatore prima di disporre l'operazione di pagamento».

è funzionale a migliorare efficienza della rete-sistema e presenta effetti sugli utilizzatori finali, come riconosciuto dalla Commissione e dallo stesso legislatore europeo. Questa clausola è stata disciplinata nel reg. 2015/751/UE¹⁵⁸, con il quale ne è fissata una soglia massima nelle operazioni con carte di debito o di credito, ma anche nel reg. 2012/260/UE, secondo il quale la commissione interbancaria sarà applicata nelle operazioni per gli addebiti diretti limitatamente alle c.d. operazioni R, precisamente, agli ordini rifiutati, revocati, stornati o per i quali è stata presentata una richiesta di cancellazione.

In conclusione, in un modo o nell'altro, in sede giurisprudenziale o legislativa, è stato riconosciuto che gli effetti delle clausole statutarie dell'accordo di sistema, strumentali all'esistenza, alla coesione o al più efficiente funzionamento del medesimo, si ripercuotono sulle scelte economiche del pagatore e del beneficiario. Questa consapevolezza giuridica rappresenta il punto di partenza per ogni riflessione sugli effetti a valle.

5. *La dinamica del sistema-organizzazione e le plausibili ricadute a valle*

Orbene, l'assetto giuridico della concorrenza ha delineato con maggior chiarezza la fisionomia del sistema-organizzazione, in continuità con le suggestioni delle autorità internazionali di regolazione. La rilevanza giuridica degli accordi interbancari a valle, sugli utilizzatori finali, consente di sostenere che l'ordine di pagamento - di regola configurato come lo *jussum* di una delegazione di pagamento¹⁵⁹ - non rappresenta soltanto una forma di movimentazione

¹⁵⁸ È da segnalare all'interno del fenomeno della circolazione dei modelli, che un precedente di questo secondo regolamento si ritrova nell'ordinamento nordamericano. Con l'emendamento *Durbin*, il legislatore federale statunitense è intervenuto appunto ad ancorare la determinazione della commissione interbancaria nei pagamenti elettronici con carta di debito a parametri di ragionevolezza e di proporzionalità dei costi sostenuti dall'emittente rispetto alla transazione. Agli emittenti ed ai sistemi di carte di pagamento è prescritto un obbligo di informazione sulle commissioni applicate e sui costi aggregati sostenuti per consentire all'autorità di regolazione competente sia di elaborare gli standard sia di svolgere le necessarie verifiche sulla corretta applicazione delle disposizioni legislative (Sect. 1075, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 2010).

¹⁵⁹ W. BIGIAMI, *La delegazione*, Padova, 1940.

della disponibilità in conto ma anche un atto negoziale con il quale il titolare del conto¹⁶⁰ partecipa delle regole del sistema di pagamento, attraverso l'intermediario con il quale ha stipulato un contratto di conto di pagamento, elemento privilegiato e fisiologico di accesso al sistema finanziario¹⁶¹. Detto questo, sembra opportuno considerare le ricadute dell'armonizzazione europea nel rapporto pagatore – beneficiario e nel rapporto utente-prestatore del servizio di pagamento.

5.1. Rapporto pagatore-beneficiario

Nella costruzione del mercato interno dei pagamenti, il legislatore europeo non si è proposto di armonizzare il rapporto obbligatorio tra pagatore e beneficiario¹⁶², al punto che si è parlato al riguardo di un'armonizzazione indiretta¹⁶³. Tuttavia, proprio la fisionomia assunta dal sistema-organizzazione, potrebbe consentire di coglierne un'armonizzazione diretta ma poco apparente, con la conseguenza di equiparare non solo di fatto ma anche di diritto la moneta scritturale¹⁶⁴ alle banconote e al contante nel pagamento dei debiti di valuta¹⁶⁵.

¹⁶⁰ Che assume ora la qualità di debitore ora di creditore nell'operazione di pagamento.

¹⁶¹ *Supra*, § 3.4.

¹⁶² Escludere la disciplina dell'obbligazione monetaria dal processo di armonizzazione dei pagamenti potrebbe essere considerata una scelta di policy coerente con la base giuridica delle iniziative assunte, tutte giustificate dall'Art. 114 TFUE, che quindi rimandano, implicitamente, alla competenza concorrente dell'Unione e degli Stati membri nella realizzazione del mercato interno (Art. 4, lett. a), TFUE).

¹⁶³ A. SCIARRONE ALIBRANDI, *L'adempimento dell'obbligazione pecuniaria tra diritto vivente e portata regolatoria indiretta della Payment Service Directive 2007/64/CE*, in Mancini-Perassi (a cura di), *Il nuovo quadro giuridico comunitario dei servizi di pagamento. Prime riflessioni*, Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale, n. 63, Banca d'Italia: Roma, 2008, 61-73.

¹⁶⁴ Tuttavia, si adotta, in questa sede, un concetto ampio di moneta scritturale, che non comprende soltanto la disponibilità movimentabile a vista dei depositi bancari, ma anche la disponibilità monetaria a vista, movimentabile tramite conti di pagamento offerti da prestatori di servizi di pagamento non bancari, quali gli istituti di pagamento e gli istituti di moneta elettronica.

¹⁶⁵ Secondo V. SANTORO, *L'euro quale moneta scritturale*, in *Banca e Borsa*, 2001, 439, l'equiparazione tra moneta legale ed euro scritturale è un risultato acquisito con l'Art. 8, Reg. 974/98/CE. A questa norma si deve, come evidenzia l'Autore, l'equiparazione accreditato in conto e consegna di banconote e contante, in euro.

Vengono così in esame l'universalità della moneta scritturale e la sua attitudine ad eseguire un pagamento definitivo. Come insegnano gli studi economici, il pagamento è un "atto finale"¹⁶⁶.

a) *Universalità e moneta scritturale*

Sarà contraddistinto da universalità quello strumento che «una volta accettato in pagamento possa essere riutilizzato con la stessa finalità presso uno qualsiasi degli altri operatori presenti nel circuito economico»¹⁶⁷. Orbene, nel contesto dell'analisi svolta, l'universalità della moneta scritturale si radica nell'interoperabilità dei sistemi di pagamento, con particolare efficacia rispetto ai pagamenti in euro. Assumendo come punto di riferimento i principi di indifferenza del paese d'origine dell'ordine di pagamento e di piena raggiungibilità dei conti di pagamento, la Commissione ha promosso l'adozione degli standard SEPA presso gli operatori del settore affidandosi dapprima alla *moral suasion* e, poi, all'effetto vincolante di un meccanismo di *governance* pubblico-privata. Infatti, sono stati approvati, tra il 2001 ed il 2014¹⁶⁸, una serie di regolamenti sui pagamenti elettronici in euro che

L'interpretazione proposta, però, mi sembra soffra dell'eccezionalità della fase – appunto il periodo transitorio prima dell'emissione di banconote e contante in euro – , fase che spiega la soluzione adottata come strumentale a salvaguardare la continuità dei rapporti contrattuali, espressamente riconosciuta tra gli obiettivi prioritari del Regolamento. Cfr: considerando (1). Del resto, se questa conclusione fosse generalizzabile oltre il periodo transitorio, non soltanto il creditore potrebbe imporre al debitore il pagamento in moneta scritturale, ma anche gli Stati membri potrebbero escludere le banconote ed il contante dai rispettivi sistemi senza dover mantenere un equilibrio con la circolazione delle banconote e del contante, così come senza dover addurre una ragione di interesse pubblico. Tutto ciò avrebbe ricadute sulla politica monetaria e sull'equilibrio tra moneta privata e moneta pubblica. Del resto, la sentenza della Corte di giustizia del 26 gennaio 2021, Cause riunite C-422 e 423/19 non depone nel senso di una piena alternatività tra moneta scritturale e banconota.

¹⁶⁶ Mezzo di scambio-moneta inteso come «un bene di natura reale o finanziaria che, pur non essendo direttamente produttivo di utilità per il venditore che lo accetta in pagamento, ha purtuttavia potere liberatorio nei riguardi dell'obbligato, cioè del compratore». Cfr.: C. GIANNINI, *L'evoluzione dei sistemi di pagamento: una sintesi teorica*, in *Moneta e Credito*, 1988 (vol. 41), 187 – 214.

¹⁶⁷ C. GIANNINI, *L'evoluzione dei sistemi di pagamento: una sintesi teorica*, cit., 189.

¹⁶⁸ Reg. 2560/2001/CE del 19 Dicembre 2001, pubblicato in GUCE 28.12.2001 L 344; Reg. 924/2009/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 settembre

hanno assegnato agli intermediari tempi ben precisi per ridurre la distanza tra pagamenti domestici e transfrontalieri, nella forma del bonifico e dell'addebito diretto¹⁶⁹. In sostanza, il legislatore, assumendo che l'operazione consta di un trasferimento elettronico ed interamente automatizzato di fondi, escludeva che vi fossero ragioni per continuare ad operare differenze in termini di tariffe e tempi di esecuzione tra pagamenti domestici e transfrontalieri. Vi era a monte la consapevolezza che gli operatori del settore non sarebbero stati in grado di osservare le prescrizioni regolamentari se non adottando standard tecnici ed operativi identici o compatibili. A quel punto si aprivano loro due possibilità: o dare avvio ad un processo di standardizzazione *ex novo*, rispetto al quale guadagnare ampio consenso, o adottare le regole SEPA già ampiamente condivise. Così il progetto SEPA (*governance privata*) ed il processo di armonizzazione positiva (*governance pubblica*) hanno alimentato un circolo virtuoso che ha favorito l'interoperabilità dei modelli di business, dei linguaggi e delle soluzioni tecniche, semplificando i pagamenti "transfrontalieri". Se è vero che i *rule book* SEPA hanno interessato finora i bonifici e gli addebiti diretti, l'interoperabilità per i pagamenti su carta è indirettamente dettata dall'Art. 35 PSD2 che non consente l'esclusione di un partecipante perché appartiene ad un sistema concorrente¹⁷⁰.

b) Efficacia liberatoria e moneta scritturale

Un mezzo di scambio si può considerare moneta se, per effetto della sua consegna o del suo trasferimento, «il soggetto acquirente è sollevato da qualsiasi obbligazione riveniente dall'atto di acquisto cui il

2009, pubblicato in GUCE L266/11 del 9.10.2009; Reg. 260/2012/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 marzo 2012, pubblicato in GUCE L94/22 del 30.3.2012; Reg. 248/2014/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 febbraio 2014, pubblicato in GUCE L84/1 del 20.3.2014.

¹⁶⁹ Art. 3, reg. 2012/260/UE, rubricato Raggiungibilità, declinata per il pagatore ed il beneficiario, nel senso che «Il PSP di un beneficiario che è raggiungibile per un bonifico nazionale a norma di uno schema di pagamento è raggiungibile, conformemente alle norme di uno schema di pagamento a livello di Unione, per i bonifici iniziati da un pagatore mediante un PSP situato in qualsiasi Stato membro». Speculare il discorso per il pagatore e l'addebito diretto domestico e transfrontaliero.

¹⁷⁰ Supra § 3.1.

pagamento si riferisce»¹⁷¹. In ciò consta la c.d. definitività che, nella letteratura giuridica, è colta come efficacia liberatoria della moneta. Come ha scritto Bruno Inzitari, essa rappresenta una qualità estrinseca al denaro ma allo stesso tempo anche un «presupposto per la stessa esistenza e sviluppo del fenomeno monetario»; questa qualità è individuata nel «l'attribuzione, da parte dello Stato, della efficacia liberatoria, cioè il riconoscimento statutale della capacità della moneta scelta ed indicata come moneta legale di estinguere le obbligazioni»¹⁷². Dunque, il creditore non può rifiutare l'offerta di banconote e contante (e di assegno circolare, secondo la giurisprudenza della Cassazione). Allora, la domanda sembra essere la seguente: l'assetto giuridico europeo della moneta-servizio di pagamento, così come ricostruito in questa analisi, ha creato nei quattro segmenti dell'operazione di pagamento una situazione analoga (di non-rifiutabilità)?

Provo a ripercorrere i passaggi che, a mio avviso, consentono di dare una risposta affermativa alla domanda posta, ricordando che il processo di *elettronificazione*¹⁷³ dei pagamenti ha trasformato l'obbligazione pecuniaria tra debitore e creditore in un rapporto quadripartito che coinvolge i rispettivi intermediari e poi ha collocato questo rapporto quadripartito in un'organizzazione di impresa, verticalmente integrata, detta appunto sistema di pagamento. Per poter concludere nel senso dell'efficacia liberatoria della moneta scritturale, quale che sia la forma tecnica utilizzata per impartire l'ordine di pagamento¹⁷⁴, sarà necessario verificare: (1) se il beneficiario è tenuto ad accettare gli ordini di pagamento veicolati dal sistema; (2) se il prestatore di servizi di pagamento del pagatore è tenuto ad accettare gli ordini impartiti conformemente alla disciplina legislativa ed al regolamento contrattuale, infine, (3) se il prestatore di servizi di pagamento del beneficiario è vincolato agli ordini introdotti nel sistema da una banca o intermediari accreditanti.

(1) Rapporto pagatore-beneficiario. Il beneficiario è tenuto ad accettare gli ordini di pagamento veicolati dal sistema: viene in esame la regola statutaria che prescrive al beneficiario l'accettazione di tutti gli strumenti di pagamento veicolati dal sistema di pagamento, della quale

¹⁷¹ C. GIANNINI, *L'età delle banche centrali*, cit., 100.

¹⁷² B. INZITARI, Voce "Moneta", in *Digesto*, Sez. civ., vol. XI, 1985, 395-429.

¹⁷³ *Supra* § 1.

¹⁷⁴ In altri termini, quale che sia lo strumento di pagamento utilizzato.

la Commissione ha rilevato l'attitudine anti-competitiva ma della quale non ha statuito l'antigiuridicità¹⁷⁵. Al più, il beneficiario può operare una discriminazione tra l'uno e l'altro strumento di pagamento veicolato dal sistema nella misura in cui si applicano le disposizioni pertinenti della PSD2¹⁷⁶.

(2) Rapporto pagatore-prestatore dei servizi di conto di pagamento del pagatore. Il prestatore di servizi di pagamento del pagatore è tenuto ad accettare gli ordini impartiti conformemente alla disciplina legislativa e al regolamento contrattuale. L'Art. 64 PSD2 ha disposto che ciascuna operazione di pagamento è autorizzata se assistita dal consenso del pagatore, impartito direttamente dal medesimo, impartito dal pagatore con la collaborazione del beneficiario, direttamente dal beneficiario, o infine dal prestatore di servizi di ordine di pagamento¹⁷⁷. E se l'ordine non è impartito direttamente dal pagatore?

Sull'ipotesi dell'ordine di pagamento impartito dal beneficiario, è interessante la vicenda *Mediterranean Shipping Company*¹⁷⁸, nella quale la Corte di giustizia è stata chiamata a stabilire se la nozione di servizio di pagamento comprende anche «l'esecuzione di ordini di addebito disposti dal beneficiario su un conto di pagamento di cui non è titolare e ai quali il titolare del conto in tal modo addebitato non abbia consentito»¹⁷⁹. La Corte, nel considerare il contesto della nozione di servizio di pagamento, prende in esame il diritto di rettifica del pagatore sostenendo che «(...) se l'assenza di consenso del titolare del conto addebitato quanto all'esecuzione di un prelievo su questo conto consentisse di escludere siffatta operazione di pagamento dalle nozioni di 'servizio di pagamento', di cui all'articolo 2, paragrafo 1, della

¹⁷⁵ Questa regola è stata esaminata nei casi Visa e Mastercard come *honour-all-cards rule*, ma è generalizzabile a tutti i sistemi di pagamento per i suoi effetti di integrazione verticale.

¹⁷⁶ Supra § 4.3.2.

¹⁷⁷ Secondo l'Art. 79 (2) PSD2, «Nei casi in cui tutte le condizioni stabilite nel contratto quadro del pagatore sono soddisfatte, il prestatore di servizi di pagamento di radicamento del conto del pagatore non può rifiutare di dare esecuzione a un ordine di pagamento autorizzato, indipendentemente dal fatto che l'ordine di pagamento sia disposto dal pagatore, incluso tramite un prestatore di servizi di disposizione di ordine di pagamento o da un beneficiario o per il suo tramite, salvo se vietato da altre pertinenti disposizioni di diritto dell'Unione o nazionale».

¹⁷⁸ Causa C-295/18.

¹⁷⁹ Causa C-295/18, § 35.

direttiva 2007/64, e quindi dal suo ambito di applicazione, tali disposizioni, ove vertessero su operazioni non autorizzate, sarebbero prive di qualsivoglia senso e non avrebbero alcun effetto utile»¹⁸⁰. Quindi, l'ordine impartito dal beneficiario è vincolante per il prestatore di servizi di pagamento del pagatore e non occorre una conferma da parte del medesimo.

Infine, se l'ordine di pagamento è stato impartito tramite il prestatore del servizio di disposizione di ordini di pagamento, l'Art. 68 (5) PSD2, dispone che l'accesso al conto di pagamento può essere rifiutato solo per motivi obiettivamente giustificati e comprovati, con ciò delineando il rifiuto di accesso come l'eccezione e non la regola¹⁸¹.

L'Art. 64 PSD2 ammette la revocabilità del consenso in ogni momento, *ex Art. 80 PSD2*, prima della ricezione da parte del destinatario che avviene quando l'ordine è ricevuto dal prestatore di servizi di cui si avvale il pagatore. Ricevuto l'ordine dal prestatore dei servizi del pagatore (ovvero, decorso il termine per la revoca da parte del pagatore), l'intermediario può, ai sensi dell'Art. 78 PSD2, addebitare il conto di pagamento del debitore¹⁸². La disposizione sul punto non è molto chiara: non esclude, infatti, che l'efficacia

¹⁸⁰ Causa C-295/18, § 43. Pertanto, proprio considerando il trasferimento dei fondi come un processo di trattamento dati interamente automatizzato, che privilegia la speditezza, sul rilievo che è più semplice ripristinare lo *status quo ante* del conto (nel caso di disconoscimento dell'operazione) che verificare ogni volta, *ex ante*, la sussistenza dell'autorizzazione del pagatore, quando il consenso è stato dato indirettamente.

¹⁸¹ Si dispone che «Un prestatore di servizi di pagamento di radicamento del conto può rifiutare l'accesso a un conto di pagamento a un prestatore di servizi di informazione sui conti o a un prestatore di servizi di disposizione di ordine di pagamento per motivi obiettivamente giustificati e debitamente comprovati connessi all'accesso non autorizzato o fraudolento al conto di pagamento da parte di tale prestatore di servizi di informazione sui conti o del prestatore di servizi di disposizione di ordine di pagamento, compreso un ordine di pagamento non autorizzato o fraudolento. (...) Il prestatore di servizi di pagamento di radicamento del conto consente l'accesso al conto di pagamento una volta cessati i motivi che hanno determinato il rifiuto».

¹⁸² Per addebitamenti, si intendono, «le variazioni contabili di segno negativo apportare nella sezione “dare” del conto; essi, al pari degli accreditamenti, sono operazioni di per sé neutre sotto il profilo giuridico in quanto atti esecutivi che possono conseguire ad una pluralità di negozi e dai quali, pertanto, ricevono l'impronta» (SANTORO, *Il conto corrente bancario*, cit., 57).

dell'addebitamento possa essere differito (ma non anticipato, appunto). Considerando la disciplina degli interessi e delle valute, e, provando a dare coerenza al quadro giuridico, sembra ragionevole fissare per l'addebitamento e l'accreditamento lo stesso momento di efficacia: si calibra quello del primo sul secondo, legislativamente individuato nel tempo in cui l'ordine è ricevuto dall'intermediario del pagatore¹⁸³. Dunque, un ordine irrevocabile produce l'effetto dell'addebitamento, con il quale riduce la disponibilità in conto, limitatamente al rapporto debitore-intermediario¹⁸⁴.

(3) Rapporto intermediario del pagatore – intermediario del beneficiario. In sede antitrust non è stato mai messo in dubbio l'obbligo dell'intermediario accreditante di accettare, ad un prezzo concordato ex ante, tutti gli ordini di pagamento correttamente inseriti nel sistema, dall'intermediario del pagatore¹⁸⁵.

Ai punti (1), (2), e (3), sono state riproposte delle valutazioni già svolte nelle sezioni precedenti: le regole statutarie richiamate sono, infatti, il portato del coordinamento raggiunto dai sistemi quadripartiti di pagamento ma di queste regole è stata ammessa l'indispensabilità per la prestazione del servizio *two-sided* ovvero un'attitudine restrittiva della concorrenza che reca più vantaggi che svantaggi. Il che è stato confermato – direttamente o indirettamente - nel processo di armonizzazione legislativa¹⁸⁶. Il diritto europeo dei pagamenti imprime questa qualità alla moneta scritturale ed alla sua circolazione in forma intermediata¹⁸⁷.

¹⁸³ Cfm: G. MUCCIARONE, "Data di valuta": direttiva 2007/64/CE ed ordinamento italiano, in Rispoli Farina - Santoro - Sciarrone Alibrandi - Troiano O. (a cura di), *Armonizzazione europea dei servizi di pagamento e attuazione della direttiva 2007/64/CE*, Milano, 2009, 475-493. Già, V. SANTORO, *Il conto corrente bancario*, cit., 57 s., propendeva per l'efficacia immediata degli addebitamenti, quando essi sono «funzionalmente collegati ai (...) negozi giuridici (...) volti a realizzare la causa di pagamento quali gli ordini a mezzo assegno o di giro».

¹⁸⁴ Cfm. V. SANTORO, *L'efficacia solutoria dei pagamenti tramite intermediari*, in Carriero - Santoro (a cura di), *Il diritto del sistema dei pagamenti*, Milano, 2005, 65-107.

¹⁸⁵ Supra, § 4.3.1.

¹⁸⁶ Supra, § 4.

¹⁸⁷ Questa conclusione appare in sintonia con quanto scriveva Bruno Inzitari nella voce del Digesto richiamata all'inizio di questo paragrafo.

Proprio in virtù delle regole richiamate, l'irrevocabilità e, con essa, l'addebitamento, sono vincolanti anche per l'intermediario accreditante e per il beneficiario e rendono opponibile questa riduzione alla rete. Il cerchio così si è chiuso e può ragionevolmente concludersi che questo meccanismo giuridico ha anticipato al momento dell'addebitamento sul conto del pagatore il verificarsi dell'efficacia liberatoria per il debitore dell'obbligazione pecuniaria¹⁸⁸.

La dissociazione tra efficacia liberatoria ed acquisto della disponibilità da parte del creditore non è una novità in dottrina¹⁸⁹. Inoltre, la Corte di giustizia, chiamata a pronunciarsi sull'interpretazione della dir. 2000/35/CE, ha statuito che il ritardo che fa sorgere il diritto agli interessi moratori si calcola dal momento dell'accREDITAMENTO, tuttavia, continua la Corte, «sarebbe irragionevole porre gli eventuali ritardi dovuti ai lassi di tempo necessari per il

¹⁸⁸ Si dà atto che l'interpretazione proposta non è in linea con le costruzioni invalse nella letteratura giuridica. Avendo riguardo alle tesi di Antonella Sciarrone e Gustavo Olivieri rispetto alle operazioni di bonifico, si registra che entrambe valorizzano l'organizzazione interbancaria nella forma dell'accordo di compensazione multilaterale, ma non concordano sul momento in cui si può considerare eseguito l'ordine impartito. Se Antonella Sciarrone ha collegato la formazione del saldo bilaterale tra banca dell'ordinante e banca del beneficiario al momento dell'esecuzione dell'accordo di riscontro, con la conseguenza di considerare eseguito l'incarico impartito dal pagatore alla data dell'accREDITO della somma di denaro sul conto dell'intermediario del beneficiario, Gustavo Olivieri considera compiuta l'operazione di bonifico solo nel momento in cui l'ente del beneficiario, nei modi e nei tempi convenuti con il proprio cliente, rende disponibile la somma al beneficiario stesso, dal momento che l'estinzione reciproca delle obbligazioni degli aderenti alla procedura di compensazione multilaterale dei recapiti si verifica solo con l'immissione del saldo definito in sede bilaterale nel sistema "Dettaglio". Infatti, lo stesso concorre con i saldi delle altre procedure, alla formazione del saldo su base multilaterale. Coerentemente va individuato il momento in cui il pagatore-debitore di una somma di denaro è liberato dall'obbligazione pecuniaria. Cfr.: A. SCIARRONE ALIBRANDI, *I bonifici transfrontalieri dalla direttiva 97/5/CE al d.lgs. 28 luglio 2000, n.253*, in *Banca e borsa* 2001, 143 ss.; G. OLIVIERI, *Compensazione e circolazione della moneta nei sistemi di pagamento*, Milano, 2002, 223 s.

Con toni un po' diversi, V. SANTORO, *Il conto corrente bancario*, Milano, 1992, 57) che si è espresso in favore dell'efficacia liberatoria immediata degli addebitamenti quando essi sono «funzionalmente collegati ai (...) negozi giuridici (...) volti a realizzare la causa di pagamento quali gli ordini a mezzo assegno o di giro».

¹⁸⁹ A. SCIARRONE ALIBRANDI, *L'interposizione della banca nell'adempimento dell'obbligazione pecuniaria*, op. cit.

trattamento delle transazioni bancarie a carico del debitore che ha agito in buona fede effettuando il suo bonifico tempestivamente, cioè prima della scadenza del termine di pagamento»¹⁹⁰.

5.2. *Rapporto utente-prestatore del servizio*

Il ruolo del sistema-organizzazione non è mai menzionato nella disciplina degli obblighi e delle responsabilità nella prestazione dei servizi di pagamento. Tuttavia, la letteratura giuridica ha valorizzato questo aspetto, sia pure raggiungendo conclusioni differenti. Antonella Sciarrone e Gustavo Olivieri hanno considerato l'organizzazione interbancaria nella forma dell'accordo di compensazione multilaterale per inquadrare la relazione utente-prestatore del servizio di pagamento nel rapporto di mandato; al contrario, Vittorio Santoro ha ricondotto il conto corrente bancario all'appalto di servizi prestati in via continuativa ed il pagamento ad un atto esecutivo; questo servizio – ha sostenuto – poteva essere prestato perché la banca è «componente di un sistema di relazioni commerciali complesso finalizzato alla facilitazione dei pagamenti», individuato nelle stanze di compensazione gestite dalla Banca d'Italia e nel sistema dei corrispondenti¹⁹¹.

Dei due filoni dottrinali, il secondo si rivela più coerente con l'idea di fondo di questo lavoro perché richiama il sistema dei pagamenti come «sistema di relazioni commerciali complesso finalizzato alla facilitazione dei pagamenti» ed il conto corrente bancario come «(...) quel negozio con il quale la banca mette stabilmente la propria organizzazione a disposizione del cliente per l'espletamento di servizi di pagamento con mezzi già disponibili del cliente stesso e senza garantirne il risultato»¹⁹². Nel quadro del conto corrente bancario – ha sostenuto l'Autore – la banca è obbligata ad eseguire gli ordini di pagamento impartiti dal cliente, ma ne risponde della corretta esecuzione come obbligazione di mezzi e non di risultato perché «mette a disposizione del cliente la propria organizzazione affinché questi possa conseguire il risultato utile al trasferimento del denaro da un luogo ad altro e/o da un soggetto ad altro, ma tale risultato non

¹⁹⁰ Corte di giustizia, sentenza 3 aprile 2008, causa C-306/06, § 20.

¹⁹¹ V. SANTORO, *Il conto corrente bancario*, cit., 41 ss.

¹⁹² V. SANTORO, *Il conto corrente*, *Ibidem*, 20 ss.

assicura»¹⁹³. Le ultime evoluzioni del quadro giuridico possono sollevare qualche dubbio sulla configurazione come obbligazione di mezzo, ma la centralità riconosciuta al conto corrente bancario è coerente con il ruolo che, sul piano europeo, è riconosciuto al conto di pagamento come strumento di inclusione finanziaria.

Negli studi menzionati, che si collocano nel decennio che va dal 1992 al 2002, il processo di armonizzazione europea (dei pagamenti al dettaglio) non aveva ancora assunto la fisionomia attuale, né era maturata quella sensibilità delle autorità e della dottrina antitrust alla dimensione microeconomica del mercato dei servizi di pagamento, in termini di rilevanza giuridica assunta dalle esternalità di rete *two-sided*. Al contrario, nell'attuale quadro giuridico dei pagamenti, gli equilibri appaiono diversi: il sistema di pagamento come organizzazione di impresa svolge un ruolo economicamente e giuridicamente prevalente rispetto al singolo intermediario coinvolto, bancario o non bancario. In fondo, il cliente sceglie ed utilizza uno strumento di pagamento valutando la sua spendibilità e la sicurezza dei dati veicolati, a parità di tempi e costi di esecuzione dell'ordine di pagamento. Ma la spendibilità e la sicurezza dipendono più dal sistema che dal singolo partecipante. Come mai non viene considerato in alcun modo il sistema-organizzazione nella disciplina degli obblighi e delle responsabilità per la prestazione dei servizi di pagamento? Il riferimento è all'efficienza e alla sicurezza delle infrastrutture di protezione e trasmissione di informazioni, monetarie e non monetarie, veicolate nell'esecuzione di ordini di pagamento, mentre la PSD2, infatti, tratteggia una responsabilità tendenzialmente oggettiva del prestatore del servizio. Probabilmente, questo dipende anche dalla mancanza di chiarezza sulla relazione rete-partecipante, come si intuisce anche dalla vicenda Mastercard¹⁹⁴, laddove si è posto il problema se Mastercard fosse l'organizzazione apicale degli intermediari partecipanti ovvero un semplice prestatore di servizi delle banche-utenti. La Corte di giustizia ha concluso nel primo senso rilevando una comunione di interessi ed una partecipazione, diretta o delegata, degli aderenti alle decisioni della rete; se così è, allora sembra ragionevole riflettere questo ruolo attivo dell'organizzazione di rete a valle, rispetto a quei servizi che le sue

¹⁹³ V. SANTORO, *Ibidem*.

¹⁹⁴ *Supra*, § 4.1.

scelte collegiali concorrono a delineare. Il sistema di pagamento diviene così una variabile sulla quale riflettere anche per delineare l'assetto giuridico dei rapporti a valle, debitore-creditore della somma di denaro così come utente-prestatore del contratto di servizio di pagamento.

Risposte (e proposte) della Banca d'Italia alle sfide dell'evoluzione tecnologica

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Le tecnologie DLT. – 3. La *lex cryptographica*. – 4. MiCAR: primi passi per un nuovo assetto regolamentare. – 5. Il PISA *framework*: un'idea di regolazione anche dei sistemi digitali. – 6. Attività di definizione di standard e *best practices*. – 7. Conclusioni.

1. Introduzione

L'evoluzione tecnologica è da sempre un agente di trasformazione della società e dei sistemi economici. La velocità con la quale le tecnologie digitali si sono diffuse e continuano a evolvere sta radicalmente trasformando anche i rapporti di cittadini, imprese e istituzioni con la moneta, i risparmi, gli investimenti.

Nel settore finanziario e dei pagamenti sono in atto trasformazioni profonde dei servizi e degli strumenti esistenti; si sfruttano le potenzialità della digitalizzazione per sviluppare nuovi modelli di offerta. Al tempo stesso, prendono forma nuove soluzioni e prodotti basati su paradigmi tecnologici ancora non del tutto esplorati. In quest'ambito si collocano anche le nuove forme di finanza decentralizzata e le cosiddette "cripto-attività"; queste presentano tratti degni di attenzione sotto diversi profili, non ultimi quelli di stabilità finanziaria e protezione degli investitori; ci si riferisce in particolare a quelle che sono dotate di un prezzo positivo pur in assenza di un qualsiasi valore d'uso proprio o di un legame, anche indiretto, con una qualche attività reale.

Sono trasformazioni profonde che investono molte dimensioni dell'economia e del diritto.

I recenti accadimenti che hanno coinvolto alcune di queste cripto-attività e i servizi a essi legati – si pensi ai casi delle *stablecoin* TerraUSD e Tether e della piattaforma Celsius, e al crollo del valore complessivo del mercato delle cripto-attività, da novembre scorso a luglio di quest'anno, da quasi 3000 a circa 1000 miliardi di dollari –

sono un ulteriore richiamo alla necessità di stabilire al più presto un assetto regolamentare che definisca ruoli, responsabilità, tutele.

Non si tratta di un compito facile né immediato, per almeno due ragioni.

La prima risiede nel fatto che la tecnologia rende possibile l'invenzione di prodotti e servizi che per la loro novità sono difficilmente assoggettabili alle regole esistenti, per quanto queste possano essere in una certa misura estese e interpretate.

La seconda va rintracciata nella difficoltà di applicare le categorie giuridiche del mondo analogico – come quelle riguardanti, ad esempio, le modalità di formazione del consenso, la responsabilità delle parti coinvolte, la qualificazione del danno, gli effetti risarcitori – a sistemi digitali in cui i legami tra gli agenti non sono chiaramente e completamente suggellati in un contratto da essi volontariamente sottoscritto; al contrario la relazione tra soggetti deriva semplicemente dal loro operare su una piattaforma tecnologica senza geografia, in alcuni casi senza struttura proprietaria, la quale risponde al proprio codice crittografico che non è necessariamente conforme alle regole che governano il diritto privato. La *lex cryptographica* sfida, in tal senso, il diritto civile.

Queste difficoltà non giustificano l'inazione, anzi. Tenendo conto dei suoi compiti istituzionali di autorità di vigilanza (prudenziale e di tutela), sorveglianza sui sistemi di pagamento, responsabile della stabilità finanziaria, la Banca d'Italia ha recentemente pubblicato una Comunicazione¹ volta a richiamare l'attenzione degli intermediari vigilati, dei soggetti sorvegliati e di quelli che operano a vario titolo nei sistemi decentralizzati, anche come utenti, sia sulle opportunità sia sui rischi connessi con l'uso delle tecnologie decentralizzate e con l'operatività in cripto-attività, evidenziando una serie di profili rilevanti per il loro presidio.

La Comunicazione spiega anche come il quadro normativo di riferimento, pur quando integrato delle norme europee in fase di emanazione, non copre completamente le fattispecie rilevanti. Molto terreno resta da arare; questo contributo intende condividere alcune riflessioni su come si può provare a farlo.

¹<https://www.bancaditalia.it/media/notizia/comunicazione-della-banca-d-italia-in-materia-di-tecnologie-decentralizzate-nella-finanza-e-cripto-attivita/>

2. Le tecnologie DLT

Si tratta, in primo luogo, di sviluppare alcune considerazioni sui nuovi paradigmi tecnologici. Il riferimento immediato è alle *distributed ledger technologies* (DLT), le tecnologie basate sui registri distribuiti rappresentati da “archivi di informazioni” per la registrazione delle operazioni, che sono condivisi e sincronizzati tra un insieme di nodi in rete mediante l’utilizzo di specifici meccanismi di consenso².

In linea di principio, le DLT sono potenzialmente in grado di apportare benefici significativi per gli utilizzatori, attraverso la possibilità di interagire tra loro direttamente, senza intermediari, anche in assenza di una conoscenza diretta e di una base di fiducia reciproca. L’algoritmo che governa la DLT si sostituisce agli intermediari nel garantire l’irreversibilità delle transazioni. Ne derivano guadagni di efficienza nella prestazione di servizi finanziari (perché lo stesso servizio può essere reso riducendo le risorse necessarie alla sua produzione), ampliamento degli orari di operatività dei sistemi, riduzione dei costi e dei tempi per le transazioni domestiche e transfrontaliere.

Le caratteristiche della tecnologia *blockchain* – che rappresenta il tipo più noto di DLT – hanno stimolato la nascita di un intero settore della finanza, la cosiddetta DeFi, che ha l’ambizione di rendere possibile la produzione e l’offerta di servizi per molti aspetti analoghi a quelli forniti dall’industria tradizionale attraverso interazioni dirette tra i soggetti coinvolti, senza il ricorso a intermediari.

L’ingrediente chiave di questa nuova ricetta sono i cosiddetti *smart contracts*; si tratta di programmi informatici che permettono l’esecuzione automatica di una disposizione (e, di conseguenza, la sua registrazione sulla *blockchain*) al ricorrere di condizioni predeterminate; gli *smart contracts* svolgono pertanto un ruolo fondamentale nell’ambito delle tecnologie decentralizzate in finanza, garantendo per via algoritmica il rispetto delle “regole d’ingaggio” (nel mondo analogico interamente affidate a regole pubbliche e pattizie).

² La definizione di registro distribuito è ripresa dal recente Regolamento UE 2022/858 relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito (c.d. *DLT pilot regime*).

L'uso estensivo degli *smart contracts* realizza sistemi complessi, al cui interno i vari attori coinvolti (intermediari vigilati, soggetti sorvegliati, operatori tecnologici, utenti) si pongono in relazione tra loro anche con modalità molto diverse rispetto al passato, in una logica di interdipendenza che va al di là del focus sul singolo soggetto e degli schemi interpretativi tradizionali.

Ad esempio, oggi la regolamentazione del sistema finanziario prevede il meccanismo di esternalizzazione (*outsourcing*) che, attraverso appositi accordi contrattuali, consente agli intermediari di avvalersi dei servizi di fornitori di tecnologia e ai supervisori di mantenere il controllo su tali relazioni; nel caso delle DLT, invece, l'interazione tra diversi attori del sistema si può instaurare anche in assenza di legami diretti di tipo contrattuale. La tecnologia è cioè il fattore fondamentale che lega tra loro le diverse componenti, sia oggettive (strumenti, infrastrutture) che soggettive (appunto, le diverse tipologie di attori coinvolti).

3. *La lex cryptographica*

Questa considerazione sul ruolo vincolante della tecnologia al di là dei legami contrattuali pone una seria sfida alle regole del diritto. In un contesto completamente disintermediato, la regolamentazione dei rapporti tra privati è scritta nell'algoritmo informatico, la cui esecuzione è anch'essa soggetta solo al codice stesso residente su piattaforme globali e quindi non riconducibile ad alcuna giurisdizione specifica. In queste circostanze c'è da chiedersi quale ruolo svolgano le regole di diritto privato e se esse non rischino di cedere il passo alla *lex cryptographica* degli *smart contracts*³.

L'uso di programmi che vengono eseguiti automaticamente quando risultino soddisfatte condizioni predeterminate è noto nella finanza: si pensi alla determinazione del prezzo di acquisto/vendita di uno strumento finanziario sulla cui base un software avvia l'esecuzione della relativa operazione. La vera novità, introdotta dagli *smart contracts*, risiede invece nella esecuzione automatica e nella

³ Cfr. P. CIPOLLONE, Intervento al convegno *Conference on Digital Platforms and Global Law*, 29 aprile 2022, Villa Aldobrandini, Roma reperibile al link https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2022/en_CIPOLLONE_29_aprile_2022.pdf?language_id=1

caratteristica di immutabilità degli esiti dell'operazione: in altri termini, una volta che l'operazione è stata eseguita non è più possibile intervenire in alcun modo su di essa se non alle condizioni che sono state incorporate *ex ante* nel "codice"⁴.

E qui si rinviene il punto più complesso (o, a seconda della prospettiva, più stimolante) di questo nuovo scenario; se si volesse replicare l'adattabilità con la quale l'ordinamento del mondo analogico gestisce le più disparate circostanze all'interno delle quali si svolgono i rapporti tra i privati, sarebbe necessario prevedere *ex ante* tutti i possibili stati del mondo ed incorporarli negli *smart contracts* in modo da adattare l'esito del contratto alla specifica condizione. L'indisponibilità di meccanismi di adattamento *ex post* rimanda all'impossibile compito di immaginare *ex ante* tutti i possibili accadimenti e incorporarli nel codice⁵.

La rilevanza di tutto ciò sui tradizionali rimedi legali è evidente: la governance decentralizzata di una DLT/*blockchain*, infatti, non lascia spazio di per sé alle tradizionali tutele giudiziarie e, in un mondo decentralizzato, anche un'idea come quella del *forum loci* è di difficile applicazione.

Tutte le peculiarità richiamate possono trovare ulteriori elementi di amplificazione in alcune declinazioni delle DLT. È il caso, ad esempio, dell'assegnazione di "token di governance" – che riconoscono a soggetti con un ruolo particolare nell'ecosistema (ad esempio progettisti di algoritmi, emittenti di cripto-attività, fornitori di capitale) l'esercizio di speciali poteri di indirizzo (quali *casting vote* o specifici poteri decisorii); oppure della *blockchain* che operi come Organizzazione Autonoma Decentralizzata (DAO – *Decentralized Autonomous Organization*), vale a dire un'entità gestita da un network di soggetti paritari che risponde alle regole del codice.

Per guardare a tutti questi fenomeni con l'ottica del regolatore è necessario tenere conto del ruolo cruciale svolto da coloro che dettano

⁴ P. DE FILIPPI-A. WRIGHT, *Blockchain and the Law. The rule of Code*, Harvard, 2018.

⁵ In linea di principio si potrebbe ricorrere al regime risarcitorio *ex post* disposto da un arbitro o da un giudice. Al riguardo si aprono due ordini di problemi: a) non sempre c'è la possibilità di dare attuazione all'ordine risarcitorio se la parte obbligata non è identificata o risiede in una giurisdizione diversa da quella di chi giudica; b) il sovraccarico dell'attività delle Corti.

nel concreto le regole del gioco: gli sviluppatori della DLT/*blockchain*, i programmatori di *smart contracts*, tutti coloro che possono modificare le regole di base della piattaforma. Sono costoro, infatti, a definire la nuova governance digitale per tutti gli altri *stakeholders* che si affacciano, con ruoli e responsabilità diversi, ai sistemi decentralizzati.

4. *MiCAR: primi passi per un nuovo assetto regolamentare*

La sfida della *lex cryptographica* al diritto trova immediata applicazione nell'ambito della regolamentazione dell'intero settore delle cripto-attività che, come detto, rappresenta una delle più note applicazioni delle tecnologie decentralizzate ed è ancora, per il momento, largamente deregolamentato.

Sono in corso a livello internazionale ed europeo i lavori, a cui la Banca d'Italia contribuisce attivamente, per disegnare un nuovo insieme di regole e di controlli per le cripto-attività e per i relativi sistemi. In particolare a livello europeo è in fase avanzata il negoziato per la definizione del *Market in Crypto Assets Regulation* (MiCAR), che – insieme al *Digital Operational Resilience Act* (DORA) – è parte della Strategia della Commissione europea sulla Finanza Digitale. MiCAR introdurrà un regime armonizzato per le attività di emissione e offerta di cripto-attività e per i servizi che ad esse fanno riferimento, come quelli di negoziazione e portafoglio digitale.

Occorre però segnalare che l'entrata a regime di MiCAR richiederà ancora del tempo e che essa intercetterà solo in parte la dimensione tecnologica che, come visto, assume un ruolo predominante nel mondo della finanza decentralizzata. Infatti, se è vero che l'adozione di MiCAR rappresenta un primo e importante passo in avanti, in quanto contribuirà a ridurre l'incertezza normativa e a favorire uno sviluppo ordinato del mercato delle cripto-attività, tuttavia essa non affronta tutte le diverse componenti dei sistemi di cripto-attività e la loro applicazione nella finanza decentralizzata. Con la sua ottica *entity-based* – che guarda a offerenti, emittenti, prestatori di servizi in cripto-attività – MiCAR non ricomprende nel suo ambito di applicazione i *provider* tecnologici, sotto il profilo soggettivo, né i modelli caratterizzati da una decentralizzazione pura, sotto quello oggettivo (si pensi in particolare al già menzionato fenomeno delle DAO).

Alla luce di tali considerazioni, si pone pertanto l'esigenza per le Autorità di assumere un atteggiamento proattivo e di presidiare l'avanzamento della frontiera tecnologica andando anche oltre le prescrizioni normative, la cui definizione è attualmente *in fieri*. È questo l'approccio fatto proprio dalla Comunicazione recentemente adottata dalla Banca d'Italia in tema di tecnologie decentralizzate e cripto-attività, nella quale si segnala l'importanza di iniziare a delineare un sistema di principi e buone prassi che, ancorché non vincolanti, mitigano i rischi connessi con la progettazione e l'impiego delle tecnologie decentralizzate: ciò anche mediante la definizione di standard condivisi con il mondo privato. Nel contesto di questi sviluppi, emerge in particolare il peculiare ruolo svolto dal settore dei pagamenti il quale, per sua stessa natura, si pone in simbiosi con tale scenario in continua evoluzione, in virtù delle sue caratteristiche che al contempo rispecchiano quelle di "banco di prova" e di "fucina" di soluzioni innovative. Il mondo dei pagamenti ha cioè dimostrato di essere un comparto in grado sia di creare e sperimentare l'innovazione sia di contribuire alla sua più ampia diffusione nel sistema economico: ne sono un esempio lo sviluppo dell'*open banking* e, in prospettiva, anche dell'*open finance* e della cosiddetta *platformization*, ovvero l'economia delle piattaforme.

5. Il PISA framework: un'idea di regolazione anche dei sistemi digitali

Con riferimento alla richiamata prospettiva di sistema, si pone l'esigenza, per la Banca centrale, di interloquire con una pluralità di soggetti che a tali sistemi afferiscono: come accennato, si tratta degli intermediari vigilati, degli operatori sorvegliati quali gestori di schemi e di infrastrutture di pagamento, dei fornitori tecnologici, nonché degli utenti finali. Tale necessità appare ancor più pronunciata nelle soluzioni decentralizzate, rispetto alle quali risulta essenziale cogliere la novità insita nell'elemento relazionale, specialmente con riferimento agli ambiti più distanti dal tradizionale perimetro regolamentare, dove è più marcata la rilevanza del fattore tecnologico e dei soggetti che lo determinano.

Assume pertanto un rilievo essenziale, accanto alla funzione di vigilanza sugli intermediari, quella di sorveglianza (*oversight*) sul sistema dei pagamenti, nel suo essere rivolta all'osservazione della

qualità, anche tecnologica, sia degli schemi sia delle singole entità che vi partecipano. Proprio verso la direzione di attrarre nell'ambito della sorveglianza soggetti operanti in sistemi di cripto-attività è orientato il nuovo quadro di sorveglianza dell'Eurosistema, il cosiddetto "PISA framework" (*Eurosystem oversight framework for electronic payment instruments, schemes and arrangements*), pubblicato a novembre 2021 e che troverà applicazione a partire dal prossimo mese di novembre.

Al fine di tenere conto dei cambiamenti che interessano il sistema dei pagamenti, il PISA framework estende il perimetro di controllo abbracciando, accanto agli schemi e agli accordi relativi ai "tradizionali" strumenti di pagamento elettronici (carte di pagamento, bonifici, addebiti diretti e moneta elettronica), anche quelli su cui si basano nuovi prodotti, quali i "token di pagamento digitali", fra cui le cosiddette *stablecoins*. È importante aver presente che queste ultime vengono ricomprese nel framework in virtù di un riferimento al concetto di *transfer of value* invece che alla tradizionale nozione di *transfer of funds*. Ne risulta influenzato anche il ruolo delle banche centrali, che hanno tra i loro compiti proprio la salvaguardia del regolare funzionamento del sistema dei pagamenti nel suo complesso, inteso in termini di affidabilità e efficienza (nel caso della Banca d'Italia, essi sono sanciti, a livello nazionale, dall'articolo 146 del Testo Unico Bancario).

Più in generale, il PISA framework segna un'evoluzione fondamentale rispetto all'architettura dei controlli disponibile in quanto intercetta – e, anzi, pone al centro della propria ratio applicativa – la componente di digitalizzazione, stabilendo un insieme unitario, armonizzato e *future-proof* di principi di sorveglianza per gli strumenti e gli schemi di pagamento nonché per gli *arrangements* a supporto degli stessi (quali ad esempio i *wallet* elettronici), secondo un approccio olistico che guarda sia alla declinazione in senso digitale dei servizi esistenti sia allo sviluppo di nuovi servizi: tanto gli uni quanto gli altri spingono infatti su soluzioni innovative che, in alcune rilevanti configurazioni operative e di *business*, imprimono tra l'altro un'accelerazione decisiva all'adozione di logiche "open" e di piattaforma basate sulla circolazione e sull'accessibilità dei dati, anche e soprattutto in virtù della connessione e dell'interdipendenza tra gli attori a vario titolo coinvolti negli "ecosistemi di pagamento".

6. Attività di definizione di standard e best practices

Occorre poi osservare che i meccanismi di decentralizzazione consentono di ridurre o escludere del tutto il coinvolgimento di intermediari e di “terze parti fidate” nell’offerta di servizi finanziari: all’esterno del perimetro regolamentare il ruolo della tecnologia, e dei soggetti che ne consentono lo sviluppo e la diffusione, assume dunque una rilevanza predominante. La più elevata incidenza del contributo tecnologico fa sì, tra l’altro, che alle minacce tradizionalmente associate ai servizi finanziari si aggiungano anche altre criticità, come i rischi operativi e *cyber*, tipicamente connessi con i settori dove più alto è il tasso di innovazione.

Questo scenario rende molto più complesso l’esercizio dei compiti di sorveglianza e vigilanza, in quanto diventa sfuggente l’identificazione degli assetti di governance che caratterizzano la realizzazione dei prodotti e la fornitura dei servizi finanziari: ciò, come ricordato, anche in virtù dell’assenza di rapporti giuridici diretti tra gli attori coinvolti e la presenza di interdipendenze funzionali, anche molto strette, che definiscono una struttura frammentata ed eterogenea.

Il nucleo algoritmico del sistema, in questa prospettiva, risiede all’interno degli *smart contracts*, che interagiscono con il registro della DLT alimentandolo secondo caratteristiche deterministiche e rispondenti alle logiche di immutabilità.

È per questo motivo che negli scenari di finanza decentralizzata assumono un’importanza cruciale gli sviluppatori di *blockchain* e *smart contracts*, i quali, potendo agire sulla tecnologia alla base del funzionamento di tali soluzioni, sono in grado di definire le regole che disciplinano l’operatività di tutti gli altri attori e del sistema nel suo complesso. Tali soggetti vengono a trovarsi nella maggioranza dei casi fuori dal perimetro di applicazione delle norme che abilitano l’esercizio delle funzioni di controllo affidate alle Autorità di settore.

Queste ultime possono quindi affrontare le nuove sfide poste dall’innovazione tecnologica facendo ricorso, in via complementare alla leva normativa, anche a un’altra linea d’azione, avente come obiettivo la definizione di standard e *best practices* settoriali che possano rappresentare una scala di riferimento per valutare la qualità dei parametri che definiscono le tecnologie di decentralizzazione, quali, appunto, *blockchain* e *smart contracts*.

Tali riferimenti sarebbero d'ausilio nell'assicurare, anche in una prospettiva di *enforcement*, un livello minimo di sicurezza, inclusione e sostenibilità comune a tutte le applicazioni di settore, supporterebbero gli aspetti connessi con la qualifica di tali innovazioni sotto il profilo legale (e giurisdizionale), anche con riferimento alla tutela di operatori e utilizzatori, contribuirebbero complessivamente a mitigare i rischi di utilizzo delle nuove tecnologie per tutti gli attori del sistema.

Tenendo conto dei complessi assetti di governance che interessano le soluzioni decentralizzate e che rendono difficile – quando non impossibile – individuare i soggetti che ne detengono i poteri di gestione e indirizzo, nella definizione di tali standard occorre valutare la possibilità di stabilire forme di partenariato tra settore pubblico e privato, nell'ottica di garantire al contempo la loro aderenza rispetto al continuo avanzare della frontiera tecnologica e la tutela dei diritti di cittadini e imprese. Tale dinamica di co-regolazione, ove correttamente impostata, potrebbe dare spazio a un ambito di cooperazione sinergica e di dialogo costante tra Autorità Pubblica e soggetti privati, con l'obiettivo di identificare e condividere benchmark tecnologici volti a costituire la garanzia di un'innovazione tecnologica robusta e sana.

L'attività di standardizzazione, inoltre, avrebbe potenzialmente una capacità di attrazione anche nei confronti degli attori che, pur non rientrando nel perimetro dei controlli, trarrebbero beneficio dalla disponibilità di un riferimento tecnologico condiviso e approvato dall'Autorità per innalzare la qualità dei loro servizi e processi di business.

È questa la prospettiva a cui può essere ricondotto l'interesse della Banca d'Italia a implementare, anzitutto con l'Accademia, rapporti di collaborazione che – prendendo avvio dalla necessità di delineare un modello digitale di riferimento sul quale fare affidamento per orientare l'attività di analisi, monitoraggio e controllo – abbiano come obiettivo la promozione e l'individuazione di standard e linee guida, condivisi e sicuri, per gli *smart contracts* utilizzati nel settore dei pagamenti e finanziario; ciò anche al fine di contribuire alla discussione nell'ambito delle sedi di coordinamento cui l'Istituto partecipa e di stimolare, insieme alle altre Autorità, la ricerca di soluzioni il più possibile condivise per dare risposta a problemi che hanno natura globale.

Tale attenzione verso l'individuazione di *best practice* a livello di settore trova un significativo riflesso anche nella ricordata

Comunicazione, nel suo essere volta a richiamare l'attenzione del mercato sulle opportunità e le criticità connesse con l'utilizzo di tecnologie decentralizzate e cripto-attività e a indicare dei principi di riferimento per la corretta gestione dei rischi relativi.

7. Conclusioni

A fronte di un contesto in rapido e costante mutamento, le risposte che le Autorità sono chiamate a dare devono far leva su un approccio proattivo, attento al cambiamento, consapevole della natura globale degli sviluppi in corso, in grado di conferire effettività ai compiti che ad esse sono assegnati dall'ordinamento.

La sfida posta dalla *lex cryptographica* al diritto in generale – e, in particolare, alla regolamentazione dell'attività finanziaria e dei sistemi di pagamento – è oggi al centro della riflessione anche della Banca d'Italia.

In un'ottica di progressiva definizione e affinamento degli strumenti regolatori, stiamo innanzitutto contribuendo alla definizione di MiCAR, che costituisce un importante passo in avanti nella classificazione dei diversi strumenti che vanno sotto il generico nome di *crypto-assets*, nella definizione dei ruoli e delle responsabilità di chi fornisce servizi legati ad essi, nell'attribuzione dei poteri e delle responsabilità alle autorità di vigilanza e sorveglianza.

La Banca d'Italia ha contribuito alla definizione del *framework* PISA, che consente ad essa di allargare il potere di sorveglianza oltre il singolo soggetto sino a ricomprendere tutte le entità che intervengono a vario titolo nel trasferimento di valore tra due soggetti.

Il compito non è concluso; restano da stabilire modalità per estendere l'attività finalizzata a garantire la stabilità finanziaria a quelle aree nelle quali l'assenza di soggetti cui imputare specifiche responsabilità può rendere inefficace l'esercizio del solo potere regolatorio.

Su questo terreno più di confine la Banca d'Italia si sta muovendo seguendo una logica di promozione e di individuazione di standard e linee guida, condivisi e sicuri, per gli *smart contracts* utilizzati nel settore dei pagamenti e finanziario.

La gestione collettiva del risparmio davanti alla sfida della sostenibilità tra ambiguità normative e difficoltà applicative

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Le nuove norme del Regolamento *Taxonomy* e del *SFDR* e il loro impatto sul settore dei fondi di investimento. – 3. Dalla consultazione alla proposta di modifica della *AIFMD*. – 4. Le nuove norme del Regolamento Delegato 2021/1255 e della Direttiva Delegata 2021/1270. – 5. Le criticità interpretative e di implementazione derivanti dall'adozione delle nuove norme. – 5.1. L'assenza e/o la carenza di dati attendibili in materia di sostenibilità. – 5.2. La carenza di risorse umane con competenze in tema di sostenibilità nel contesto degli investimenti. – 5.3. Le incertezze interpretative circa la distinzione tra fondi *ex art. 8 SFDR*, fondi *ex art. 9 SFDR* e altri fondi. – 5.4. Divergenze normative tra stati membri e *gold-plating rules* – 6. Conclusioni.

1. Introduzione

Nel Piano d'Azione per Finanziare la Crescita Sostenibile (c.d. *Sustainable Finance Action Plan*, o, in breve, *SFAP*), pubblicato nel marzo 2018, la Commissione Europea ha elencato e descritto una serie di azioni finalizzate a indirizzare gradualmente l'economia europea, e con essa, più in generale, la società europea, verso la sostenibilità.¹ Nell'ottica della Commissione, la transizione verso la sostenibilità può, però, avvenire solo attraverso il supporto del sistema finanziario; così, muovendo dall'Accordo sul Clima di Parigi² e dalla c.d. *United Nations*

¹ Commissione Europea, Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio Europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale Europea, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni - *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, Bruxelles, 8.3.2018 COM(2018) 97 final.

² United Nations, *Paris Agreement 2015*, reperibile al sito internet <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement/the-paris-agreement>; l'accordo di Parigi, firmato nel dicembre del 2015 da 195 paesi, costituisce il primo accordo universale sul clima per adattare e rafforzare la resilienza ai cambiamenti climatici e per limitare il riscaldamento climatico a un valore ben inferiore a 2°C.

2030 Agenda,³ il SFAP individua la strategia da attuare per rendere il sistema finanziario europeo sostenibile.⁴

L'approccio della Commissione è giustificato dalla consapevolezza che per la trasformazione sostenibile dell'economia e della società europee sono necessarie risorse economiche così ingenti che la loro efficace mobilitazione può avere luogo solo attraverso l'impulso proattivo del sistema finanziario, al quale, quindi, viene richiesto di integrare, in molteplici forme, il concetto di sostenibilità nella propria operatività. Al riguardo, in linea con gli artt. 3 paragrafo 3⁵ e 21 del

³ United Nations, *Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development* - Resolution adopted by the General Assembly on 25 September 2015, reperibile al sito <https://sdgs.un.org/2030agenda>, dove si sottolinea che *'This Agenda is a plan of action for people, planet and prosperity. It also seeks to strengthen universal peace in larger freedom. We recognise that eradicating poverty in all its forms and dimensions, including extreme poverty, is the greatest global challenge and an indispensable requirement for sustainable development. All countries and all stakeholders, acting in collaborative partnership, will implement this plan. We are resolved to free the human race from the tyranny of poverty and want and to heal and secure our planet. We are determined to take the bold and transformative steps which are urgently needed to shift the world onto a sustainable and resilient path. As we embark on this collective journey, we pledge that no one will be left behind. The 17 Sustainable Development Goals and 169 targets which we are announcing today demonstrate the scale and ambition of this new universal Agenda. They seek to build on the Millennium Development Goals and complete what these did not achieve. They seek to realize the human rights of all and to achieve gender equality and the empowerment of all women and girls. They are integrated and indivisible and balance the three dimensions of sustainable development: the economic, social and environmental'*.

⁴ Commissione Europea, Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio Europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale Europea, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni - *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, cit., *passim*.

⁵ L'art. 3 paragrafo 3 del TEU prevede che *'L'Unione instaura un mercato interno. Si adopera per lo sviluppo sostenibile dell'Europa, basato su una crescita economica equilibrata e sulla stabilità dei prezzi, su un'economia sociale di mercato fortemente competitiva, che mira alla piena occupazione e al progresso sociale, e su un elevato livello di tutela e di miglioramento della qualità dell'ambiente. Essa promuove il progresso scientifico e tecnologico.*

L'Unione combatte l'esclusione sociale e le discriminazioni e promuove la giustizia e la protezione sociali, la parità tra donne e uomini, la solidarietà tra le generazioni e la tutela dei diritti del minore.

Essa promuove la coesione economica, sociale e territoriale, e la solidarietà tra gli Stati membri'.

Trattato dell'Unione Europea,⁶ il concetto di sostenibilità che assume rilievo nell'ottica della Commissione Europea ha tanto una dimensione ambientale quanto una dimensione sociale, mostrando per tal via

Essa rispetta la ricchezza della sua diversità culturale e linguistica e vigila sulla salvaguardia e sullo sviluppo del patrimonio culturale europeo'.

⁶ L'art. 21 del TEU prevede, al primo comma, che 'L'azione dell'Unione sulla scena internazionale si fonda sui principi che ne hanno informato la creazione, lo sviluppo e l'allargamento e che essa si prefigge di promuovere nel resto del mondo: democrazia, Stato di diritto, universalità e indivisibilità dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali, rispetto della dignità umana, principi di uguaglianza e di solidarietà e rispetto dei principi della Carta delle Nazioni Unite e del diritto internazionale. L'Unione si adopera per sviluppare relazioni e istituire partenariati con i paesi terzi e con le organizzazioni internazionali, regionali o mondiali, che condividono i principi di cui al primo comma. Essa promuove soluzioni multilaterali ai problemi comuni, in particolare nell'ambito delle Nazioni Unite'.

Il secondo comma stabilisce inoltre che 'L'Unione definisce e attua politiche comuni e azioni e opera per assicurare un elevato livello di cooperazione in tutti i settori delle relazioni internazionali al fine di: a) salvaguardare i suoi valori, i suoi interessi fondamentali, la sua sicurezza, la sua indipendenza e la sua integrità;

b) consolidare e sostenere la democrazia, lo Stato di diritto, i diritti dell'uomo e i principi del diritto internazionale;

c) preservare la pace, prevenire i conflitti e rafforzare la sicurezza internazionale, conformemente agli obiettivi e ai principi della Carta delle Nazioni Unite, nonché ai principi dell'Atto finale di Helsinki e agli obiettivi della Carta di Parigi, compresi quelli relativi alle frontiere esterne;

d) favorire lo sviluppo sostenibile dei paesi in via di sviluppo sul piano economico, sociale e ambientale, con l'obiettivo primo di eliminare la povertà;

e) incoraggiare l'integrazione di tutti i paesi nell'economia mondiale, anche attraverso la progressiva abolizione delle restrizioni agli scambi internazionali;

f) contribuire all'elaborazione di misure internazionali volte a preservare e migliorare la qualità dell'ambiente e la gestione sostenibile delle risorse naturali mondiali, al fine di assicurare lo sviluppo sostenibile;

g) aiutare le popolazioni, i paesi e le regioni colpiti da calamità naturali o provocate dall'uomo;

h) promuovere un sistema internazionale basato su una cooperazione multilaterale rafforzata e il buon governo mondiale'.

Il terzo comma infine dispone che 'nell'elaborazione e attuazione dell'azione esterna nei vari settori compresi nel presente titolo e nella parte quinta del trattato sul funzionamento dell'Unione europea e delle altre politiche nei loro aspetti esterni, l'Unione rispetta i principi e persegue gli obiettivi di cui ai paragrafi 1 e 2.

L'Unione assicura la coerenza tra i vari settori dell'azione esterna e tra questi e le altre politiche. Il Consiglio e la Commissione, assistiti dall'alto rappresentante dell'Unione per gli affari esteri e la politica di sicurezza, garantiscono tale coerenza e cooperano a questo fine'.

l'intrinseca connessione che sussiste tra le stesse. In altri termini, la sostenibilità ambientale necessita della sostenibilità sociale e viceversa e, pertanto, le iniziative legislative di attuazione del *SFAP* devono tenere unite le due dimensioni in parola. Il duplice obiettivo perseguito dal *SFAP* è, da un lato, quello di fare in modo che il sistema finanziario agevoli il raggiungimento di una crescita economica sostenibile ed inclusiva attraverso il finanziamento dei bisogni di lungo periodo della società, e, dall'altro lato, quello di mantenere la stabilità finanziaria mediante l'inclusione di fattori c.d. *ESG* (ossia fattori ambientali, sociali e di *governance* ovvero *environmental, social and governance factors*) nei processi decisionali concernenti gli investimenti.⁷

Per raggiungere questo duplice obiettivo il *SFAP* delinea una serie di raccomandazioni e di azioni suddivise in 3 macro-aree le quali hanno già in larga parte orientato e continueranno a orientare il processo legislativo di riforma del settore bancario e finanziario europeo. Tali 3 macro-aree fanno riferimento a: 1) (ri)orientare i flussi di capitali verso un'economia più sostenibile, 2) integrare la sostenibilità nella gestione dei rischi, e, 3) promuovere la trasparenza e la visione di lungo termine.⁸

Al fine di (ri)orientare i flussi di capitali verso un'economia più sostenibile, la Commissione ha fornito una serie di raccomandazioni e indicato alcune azioni finalizzate alla loro attuazione da cui emerge l'importanza di: a) istituire un sistema unificato di classificazione delle attività economiche sostenibili (c.d. tassonomia o *taxonomy*) attraverso il quale identificare altresì investimenti c.d. sostenibili, ossia investimenti che finanziano le predette attività economiche, b)

⁷ Sui c.d. fattori *ESG* si veda N. Eccles – S. Viviers, *The Origins and Meanings of Names Describing Investment Practices that Integrate a Consideration of ESG Issues in the Academic Literature*, in *Journal of Business Ethics*, 2011, 104, 389-402; E. Barman, *Doing Well by Doing Good: A Comparative Analysis of ESG Standards for Responsible Investment*, in *Strategic Management*, 2018, 38, 289-311; R. Rolli, *L'impatto dei fattori ESG sull'impresa. Modelli di governance e nuove responsabilità*, Bologna, 2021, *passim*; United Nations Global Compact, *Who cares wins: Connecting financial markets to a changing world*, New York, United Nations Global Compact Office, 2004, *passim*.

⁸ Commissione Europea, Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio Europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale Europea, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni - *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, cit., *passim*.

introdurre norme per identificare prodotti finanziari sostenibili (per esempio *green bonds*) sulla base di *standards* chiari e univoci in forza dei quali rilasciare apposite ‘etichette di sostenibilità’, c) promuovere investimenti in progetti sostenibili, d) includere considerazioni relative alla sostenibilità anche nella consulenza finanziaria, e) elaborare indici di riferimento in materia di sostenibilità.⁹

Per introdurre il concetto di sostenibilità nei processi di gestione dei rischi degli intermediari, la Commissione ha delineato le seguenti raccomandazioni con relative azioni di implementazione: a) inclusione del concetto di sostenibilità tanto nei *ratings* di credito degli emittenti quanto nella ricerca di mercato; b) precisazione dei doveri dei gestori di attività e degli investitori istituzionali in relazione al concetto di sostenibilità; c) ridefinizione della disciplina prudenziale applicata alle banche e alle imprese di assicurazione in base al concetto di sostenibilità.¹⁰

Infine, allo scopo di promuovere la trasparenza e favorire un approccio di lungo termine, la Commissione ha sottolineato altresì la rilevanza di: a) comunicazione e contabilità, e, b) incentivare una *corporate governance* sostenibile per fronteggiare il c.d. *short-termism* nei mercati dei capitali.¹¹

Per fornire ulteriore slancio alla transizione verso la sostenibilità, la Commissione Europea ha più recentemente adottato il c.d. *European Green Deal*¹² sulla cui base è stata elaborata nel 2021 la nuova strategia per finanziare la transizione verso un’economia sostenibile.¹³

⁹ *Id.*

¹⁰ *Id.*

¹¹ *Id.*

¹² Si veda European Commission, *A European Green Deal - Striving to be the first climate-neutral continent*, reperibile al sito internet https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_en. In punto la Commissione Europea ha rilevato che ‘*Climate change and environmental degradation are an existential threat to Europe and the world. To overcome these challenges, the European Green Deal will transform the EU into a modern, resource-efficient and competitive economy, ensuring: no net emissions of greenhouse gases by 2050, economic growth decoupled from resource use, no person and no place left behind. The European Green Deal is also our lifeline out of the COVID-19 pandemic. One third of the 1.8 trillion euro investments from the NextGenerationEU Recovery Plan, and the EU’s seven-year budget will finance the European Green Deal.*’

¹³ Si veda European Commission, *Strategy for financing the transition to a sustainable economy*, 6 July 2021, reperibile al sito

Alcune delle raccomandazioni e azioni identificate all'interno del SFAP e della nuova strategia per finanziare la transizione sono già state convertite in atti normativi, mentre altre sono ancora in fase di proposta o di analisi di impatto.¹⁴ Tra i provvedimenti legislativi più importanti già adottati vi sono: 1) il c.d. Regolamento *Taxonomy*,¹⁵ 2) il c.d. *Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)*,¹⁶ e, 3) il c.d. *Benchmark Regulation*.¹⁷ A questi si aggiunge la proposta di modifica della c.d. *Non-Financial Reporting Directive (NFDR)* finalizzata ad allargare il campo di applicazione dei relativi obblighi di *disclosure*.¹⁸

https://ec.europa.eu/info/publications/210706-sustainable-finance-strategy_it. La nuova strategia si focalizza su tre aspetti principali: '1. *Strengthening the foundations for sustainable investment by creating an enabling framework, with appropriate tools and structures. Many financial and non-financial companies still focus excessively on short-term financial performance instead of their long-term development and sustainability-related challenges and opportunities ...* 2. *Increased opportunities to have a positive impact on sustainability for citizens, financial institutions and corporates. This second pillar aims at maximising the impact of the frameworks and tools in our arsenal in order to "finance green" ...* 3. *Climate and environmental risks will need to be fully managed and integrated into financial institutions and the financial system as a whole, while ensuring social risks are duly taken into account where relevant*'.

¹⁴ Sulla nuova disciplina europea adottata in attuazione dello SFAP, si veda, *ex multis*, F. Capriglione, *Il sistema finanziario verso una transizione sostenibile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, 1, 241 ss.

¹⁵ Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088.

¹⁶ Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari.

¹⁷ Regolamento (UE) 2019/2089 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 che modifica il regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda gli indici di riferimento UE di transizione climatica, gli indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi e le comunicazioni relative alla sostenibilità per gli indici di riferimento.

¹⁸ Commissione Europea, Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2013/34/UE, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e il regolamento (UE) n. 537/2014 per quanto riguarda la comunicazione societaria sulla sostenibilità, Bruxelles, 21.4.2021 COM(2021) 189 final, 2021/0104 (COD).

Con riguardo ai fondi di investimento e ai loro gestori assumono particolare rilevanza, inoltre, il Regolamento Delegato 2021/1255,¹⁹ che modifica il c.d. *AIFMR*²⁰ sui fondi di investimento alternativi e la Direttiva Delegata 2021/1270,²¹ che modifica la direttiva 2010/43/UE²² sui fondi di investimento c.d. *UCITS*.²³ In entrambi i casi, l'obiettivo è quello di fare in modo che i rischi di sostenibilità e i fattori di sostenibilità vengano presi in considerazione anche dai gestori di fondi di investimento nella gestione di questi ultimi, così come già previsto dal *SFDR* in generale per tutti gli intermediari finanziari.²⁴ In tal senso, le previsioni del *SFDR* vengono ulteriormente specificate per trovare applicazione rispetto ai fondi di investimento e ai loro gestori.²⁵ Di

¹⁹ Regolamento Delegato (UE) 2021/1255 della Commissione del 21 aprile 2021 che modifica il Regolamento Delegato (UE) n. 231/2013 per quanto riguarda i rischi di sostenibilità e i fattori di sostenibilità di cui i gestori di fondi di investimento alternativi debbono tenere conto.

²⁰ *AIFMR* è l'acronimo di *Alternative Investment Fund Managers Regulation*, ossia il Regolamento Delegato (UE) n. 231/2013.

²¹ Direttiva Delegata (UE) 2021/1270 della Commissione del 21 aprile 2021 che modifica la direttiva 2010/43/UE per quanto riguarda i rischi di sostenibilità e i fattori di sostenibilità di cui tenere conto per gli organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM).

²² Direttiva 2010/43/UE della Commissione del 1° luglio 2010 recante modalità di esecuzione della direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi, i conflitti di interesse, le regole di condotta, la gestione del rischio e il contenuto dell'accordo tra il depositario e la società di gestione.

²³ *UCITS* è l'acronimo inglese di *undertakings for the collective investment in transferable securities*; per una disamina dei fondi *UCITS* e delle differenze regolamentari tra questi ultimi e i c.d. fondi di investimento alternativi (*alternative investment funds*) sia permesso rinviare a M. Bodellini, *Does it still make sense, from the E.U. perspective, to distinguish between UCITS and non-UCITS schemes?*, in *Capital Markets Law Journal*, 2016, 4, 528 – 539.

²⁴ Su rischi di sostenibilità e fattori di sostenibilità cfr. M. Siri - S. Zhu, *Will the Eu Commission Successfully Integrate Sustainability Risks and Factors in the Investor Protection Regime? A Research Agenda*, in *Sustainability*, 2019, 11, 6292.

²⁵ In punto il considerando 3 del Regolamento Delegato (UE) 2021/1255 prevede che 'i GEFIA dovrebbero pertanto valutare non solo tutti i pertinenti rischi finanziari su base continuativa, ma anche tutti i pertinenti rischi di sostenibilità di cui al regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio che, laddove si verificano, potrebbero causare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale sul valore di un investimento. Il regolamento delegato (UE) n. 231/2013 della Commissione non fa esplicito riferimento ai rischi di sostenibilità. Per tale

contro, la proposta di modifica della c.d. *Alternative Investment Fund Managers Directive*²⁶ tratta solo incidentalmente il tema della sostenibilità,²⁷ nonostante il documento originariamente posto in consultazione contenesse un'intera sezione dedicata ai fattori c.d. *ESG*, che tuttavia è stata rimossa dalla bozza finale.²⁸

Tutte le misure richiamate hanno, dunque, un impatto significativo anche sul settore della gestione collettiva del risparmio, interessando, direttamente o indirettamente, tanto i fondi comuni di investimento quanto i loro gestori. Cionondimeno, vale la pena notare che oltre alla complessità delle nuove norme e alle relative difficoltà di applicazione, permangono una serie di criticità che potrebbero ostacolare il completamento, nonché la corretta implementazione, dell'ambizioso progetto della Commissione Europea di rendere l'economia e la società europee sostenibili attraverso il ruolo propulsivo del sistema finanziario.

motivo e per garantire che le procedure interne e le modalità organizzative siano attuate correttamente e rispettate, è necessario chiarire che i processi, i sistemi e i controlli interni dei GEFIA riflettono i rischi di sostenibilità e che per analizzare tali rischi sono necessarie capacità e conoscenze tecniche'. Il successivo considerando 4 aggiunge che 'a norma del regolamento (UE) 2019/2088 i GEFIA che, per obbligo o per scelta, prendono in considerazione i principali effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità sono tenuti a comunicare le loro politiche di dovuta diligenza riguardanti tali effetti. Al fine di garantire la coerenza tra il regolamento delegato (UE) 2019/2088 e il regolamento delegato (UE) n. 231/2013, tale obbligo dovrebbe riflettersi nel regolamento (UE) n. 231/2013'. I considerando 3 e 6 della Direttiva Delegata 2021/1270 ribadiscono i medesimi principi con riguardo ai fondi UCITS e ai loro gestori.

²⁶ Direttiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010.

²⁷ Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica le direttive 2011/61/UE e 2009/65/CE per quanto riguarda gli accordi di delega, la gestione del rischio di liquidità, le segnalazioni a fini di vigilanza, la fornitura dei servizi di custodia e di depositario e la concessione di prestiti da parte di fondi di investimento alternativi.

²⁸ European Commission, Consultation Document Public Consultation on the Review of the Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD), reperibile al [sito internet](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/2020-aifmd-review-consultation-document_en.pdf) https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/2020-aifmd-review-consultation-document_en.pdf.

Con riguardo al settore dei fondi di investimento le principali criticità riguardano l'assenza e/o l'insufficienza di dati attendibili in materia di sostenibilità, la carenza di risorse umane con competenze in tema di sostenibilità nel contesto degli investimenti, incertezze interpretative circa la distinzione tra fondi *ex art. 8 SFDR*, fondi *ex art. 9 SFDR* e altri fondi nonché alcune significative divergenze normative tra stati membri. Tali criticità vengono di seguito analizzate e considerate insieme ad alcune proposte per cercare di risolvere i relativi problemi di attuazione e applicazione del nuovo quadro normativo.

2. Le nuove norme del Regolamento Taxonomy e del SFDR e il loro impatto sul settore dei fondi di investimento

Come noto, il Regolamento *Taxonomy* rappresenta l'intervento normativo più importante e per certi versi più innovativo in materia di finanza sostenibile.²⁹ Il Regolamento ha introdotto una serie di definizioni e di concetti chiave sulla base dei quali è stato creato un sistema di classificazione, che si regge su fondamenta scientifiche, e, grazie al quale è ora possibile distinguere tra attività economiche ecosostenibili e altre attività economiche.³⁰ Le attività economiche ecosostenibili sono quelle che presentano le caratteristiche individuate dal Regolamento *Taxonomy* e che inoltre rispettano gli stringenti requisiti di sostenibilità ambientale definiti nei Regolamenti Delegati della Commissione Europea attraverso i c.d. *technical screening criteria (TSC)*.³¹ Più nel dettaglio, queste ultime devono contribuire in modo sostanziale al raggiungimento di (almeno) un obiettivo

²⁹ Sul Regolamento *Taxonomy* si veda C. Gortsos, *The Taxonomy Regulation: More Important Than Just as an Element of the Capital Markets Union*, European Banking Institute Working Paper Series 2020 n. 80, *passim*.

³⁰ Cfr. F Schütze - J Stede, *The EU sustainable finance taxonomy and its contribution to climate neutrality*, in *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 2021, 2, *passim*.

³¹ Il primo Regolamento Delegato adottato dalla Commissione è stato il Regolamento Delegato (UE) 2021/2139 della Commissione del 4 giugno 2021 che integra il regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio fissando i criteri di vaglio tecnico che consentono di determinare a quali condizioni si possa considerare che un'attività economica contribuisce in modo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici o all'adattamento ai cambiamenti climatici e se non arreca un danno significativo a nessun altro obiettivo ambientale.

ambientale, senza arrecare un danno significativo agli altri obiettivi ambientali individuati nel Regolamento *Taxonomy* e rispettando una serie di garanzie minime in ambito sociale.³² Il concetto di contributo sostanziale al raggiungimento di un obiettivo ambientale viene poi declinato attraverso una serie dettagliata di *standards* e di indicatori quantitativi, i c.d. *TSC*, introdotti attraverso i menzionati Regolamenti Delegati della Commissione.³³ Il medesimo approccio quantitativo è utilizzato anche per l'identificazione di ciò che costituisce un danno significativo agli altri obiettivi ambientali, ossia il c.d. '*do not significant harm principle*'.³⁴ Gli obiettivi ambientali individuati dal Regolamento *Taxonomy* a loro volta sono: a) la mitigazione dei cambiamenti climatici; b) l'adattamento ai cambiamenti climatici; c) l'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine; d) la transizione verso un'economia circolare; e) la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento; f) la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.³⁵

³² In particolare, l'art. 3 del Regolamento *Taxonomy* prevede che un'attività economica è qualificata come ecosostenibile se in aggiunta agli altri requisiti la stessa è svolta nel rispetto di garanzie minime di salvaguardia, le quali sono descritte al successivo art. 18 del Regolamento. In punto, l'art. 18 dispone che tali garanzie minime sono procedure attuate da un'impresa che svolge un'attività economica al fine di garantire che sia in linea con le linee guida OCSE destinate alle imprese multinazionali e con i Principi guida delle Nazioni Unite su imprese e diritti umani, inclusi i principi e i diritti stabiliti dalle otto convenzioni fondamentali individuate nella dichiarazione dell'Organizzazione internazionale del lavoro sui principi e i diritti fondamentali nel lavoro e dalla Carta internazionale dei diritti dell'uomo.

³³ Con riguardo alla mitigazione dei cambiamenti climatici e all'adattamento ai cambiamenti climatici, tali standards e indicatori quantitativi sono dettati dal Regolamento Delegato (UE) 2021/2139 della Commissione del 4 giugno 2021.

³⁴ Sul c.d. '*do not significant harm principle*' sia consentito rinviare a M. Bodellini – D. Singh, *Sustainability and finance: utopian oxymoron or achievable companionship?*, in *L. & Econ Year. Rev.*, 2021, 1, *passim*.

³⁵ Tali obiettivi ambientali sono elencati all'art. 9 del Regolamento *Taxonomy* per poi essere meglio identificati agli artt. 10 e seguenti.

Alle attività economiche ecosostenibili vengono parificate le c.d. attività abilitanti³⁶ e le c.d. attività di transizione,³⁷ con l'effetto per cui anche gli investimenti che finanziano queste ultime vengono qualificati come sostenibili.³⁸

L'importanza del sistema classificatorio introdotto dal Regolamento *Taxonomy* risiede, in particolare, nel fatto che gli investimenti che finanziano attività economiche ecosostenibili sono parimenti considerati sostenibili.³⁹ Sul presupposto per cui vi è un crescente interesse tra gli investitori, tanto istituzionali quanto *retail*, verso investimenti qualificati come sostenibili è verosimile aspettarsi che le imprese che esercitano quelle attività economiche che rispettano i requisiti del Regolamento e che di conseguenza sono classificate come ecosostenibili avranno nel futuro prossimo accesso a maggiori canali di finanziamento.⁴⁰

³⁶ Ai sensi dell'art. 16 del Regolamento *Taxonomy*, le attività abilitanti sono quelle che consentono direttamente ad altre attività di apportare un contributo sostanziale a uno o più obiettivi ambientali, a condizione che le stesse: a) non comportino una dipendenza da attivi che compromettono gli obiettivi ambientali a lungo termine, tenuto conto della vita economica di tali attivi e b) abbiano un significativo impatto positivo per l'ambiente, sulla base di considerazioni relative al ciclo di vita.

³⁷ Ai sensi dell'art. 10 comma 2 del Regolamento *Taxonomy*, le attività di transizione rilevano esclusivamente in relazione all'obiettivo della mitigazione dei cambiamenti climatici e sono quelle attività rispetto alle quali non esistono alternative a basse emissioni di carbonio tecnologicamente ed economicamente praticabili e che sostengono la transizione verso un'economia climaticamente neutra in linea con un percorso inteso a limitare l'aumento della temperatura a 1,5 °C rispetto ai livelli preindustriali, anche eliminando gradualmente le emissioni di gas a effetto serra, in particolare le emissioni da combustibili fossili solidi. Tali attività tuttavia devono presentare livelli di emissioni di gas a effetto serra che corrispondono alla migliore prestazione del settore o dell'industria, non devono ostacolare lo sviluppo e la diffusione di alternative a basse emissioni di carbonio e non devono comportare una dipendenza da attivi a elevata intensità di carbonio, tenuto conto della vita economica di tali attivi.

³⁸ Ciò è previsto dagli artt. 16 e 10 comma 2 del Regolamento *Taxonomy*.

³⁹ In letteratura, il termine investimento sostenibile (*i.e. sustainable investment*) è spesso utilizzato con una valenza piuttosto ampia al fine di includere anche fenomeni come *impact investing* e *responsible investing*, si veda la riguardo H. Liang – L. Renneboog, *Corporate Social Responsibility and Sustainable Finance: A Review of the Literature*, European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper n. 701/2020, *passim*.

⁴⁰ In tale senso si esprime il Considerando 11 del Regolamento *Taxonomy*.

Dalla prospettiva degli investitori, inoltre, questo approccio legislativo è considerato in grado di fornire maggiore chiarezza, atteso che in base a tale sistema di classificazione verranno successivamente creati prodotti finanziari ‘etichettati’ come ecosostenibili; tali prodotti sono all’evidenza quelli i cui investimenti sottostanti finanziano attività economiche ecosostenibili. La chiarezza in questo ambito ha una valenza ancora maggiore alla luce della libertà di circolazione dei prodotti e dei servizi finanziari all’interno del mercato unico grazie al c.d. passaporto europeo.⁴¹ Tale libertà, infatti, potrebbe essere abusata dagli intermediari finanziari qualora non vi fosse un sistema definitorio armonizzato e applicabile su scala europea attraverso fenomeni di *regulatory arbitrage*,⁴² accrescendo per tal via anche il rischio di c.d. *green-washing*.⁴³

In forza di un approccio intersettoriale il Regolamento *Taxonomy* si applica non solo alle società emittenti in relazione alle loro attività

⁴¹ Circa il funzionamento del passaporto europeo per l’offerta transfrontaliera di servizi e prodotti finanziari all’interno dell’Unione Europea sia consentito rinviare a M. Bodellini, *Does it still make sense, from the E.U. perspective, to distinguish between UCITS and non-UCITS schemes?*, cit., 535.

⁴² Sul rischio di arbitraggio regolamentare (c.d. *regulatory arbitrage*) nel contesto dell’offerta di servizi e prodotti finanziari nell’Unione Europea sia permesso rinviare a M. Bodellini, *The E.U. regulation on marketing of alternative investment funds: another step towards integration of the E.U. financial market*, in *Business Law Review*, 2016, 6, 208 – 219; M Bodellini, *The marketing of hedge funds in the U.K.: did the system maintain its attractiveness after the transposition of the AIFMD?*, in *Business Law Review*, 2016, 5, 162 – 172; M. Bodellini - R. Olivares-Caminal, *The impact of Brexit on the UK alternative investment fund industry*, in *L. & Econ. Year. Rev.*, 2017, 1, 79 – 103.

⁴³ Secondo il Considerando 11 del Regolamento *Taxonomy*, la pratica del c.d. *greenwashing* ‘consiste nell’ottenere un vantaggio sulla concorrenza in modo sleale commercializzando un prodotto finanziario come ecocompatibile quando in realtà gli *standard* ambientali di base non sono soddisfatti’; sulla nozione di *greenwashing* si vedano anche T. Wahida Shahan, *Green Washing: An Alarming Issue*, in *ASA University Review*, 2013, 7, 1, 81-88; D. Schmuck – E. J. Matthes, *Misleading Consumers with Green Advertising? An Affect-Reason-Involvement Account of Greenwashing Effects in Environmental Advertising*, in *Journal of Advertising*, 2018, 47, 127-145.

economiche,⁴⁴ ma anche agli intermediari finanziari,⁴⁵ inclusi le società di gestione di fondi *UCITS* e le società di gestione di fondi di investimento alternativi (*AIFMs*).⁴⁶ I gestori, pertanto, dovranno conformarsi ai requisiti dettati tanto dal Regolamento *Taxonomy* quanto dai Regolamenti Delegati della Commissione Europea se vorranno creare dei fondi con investimenti sottostanti ecosostenibili. Gli stessi gestori devono inoltre adempiere agli oneri di *disclosure* circa l'ammontare di attività associate ad attività economiche considerate ecosostenibili qualora le soglie dimensionali indicate nel Regolamento medesimo vengano superate.⁴⁷

In maniera analoga, il *SFDR* contiene una serie di norme che si applicano a tutti i c.d. partecipanti al mercato finanziario, ivi inclusi tanto i gestori di fondi di investimento alternativi quanto i gestori di fondi *UCITS*. In un sistema fondato sulla trasparenza,⁴⁸ il *SFDR* svolge una funzione di primaria importanza dettando una serie di norme che individuano le obbligazioni di *disclosure* che, in particolar modo, gli

⁴⁴ *Rectius* le imprese soggette all'obbligo di pubblicare una dichiarazione di carattere non finanziario o una dichiarazione consolidata di carattere non finanziario ai sensi, rispettivamente, dell'articolo 19 *bis* o dell'articolo 29 *bis* della direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio.

⁴⁵ *Rectius* i partecipanti ai mercati finanziari che mettono a disposizione prodotti finanziari.

⁴⁶ Ciò deriva dal combinato disposto degli artt. 2 comma 1, n. 2 del Regolamento *Taxonomy* e 2 punto 1) del *SFDR*; sia consentito in punto rinviare a M. Bodellini – D. Singh, *Sustainability and finance: utopian oxymoron or achievable companionship?*, cit., *passim*.

⁴⁷ Art. 8 del Regolamento *Taxonomy*.

⁴⁸ Altrove abbiamo definito il nuova sistema europeo ‘*a disclosure-based system*’ avanzando però dubbi circa l'efficacia dello stesso a raggiungere gli ambiziosi obiettivi dello *European Green Deal* e più in generale dell'Accordo sul Clima di Parigi; cfr. M. Bodellini – D. Singh, *Sustainability and finance: utopian oxymoron or achievable companionship?*, cit., *passim*; più in generale circa l'importanza della *disclosure* per il corretto svolgimento del rapporto tra investitore e intermediario, si veda P. Lucantoni, *L'informazione da prospetto. Struttura e funzione nel mercato regolato*, Milano, 2020, *passim*; in punto si veda altresì A. Davola, *Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell'investitore e contrasto al greenwashing: le criticità dell'assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio*, in questa *Rivista*, 2022, III, 515.

intermediari finanziari devono adempiere.⁴⁹ Gli obblighi di *disclosure* posti dal *SFDR* in capo agli intermediari finanziari, in particolare, riguardano: a) l'integrazione dei rischi di sostenibilità nei processi interni, b) la considerazione degli effetti negativi per la sostenibilità derivanti dalle loro scelte di investimento, e, c) la comunicazione delle informazioni connesse alla sostenibilità relative ai prodotti finanziari dagli stessi creati.⁵⁰

La *ratio* di tali nuove norme è duplice. Esse, da un lato, sono volte a fare in modo che gli investitori finali abbiano accesso a informazioni precise e veritiere concernenti i rischi di sostenibilità che potrebbero incidere negativamente sui loro investimenti, e dall'altro lato, perseguono l'obiettivo di garantire che gli intermediari prestino attenzione all'impatto delle loro decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità. In altri termini, vi è una doppia dimensione che assume rilevanza ai fini del *SFDR* e delle sue previsioni. La prima dimensione muove dall'esterno e volge verso l'interno e concerne l'impatto che fenomeni di natura ambientale e/o sociale potrebbero avere sugli investimenti generando i c.d. rischi di sostenibilità. Tali rischi sono definiti come quegli eventi o condizioni di tipo ambientale, sociale o di *governance* che, se si verificassero, potrebbero provocare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale sul valore dell'investimento.⁵¹ La seconda dimensione, per contro, muove dall'interno per poi estrinsecarsi verso l'esterno e riguarda l'impatto potenzialmente negativo delle scelte di investimento compiute dagli intermediari sui c.d. fattori di sostenibilità, e cioè fattori ambientali, sociali e concernenti il personale, il rispetto dei diritti umani e le questioni relative alla lotta alla corruzione attiva e passiva.⁵² Questa doppia dimensione, definita *double materiality*,⁵³ caratterizza il sistema europeo rendendolo più ambizioso rispetto a quelli introdotti in altre

⁴⁹ Per un'analisi del *SFDR* cfr. D. Busch, *Sustainability Disclosure in the EU Financial Sector*, European Banking Institute Working Paper Series 2020 n. 70, *passim*.

⁵⁰ In tale senso si esprime l'art. 1 del *SFDR*.

⁵¹ Così l'art. 2 (22) del *SFDR*.

⁵² Così l'art. 2 (24) del *SFDR*.

⁵³ Si veda T. Adams, L. Smalling and S. Dichter, *ESG Investing Needs to Expand Its Definition of Materiality*, in *Stanford Social Innovation Review*, 23 February 2022, ssir.org/articles/entry/esg_investing_needs_to_expand_its_definition_of_materiality#.

giurisdizioni proprio per il chiaro tentativo di responsabilizzare gli intermediari finanziari rendendoli protagonisti della transizione sostenibile. Questi ultimi, infatti, non sono solo tenuti a individuare e gestire i rischi di sostenibilità, come già avviene per le altre categorie di rischio, ma sono anche invitati o obbligati a considerare gli impatti potenzialmente negativi, ossia le c.d. esternalità, sui fattori di sostenibilità derivanti dalle loro scelte di investimento. In punto, la normativa non impone a tutti gli intermediari un obbligo in tal senso, introducendo una disciplina più o meno intrusiva a seconda della dimensione dell'intermediario stesso. Per gli intermediari di dimensione più ridotta trova applicazione il noto meccanismo *'comply or explain'*, per cui se tali impatti non vengono presi in considerazione allora gli stessi intermediari sono obbligati a spiegare perché sia stato adottato tale approccio.⁵⁴ In un contesto generale in cui l'attenzione verso la sostenibilità, in particolare ambientale, è crescente, un mercato disinteresse verso tali aspetti può avere ricadute reputazionali che potrebbero a loro volta allontanare la clientela attuale e/o potenziale dagli intermediari in questione. Vi è invece un vero e proprio obbligo di considerare l'impatto delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità per gli intermediari di grande dimensione.⁵⁵

⁵⁴ L'art. 4 comma 1 del *SFDR* in punto dispone che 'i partecipanti ai mercati finanziari pubblicano e aggiornano sui propri siti web: a) ove prendano in considerazione i principali effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità, una dichiarazione concernente le politiche di dovuta diligenza per quanto riguarda tali effetti, tenendo debitamente conto delle loro dimensioni, della natura e dell'ampiezza delle loro attività e della tipologia dei prodotti finanziari che rendono disponibili; oppure b) ove non prendano in considerazione gli effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità, una chiara motivazione di tale mancata considerazione comprese, se del caso, informazioni concernenti se e quando intendono prendere in considerazione tali effetti negativi'.

⁵⁵ Al riguardo, l'art. 4 comma 3 del *SFDR* prevede che 'in deroga al paragrafo 1, a decorrere dal 30 giugno 2021, i partecipanti ai mercati finanziari che alla data di chiusura del bilancio hanno superato il criterio del numero medio di 500 dipendenti nel corso dell'esercizio finanziario pubblicano e aggiornano sui propri siti web una dichiarazione relativa alle loro politiche in materia di dovuta diligenza per quanto riguarda i principali effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità'.

3. Dalla consultazione alla proposta di modifica della AIFMD

Il 25 novembre 2021, la Commissione Europea ha pubblicato la sua proposta di riforma della *AIFMD*, il cui testo si differenzia in misura significativa rispetto al documento precedentemente posto in consultazione.⁵⁶ Quest'ultimo conteneva infatti un'intera sezione dedicata ai fattori *ESG* e alla sostenibilità, prestando particolare attenzione al sistema di *reporting* alle autorità di vigilanza, alle decisioni di investimento e alla gestione del rischio.⁵⁷

Circa il *reporting* alle autorità, la consultazione poneva la questione dell'opportunità di introdurre obblighi più precisi in relazione al livello di sostenibilità del portafoglio dei fondi alternativi; e ciò riguardava tanto l'esposizione al rischio di sostenibilità quanto l'impatto di questi ultimi sul rendimento. In questo contesto, assumevano rilevanza l'esposizione ai rischi climatici e ambientali, ai rischi fisici e a quelli di transizione.⁵⁸

Con riguardo alle decisioni di investimento, il tema principale concerneva l'opportunità di introdurre il concetto di sostenibilità come uno dei criteri da considerare nel prendere tali decisioni.⁵⁹

⁵⁶ Si veda European Commission, Consultation document: Public consultation on the review of the alternative investment fund managers directive (AIFMD), 22 October 2020, https://ec.europa.eu/info/files/2020-aifmd-review-consultation-document_en.

⁵⁷ *Id.*

⁵⁸ *Id.*

⁵⁹ *Id.*; in punto le domande più rilevanti erano: domanda 91, 'Should investment decision processes of any AIFM integrate the assessment of non-financial materiality, i.e. potential principal adverse sustainability impacts?'; domanda 93, 'Should AIFMs, when considering investment decisions, be required to take account of sustainability-related impacts beyond what is currently required by the EU law (such as environmental pollution and degradation, climate change, social impacts, human rights violations) alongside the interests and preferences of investors?'; domanda 94, 'The provides EU Taxonomy Regulation 2020/852 a framework for identifying economic activities that are in fact sustainable in order to establish a common understanding for market participants and prevent green-washing. To qualify as sustainable, an activity needs to make a substantial contribution to one of six environmental objectives, do no significant harm to any of the other five, and meet certain social minimum standards. In your view, should the EU Taxonomy play a role when AIFMs are making investment decisions, in particular regarding sustainability factors?'; domanda 95, 'Should other sustainability-related requirements or

In relazione alla gestione del rischio, con una formula ambigua veniva chiesto se gli impatti avversi sui fattori di sostenibilità dovessero essere integrati nella quantificazione dei rischi di sostenibilità.⁶⁰

Nell'introdurre le menzionate domande, il documento di consultazione sottolineava che mentre il *SFDR* già richiedeva agli intermediari finanziari di integrare nei loro processi la valutazione dei rischi di sostenibilità che potrebbero avere un impatto negativo sul rendimento degli investimenti, i gestori di fondi alternativi non erano al momento assoggettati all'obbligo di quantificare tali rischi. Su tali presupposti, l'obiettivo della consultazione era proprio quello di raccogliere opinioni e punti di vista per meglio comprendere e valutare l'adeguatezza delle regole della *AIFMD* circa il trattamento dei rischi di sostenibilità.⁶¹

Nonostante una simile attenzione prestata al tema della sostenibilità all'interno del documento di consultazione, questi aspetti sono stati eliminati dal testo della proposta finale di modifica della *AIFMD*, la quale si focalizza su deleghe, gestione della liquidità, commercializzazione dei fondi alternativi e fondi di crediti (c.d. *loan origination*). Così, nel testo della proposta appaiono solo alcuni riferimenti marginali alla sostenibilità con riguardo ai fondi di crediti e alla concessione di prestiti da parte di questi ultimi in quanto tali veicoli potrebbero svolgere una funzione importante nel supportare la c.d. *green transition*.⁶² Le ragioni di tale cambio di approccio non sono del

international principles beyond those laid down in Regulation (EU) 2020/852 be considered by AIFMs when making investment decisions?'.

⁶⁰ *Id.*

⁶¹ *Id.*

⁶² Con riguardo a tali fondi di crediti, la Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica le direttive 2011/61/UE e 2009/65/CE per quanto riguarda gli accordi di delega, la gestione del rischio di liquidità, le segnalazioni a fini di vigilanza, la fornitura dei servizi di custodia e di depositario e la concessione di prestiti da parte di fondi di investimento alternativi, Bruxelles, 25.11.2021, COM(2021) 721 final, 2021/0376 (COD), evidenzia che 'in un'Unione dei mercati dei capitali efficiente ed efficacemente vigilata, i fondi che concedono prestiti possono fornire una fonte alternativa di finanziamento alle imprese e alle PMI europee, offrendo loro l'accesso a una gamma più ampia di opzioni di finanziamento a prezzi competitivi. Questi fondi hanno il potenziale per sostenere direttamente la creazione di posti di lavoro, la crescita economica, l'innovazione e la transizione verde e contribuire alla ripresa dalla pandemia di COVID-19. I fondi che concedono prestiti possono anche fungere da meccanismo di protezione o ammortizzatore quando la

tutto chiare, anche se ciò potrebbe derivare dalla volontà di non introdurre riferimenti obbligatori ai fattori *ESG* e alla sostenibilità prima che il *SFDR* e i suoi *regulatory technical standards* siano entrati in vigore.⁶³

4. *Le nuove norme del Regolamento Delegato 2021/1255 e della Direttiva Delegata 2021/1270*

Il Regolamento Delegato 2021/1255 e la Direttiva Delegata 2021/1270 implementano le proposte avanzate dall'*ESMA* nel *technical advice* del 30 aprile 2019 sull'integrazione dei rischi e dei fattori di sostenibilità nella disciplina sui fondi di investimento.⁶⁴ Al riguardo, è stato considerato necessario aggiornare tanto l'*AIFMR* sui fondi alternativi quanto la Direttiva 2010/43/UE sui fondi *UCITS* atteso che

liquidità è limitata, continuando a finanziare i prestiti quando gli erogatori di prestiti più tradizionali si sono ritirati dal mercato. Le proposte legislative sono pertanto in linea con la strategia generale dell'Unione dei mercati dei capitali di continuare a costruire un mercato interno per i servizi finanziari e rendere i finanziamenti più accessibili alle imprese europee'.

⁶³ Si veda in punto European Fund and Asset Management Association, *EFAMA's Response to the European Commission Roadmap on the review of EU alternative investment fund managers*, 7 January 2021, reperibile al sito internet https://www.efama.org/sites/default/files/publications/EFAMA_AIFMD%20Better%20Regulation_7%20Jan_0.pdf, dove si osserva che '*EFAMA sees no identifiable cause for tightening up standards for the quantification of principal adverse impacts only for AIFM, or for initiating such a discussion before SFDR and its regulatory technical standards are finalised and implemented, making it possible to assess their effects.*

Moreover, integration of principal adverse impacts (PAIs) and other non-financial considerations in the investment process should always depend on the investment objectives and preferences of fund investors. This has been acknowledged under Art. 7 (1)(a) SFDR by requiring specific disclosures on "whether and if so, how" PAIs are being considered at the product level. Extending this obligation to any AIFM and potentially any product independently of its investment features may cause the manager to act against its fiduciary duties towards the investors.

In any case, we would recommend that the implementing measures on the integration of sustainability risks in UCITS and AIFMD are first implemented, before including those considerations in the context of the AIFMD review'.

⁶⁴ Si veda European Securities and Markets Authority, *ESMA's technical advice to the European Commission on integrating sustainability risks and factors in the UCITS Directive and AIFMD*, Final Report, 30 April 2019, ESMA 34-45-688.

entrambi, in quanto emanati rispettivamente nel 2013 e 2010, non contenevano riferimenti ai rischi di sostenibilità e ai fattori di sostenibilità. Questi ultimi fanno quindi il loro ingresso nei due atti normativi in parola nel contesto delle norme sulla gestione degli investimenti e la gestione del rischio, sui requisiti organizzativi, sui conflitti di interesse e sulle responsabilità del *senior management*.

In primis, vengono aggiunti all'elenco delle definizioni di cui all'art. 1 dell'*AIFMR* e all'art. 3 della Direttiva 2010/43/UE i termini 'rischio di sostenibilità' e 'fattori di sostenibilità'. In punto le nuove previsioni si limitano a fare riferimento alle definizioni introdotte dal *SFDR*, le quali quindi vengono integrate all'interno della legislazione di settore sui fondi di investimento. La differenza tra i due concetti, all'evidenza, è piuttosto rilevante e può essere facilmente colta pensando a un fondo che investe in strumenti di capitale di una società che gestisce centrali a carbone per la produzione di energia elettrica. In questo caso, il gestore dovrà certamente considerare i rischi di sostenibilità, per esempio la presenza di protocolli di sicurezza all'interno delle centrali, nonché la gestione dell'acqua e lo smaltimento dei rifiuti prodotti. Ma lo stesso gestore dovrà altresì avere riguardo ai fattori di sostenibilità atteso che l'attività economica sottostante potrebbe avere effetti principali avversi in particolare sull'ambiente, per esempio in caso di emissioni quantitativamente rilevanti di gas serra.

All'art. 18 dell'*AIFMR*, il quale definisce gli obblighi di *due diligence* concernenti la selezione e il monitoraggio continuativo degli investimenti, vengono aggiunti due paragrafi. Il primo, che diventa il comma 5 dell'art. 18 dell'*AIFMR*, stabilisce che il gestore di fondi alternativi tenga conto dei rischi di sostenibilità nell'adempimento dei menzionati obblighi di *due diligence*. Il secondo paragrafo, che diventa il comma 6 dell'art. 18 dell'*AIFMR*, prevede invece che laddove il gestore di fondi alternativi consideri gli effetti negativi principali delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità ai sensi dell'art. 4 del *SFDR*, ciò avvenga nell'adempimento degli obblighi di *due diligence* di cui al medesimo art. 18 dell'*AIFMR*. In maniera analoga, con riguardo ai gestori di fondi *UCITS*, il nuovo art. 23 della Direttiva 2010/43/UE, come modificato dalla Direttiva Delegata 2021/1270, richiede che questi ultimi tengano in considerazione i rischi di sostenibilità e, laddove previsto, anche i principali effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità.

L'utilizzo delle espressioni 'prendere in considerazione' e 'tenere conto' in relazione ai rischi di sostenibilità e ai principali effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità determina che i gestori debbano avere adeguata conoscenza degli attivi in cui i loro fondi sono investiti. Solo la conoscenza dettagliata degli stessi può infatti consentire ai gestori di valutare i rischi di sostenibilità a cui gli investimenti sottostanti sono esposti nonché l'impatto degli investimenti del fondo sui fattori di sostenibilità.

Circa la gestione del rischio, è interessante notare come tanto il nuovo art. 40 comma 2 dell'*AIFMR* quanto il nuovo art. 38 comma 1 della Direttiva 2010/43/UE considerino i rischi di sostenibilità come una nuova e distinta categoria di rischi. Scelta legislativa quest'ultima che ha suscitato non poche perplessità all'interno dell'industria.⁶⁵ In questo senso, è previsto che la politica di gestione del rischio includa

⁶⁵ In punto si veda European Fund and Asset Management Association, *EFAMA's Response to the Commission's Drafts Amendments Integrating Sustainability Considerations into UCITS and AIFMD*, 6 July 2020, reperibile al sito internet https://service.betterregulation.com/sites/default/files/20-4040_EC%20Better%20Regulation%20CP%20ESG%20UCITS%20AIFMD%20Integration.pdf, dove si rileva che '*EFAMA fully supports the integration of sustainability risks as part of risk management policy at fund level, but we believe that from a risk management perspective there is no reason to single out sustainability risks vis a vis all the other types of risks and introduces an artificial ranking amongst those different risks. In addition, and as already recognised by a number of public authorities, we would also like to see the possibility for sustainability risks to be assessed also on a qualitative basis ... Having sustainability risks in such general provisions, seems to imply a different weighting for sustainability risk vis a vis all the other types of risks and introduces an artificial ranking amongst those different risks. Furthermore SFDR, which requires fund managers to inform how they assess sustainability risks, already tackles significant regulatory changes to be made in organisation, resources, management and due diligence requirements within UCITS & AIFMD management companies. Singling out sustainability risks here is therefore not only inappropriate from a risk management perspective, it is also unnecessary from a regulatory policy development ... Suggested changes to the definition of sustainability risks in both texts: 'sustainability risk' means sustainability risk as defined in Article 2, point (22), of Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council that should be considered as subset of other financial risks; where appropriate, the assessment of sustainability risks shall be based on Article 45(3), upon the availability of public, transparent, relevant and reliable information related to ESG considerations. Those sustainability risks might be assessed by investment companies either in qualitative terms or quantitative terms, as consistent with Recital 15 under SFDR*'.

tutte le procedure necessarie per permettere al gestore di valutare, per ogni fondo gestito, l'esposizione al rischio di mercato, di liquidità, di sostenibilità e di controparte, nonché l'esposizione a qualsiasi altro rischio pertinente, compreso il rischio operativo, che potrebbe essere significativo. Al riguardo sembra potersi affermare che anche prima della modifica normativa in parola, qualora quantificabili, i rischi di sostenibilità dovessero essere presi in considerazione dai gestori di fondi. La nuova formulazione delle norme induce quindi a chiedersi se e come i gestori di fondi debbano prendere in considerazione rischi non quantificabili o difficili da quantificare derivanti da fenomeni ambientali e/o sociali.

I gestori di fondi devono tenere conto dei rischi di sostenibilità anche nell'adempimento degli obblighi concernenti i propri requisiti organizzativi. Ciò significa che tali rischi devono essere presi in considerazione, per esempio, quando le procedure decisionali vengono elaborate, quando la struttura organizzativa è definita, nell'assicurare che i soggetti rilevanti conoscano le procedure da seguire per il corretto esercizio delle proprie responsabilità, nell'istituire idonei meccanismi di controllo interno concepiti per garantire il rispetto delle decisioni e delle procedure, nell'istituire un sistema efficace per quanto riguarda l'informativa interna, la comunicazione delle informazioni, il flusso di informazioni con eventuali terze parti nonché nel conservare registrazioni adeguate e ordinate dell'attività commerciale e dell'organizzazione interna. E' verosimile aspettarsi che tutto ciò comporterà altresì la necessità di introdurre modifiche ai *business plans* dei gestori di fondi nonché alle modalità di attuazione del *reporting* interno.

Dall'introduzione delle nuove norme deriva che i gestori di fondi debbano dotarsi di nuove professionalità da inserire all'interno della loro organizzazione al fine di poter conformarsi agli oneri e alle obbligazioni appena introdotti. Un richiamo alle risorse e alle competenze necessarie è stato inserito in relazione ai rischi di sostenibilità all'interno dell'art. 22 comma 3 dell'*AIFMR* per i fondi alternativi e all'interno dell'art. 5 comma 5 della Direttiva 2010/43/UE per i fondi *UCITS*. Sebbene un simile riferimento non sia stato introdotto anche con riguardo all'impatto degli investimenti sui fattori di sostenibilità sembra possibile sostenere che, laddove il gestore prenda tali impatti in considerazione, apposite risorse e competenze

debbano essere integrate nell'organizzazione dell'intermediario tanto più alla luce della complessità della relativa analisi.

L'adozione di queste nuove norme pone alcuni dubbi interpretativi circa la loro corretta implementazione da parte dei gestori di fondi. Non è chiaro per esempio come debba interpretarsi l'espressione risorse e competenze necessarie in relazione all'organizzazione interna. Non è chiaro nemmeno se il gestore di fondi possa adempiere ai nuovi obblighi concernenti la gestione dei rischi di sostenibilità e la considerazione dell'impatto degli investimenti sui fattori di sostenibilità attraverso la delega di funzioni all'esterno dell'organizzazione. E in relazione a ciò, è incerto se il coinvolgimento di consulenti esterni esperti in materia di sostenibilità costituisca una delega di funzioni.

Da una prospettiva più generale, l'applicazione di queste norme può creare problemi pratici derivanti dall'assenza di dati attendibili da utilizzare tanto per la gestione dei rischi di sostenibilità quanto per considerare concretamente l'impatto degli investimenti sui fattori di sostenibilità. Se dati affidabili non fossero disponibili sarebbe allora complesso configurare un'ipotesi di responsabilità dei gestori derivante dal mancato corretto adempimento delle obbligazioni introdotte dalle nuove norme.

In tema di conflitti di interesse, il nuovo art. 30 dell'*AIFMR* e il nuovo art. 17 della Direttiva 2010/43/UE prevedono che nell'individuazione di quei conflitti la cui esistenza può ledere gli interessi del fondo, il gestore debba ora includere anche quelli che possono insorgere a seguito dell'integrazione dei rischi di sostenibilità nei suoi processi, sistemi e controlli interni. La norma sembra fare riferimento a quei conflitti di interesse che potrebbero derivare da politiche di remunerazione basate su una prospettiva di breve periodo che in quanto tali risulterebbero in contrasto con l'interesse di lungo termine degli investitori a evitare l'impatto negativo dei rischi di sostenibilità sul valore degli investimenti del fondo.

Infine con riguardo alle responsabilità e alle funzioni dell'organo di gestione e dell'alta dirigenza, è ora previsto che quest'ultima sia responsabile dell'integrazione dei rischi di sostenibilità nella politica generale di investimento dei fondi, nelle strategie di investimento, nelle politiche e procedure di valutazione, nel controllo della conformità, nelle politiche di gestione del rischio e nelle politiche di remunerazione.

E' verosimile ritenere che pur nel silenzio delle nuove norme, analoghe responsabilità debbano essere attribuite all'alta dirigenza anche circa la considerazione dell'impatto degli investimenti sui fattori di sostenibilità qualora il gestore del fondo abbia effettivamente deciso di prendere in considerazione tale impatto oppure sia a ciò tenuto ai sensi dell'art. 4 del *SFDR*.

5. Le criticità interpretative e di implementazione derivanti dall'adozione delle nuove norme

L'introduzione di questo nuovo complesso quadro regolamentare pone i gestori di fondi, tanto *UCITS* quanto alternativi, davanti a una serie di criticità interpretative e di implementazione che derivano anche dall'adozione di norme non sempre chiare. Le principali criticità riguardano l'assenza e/o l'insufficienza di dati attendibili in materia di sostenibilità, la carenza di risorse umane con competenze in tema di sostenibilità nel contesto degli investimenti, incertezze interpretative circa la distinzione tra fondi *ex art. 8 SFDR*, fondi *ex art. 9 SFDR* e altri fondi, nonché alcune divergenze normative tra stati membri. I paragrafi che seguono analizzano in maggior dettaglio tali criticità e per quanto possibile avanzano alcune proposte per cercare di affrontarle.

5.1. L'assenza e/o la carenza di dati attendibili in materia di sostenibilità

Un primo problema è rappresentato dal fatto che i gestori di fondi, ai sensi della nuova disciplina, devono pubblicare numerose informazioni di carattere non finanziario anche in materia di sostenibilità. Tali informazioni costituiscono poi la base per la quantificazione della misura in cui le attività dei gestori di fondi sono associate ad attività economiche considerate ecosostenibili ai sensi del Regolamento *Taxonomy*. A livello dei fondi gestiti, tali informazioni consentono di distinguere tra fondi di investimento con minore o maggiore propensione verso la sostenibilità, ivi compresi fondi che investono in società che esercitano attività economiche ecosostenibili in base al Regolamento *Taxonomy* medesimo. In questo contesto, la difficoltà pratica maggiore deriva dal fatto che mentre i gestori di fondi (così come gli altri intermediari finanziari) sono già assoggettati a tali

obblighi di *reporting*, lo stesso non può dirsi rispetto agli emittenti le cui azioni e obbligazioni formano il portafoglio dei fondi di investimento.⁶⁶ Questi ultimi, infatti, saranno tenuti a pubblicare informazioni sull'allineamento con i requisiti del Regolamento *Taxonomy* a partire dal 1 gennaio 2023 in relazione all'anno fiscale 2023.⁶⁷ E, peraltro, tali obblighi di *reporting* al momento riguardano solo un numero molto ridotto di emittenti.⁶⁸ Ciò all'evidenza pone un problema (c.d. *sequencing issue*) piuttosto rilevante, atteso che per i gestori di fondi, così come per gli altri intermediari, l'ammontare di attività associate ad attività economiche ecosostenibili dipende in larga parte dall'operatività e dunque dall'allineamento con i requisiti del Regolamento *Taxonomy* degli emittenti in cui i fondi gestiti vengono investiti. Un ragionamento analogo vale per il caso in cui i fondi intendano effettuare investimenti c.d. sostenibili ai sensi del *SFDR*.⁶⁹

⁶⁶ Ciò deriva dall'applicazione dell'art. 8 del Regolamento *Taxonomy* e del Regolamento Delegato UE 2021/2178 della Commissione del 6 luglio 2021 che integra il regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio precisando il contenuto e la presentazione delle informazioni che le imprese soggette all'articolo 19 bis o all'articolo 29 bis della direttiva 2013/34/UE devono comunicare in merito alle attività economiche ecosostenibili e specificando la metodologia per conformarsi a tale obbligo di informativa.

⁶⁷ Così l'art. 10 del Regolamento Delegato UE 2021/2178 della Commissione del 6 luglio 2021 che integra il regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio precisando il contenuto e la presentazione delle informazioni che le imprese soggette all'articolo 19 bis o all'articolo 29 bis della direttiva 2013/34/UE devono comunicare in merito alle attività economiche ecosostenibili e specificando la metodologia per conformarsi a tale obbligo di informativa.

⁶⁸ Per tale ragione la Commissione ha proposto la revisione della *Non-Financial Reporting Directive* al fine di ampliare il suo ambito di applicazione.

⁶⁹ Ai sensi dell'art. 2 (17) del *SFDR*, un investimento sostenibile è un 'investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale, misurato, ad esempio, mediante indicatori chiave di efficienza delle risorse concernenti l'impiego di energia, l'impiego di energie rinnovabili, l'utilizzo di materie prime e di risorse idriche e l'uso del suolo, la produzione di rifiuti, le emissioni di gas a effetto serra nonché l'impatto sulla biodiversità e l'economia circolare o un investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo sociale, in particolare un investimento che contribuisce alla lotta contro la disuguaglianza, o che promuove la coesione sociale, l'integrazione sociale e le relazioni industriali, o un investimento in capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate a condizione che tali investimenti non arrechino un danno significativo a nessuno di tali obiettivi e che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di buona governance, in particolare per quanto riguarda strutture di

Anche in tal caso, l'investimento sottostante dovrà essere valutato in termini di sostenibilità in base alle modalità di esercizio delle attività economiche da parte delle società i cui strumenti finanziari sono stati acquistati dal fondo, formandone per tal via il portafoglio. Pertanto, i dati circa la sostenibilità delle attività economiche esercitate dalle imprese non finanziarie sono di cruciale importanza per il corretto funzionamento del nuovo impianto normativo.

A ciò si aggiunge che la novità e la complessità della materia rendono difficile la produzione di dati corretti e attendibili da parte degli emittenti e ciò ovviamente finisce per incidere tanto sulle politiche di gestione del rischio di sostenibilità da parte dei gestori di fondi quanto sulla determinazione degli impatti negativi dei loro investimenti sui fattori di sostenibilità.⁷⁰ Tale situazione è ancora più complessa qualora i fondi gestiti investano in strumenti finanziari di emittenti di paesi terzi i quali non sono soggetti agli obblighi di *reporting* contenuti nella disciplina europea.

La conseguenza che deriva dall'assenza di dati è che molti gestori di fondi nei prossimi anni avranno un c.d. *green investment ratio*⁷¹ piuttosto basso a prescindere dalla loro eventuale propensione alla sostenibilità. Per fronteggiare questo problema è stato suggerito di consentire l'uso, almeno temporaneo, di stime fino a quando dati affidabili saranno effettivamente disponibili.⁷² Sebbene la Commissione abbia già espresso la sua posizione contraria,⁷³ per

gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali'.

⁷⁰ Il problema dell'assenza di dati attendibili in materia di sostenibilità è stato analizzato da D. Zetzsche – L. Anker-Sørensen, *Regulating Sustainable Finance in the Dark*, in *Eu. Bus. Org. L. Rev.*, 2022, 23, 47-85.

⁷¹ Il c.d. *green investment ratio* è la proporzione di investimenti c.d. *taxonomy-aligned* rispetto al valore totale degli *assets under management* considerando sia la gestione di portafogli collettivi che la gestione di portafogli individuali.

⁷² Cfr. D. Zetzsche – M. Bodellini, *A sustainability crisis makes bad laws - Towards sandbox thinking in EU sustainable finance law and regulation*, Working Paper, 2022, *passim*, reperibile al sito internet https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4147295.

⁷³ See European Commission, *FAQs on reporting of Taxonomy-eligible economic activities and assets in accordance with the Taxonomy Regulation Article 8 Delegated Act*, reperibile al sito https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/sustainable-finance-taxonomy-article-8-report-eligible-activities-

evitare il rischio di abuso delle stime, l'ESMA potrebbe adottare delle linee guida che indichino come le stesse debbano essere utilizzate e a quali condizioni, per esempio dando priorità all'utilizzo di stime ufficiali elaborate da autorità pubbliche.⁷⁴

Con il passare del tempo è verosimile aspettarsi che verranno prodotti sempre più dati e che gli stessi saranno sempre più attendibili. Ciò deriva dal fatto che il nuovo quadro normativo, caratterizzato da elevata complessità tecnica e dall'introduzione di numerosi concetti prima sconosciuti, è ancora in fase di realizzazione e completamento. Gli emittenti e gli intermediari si trovano di conseguenza per la prima volta davanti a nuove regole, la cui corretta applicazione richiede sperimentazione. Ossia si tratta per i soggetti sottoposti ai nuovi obblighi di *disclosure* di un processo di *learning by doing* attraverso il quale gli stessi riusciranno ad adeguarsi progressivamente a tali regole. Al tempo stesso, l'applicazione pratica di tali norme metterà certamente in luce una serie di inefficienze strutturali e malfunzionamenti che una volta individuati potranno essere corretti e/o rimossi rendendo il quadro normativo più efficace.

5.2. *La carenza di risorse umane con competenze in tema di sostenibilità nel contesto degli investimenti*

Un ulteriore problema pratico che i gestori di fondi si trovano a dover affrontare concerne la carenza di risorse umane con competenze in materia di sostenibilità nel contesto degli investimenti.⁷⁵ Tale problema

[assets-faq_en.pdf](#), dove viene posta la seguente domanda: 'Can financial undertakings use estimates for Taxonomy-eligibility, when information is not available from the reporting firm in 2022?'; nella sua risposta la Commissione ha sottolineato che 'Eligibility-related disclosures of financial undertakings shall be based on actual information, provided by the financial or non-financial undertaking, per Article 8(4) of the Disclosures Delegated Act. In the case where an underlying undertaking has not yet disclosed its taxonomy-eligibility, a financial undertaking may choose to estimate the proportion of eligibility of economic activities as part of their voluntary disclosure. Such estimated values may only be reported on a voluntary basis and must not form part of the mandatory disclosures'.

⁷⁴ Cfr. D. Zetzsche – M. Bodellini, *A sustainability crisis makes bad laws - Towards sandbox thinking in EU sustainable finance law and regulation*, cit., passim.

⁷⁵ Cfr. A. Peter – N. Bonnet, *Challenges and practical solutions to sustainable investing in the EU*, in *IFLR 1000*, 30 March 2022, dove si sottolinea che 'One major

assume rilevanza ancor più significativa per i gestori di fondi di piccola e media dimensione i quali hanno evidentemente minor capacità di attrarre risorse umane altamente qualificate.

La formazione di competenze specifiche è in ogni settore un processo che richiede tempo e investimenti e ciò si scontra con le tempistiche di attuazione della nuova disciplina europea, la quale, all'interno del Regolamento Delegato 2021/1255 e della Direttiva Delegata 2021/1270, fa espressa menzione dell'obbligo per i gestori di fondi di dotarsi di personale con competenze specifiche in questa materia.

In punto un approccio bilanciato impone di fare corretta applicazione del principio di proporzionalità alla luce del *business model* e della complessità organizzativa di ciascun gestore di fondi. Ciò consentirebbe, quantomeno in fase iniziale, il rispetto sostanziale di tali nuovi obblighi semplicemente dotandosi delle risorse umane necessarie tanto all'interno quanto all'esterno dell'organizzazione, anche attraverso l'uso di deleghe e di accordi di esternalizzazione di funzioni. Per esempio, si potrebbe consentire ai gestori che si specializzano sulla gestione del rischio e delegano la gestione del portafoglio di rispettare le nuove regole avvalendosi di risorse interne dedicate alla gestione del rischio di sostenibilità senza dover necessariamente assumere anche ulteriori risorse da impiegare sulla valutazione dell'impatto degli investimenti su fattori di sostenibilità. Queste ultime, di contro, potrebbero essere impiegate dall'intermediario a cui è delegata la gestione del portafoglio.⁷⁶ Un simile approccio potrebbe quanto meno trovare applicazione iniziale, seppur limitata nel tempo, per consentire all'industria di formare il personale o di acquisire da altri settori nuove risorse con competenze specifiche da integrare nelle proprie organizzazioni.

challenge for today's fund managers is finding the right resources to handle the panoply of questions linked to sustainable finance (integration of sustainability risks, sustainable investments, etc.). The industry needs professionals that understand both the traditional fund structuring, legal and compliance framework, as well as ESG'.

⁷⁶ Cfr. D. Zetsche – M. Bodellini, *A sustainability crisis makes bad laws - Towards sandbox thinking in EU sustainable finance law and regulation*, cit., *passim*.

5.3. *Le incertezze interpretative circa la distinzione tra fondi ex art. 8 SFDR, fondi ex art. 9 SFDR e altri fondi*

L'intenzione originale del legislatore del *SFDR* era all'evidenza quella di incentivare la trasparenza, a beneficio degli investitori finali, circa il grado di esposizione verso investimenti sostenibili di ciascun prodotto finanziario; e ciò tanto con riguardo ai relativi rischi di sostenibilità quanto in relazione all'impatto degli investimenti sui fattori di sostenibilità. Tale obiettivo doveva essere perseguito attraverso tutte quelle nuove norme che pongono in capo agli intermediari obblighi di *disclosure*, a livello istituzionale nonché a livello dei prodotti offerti, circa i rischi di sostenibilità e circa l'impatto delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità. Nonostante questa fosse la *ratio*, le nuove regole sono state interpretate, in particolare dagli intermediari, come se fossero finalizzate a introdurre un sistema di classificazione dei prodotti finanziari basato sul livello di sostenibilità degli investimenti sottostanti.⁷⁷ Ciò è evidentemente il risultato di un interesse crescente degli investitori verso prodotti finanziari offerti e venduti come sostenibili, che si è probabilmente trasformato in una pressione sui gestori a creare fondi che presentassero tali caratteristiche. Così gli intermediari dopo aver registrato tale interesse del mercato hanno applicato le norme del *SFDR* come 'etichette' da attribuire ai fondi offerti, dove i fondi *ex art. 8 SFDR* (fondi che promuovono caratteristiche ambientali e/o sociali, c.d. *light green products*) hanno un livello di esposizione verso la sostenibilità minore rispetto ai fondi *ex art. 9 SFDR* (fondi che hanno come obiettivo investimenti sostenibili, c.d. *dark green products*), ma maggiore rispetto agli altri fondi.⁷⁸

⁷⁷ La *ratio* originale del regolamento è stata ricordata recentemente anche dalla stessa ESMA, si veda European Securities and Markets Authority, *Sustainability risks and disclosures in the area of investment management, Supervisory briefing*, 31 May 2022, ESMA34-45-1427, dove si rileva che *'without giving the impression of a "label" to investors, an indication as to under which Article of SFDR (and if relevant, the TR) the UCITS/AIF discloses the relevant information should be mentioned in the fund documentation'*.

⁷⁸ Si veda al riguardo Malta Financial Services Authority, *MFSA Report on Operational and Compliance Readiness by Financial Market Participants and Financial Advisers – Sustainable Finance*, 12 April 2022, dove si rileva che *'SFDR requires entities to classify the products or advice they offer into one of the three*

In tale contesto, l'assenza di indicazioni all'interno delle norme del *SFDR* sulle caratteristiche che i fondi devono presentare per rientrare nell'ambito di applicazione degli artt. 8 e 9, pur motivata dalla diversa *ratio* del regolamento in parola, ha reso la situazione ancora più complessa. In conseguenza dell'ampiezza del perimetro di applicazione delle norme in parola e della mancanza di prescrizioni puntuali, le strategie gestionali adottate dai gestori di fondi *ex art. 8* (e in parte *ex art. 9*) *SFDR* hanno preso direzioni molto diverse tra loro.⁷⁹ In punto è interessante notare altresì che subito dopo l'adozione del regolamento, molti gestori avevano optato per un approccio prudente evitando di qualificare i loro fondi ai sensi dell'art. 8 *SFDR* in ragione delle incertezze circa il significato di 'promozione di caratteristiche ambientali e/o sociali' per timori legati al rischio di possibili accuse di *greenwashing*.⁸⁰ Tale approccio è però radicalmente mutato dopo l'intervento della Commissione in cui si è confermata l'ampiezza del

following categories: products promoting environmental or social characteristics; products with sustainable investment objectives; and mainstream products that do not fall within the previous two categories'; cfr. anche T. Lynn Taylor – S. Collins, Ingraining sustainability in the next era of ESG investing - New opportunities are emerging for investment managers to adapt as investor preferences evolve, in Deloitte Insights, 17 April 2022, dove si sottolinea che 'The implementation of the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) in March 2021 effectively created three fund designations (Article 6, Article 8, and Article 9) based on the level of the investment manager's incorporation of ESG characteristics in the investment decision-making process ... Despite the lack of clarity surrounding the disclosures required under each designation, funds that classified themselves as either "light green" or "dark green" still represented more than half (54%) of funds that launched with an SFDR designation. These "green" fund launches follow the trend seen during 2020, when more than half of total investment fund flows in Europe were directed to sustainable funds'.

⁷⁹ In punto peraltro, European Securities and Markets Authority, *Sustainability risks and disclosures in the area of investment management*, cit., ha rilevato che *'While there are no rules specifying minimum quantitative criteria for financial products to disclose sustainability features under SFDR, some Member States have taken the initiative of setting thresholds at national level to ensure that financial products' names with sustainability features are not misleading investors. Furthermore, national labels for sustainable financial products have been developed at national level in many Member States'*.

⁸⁰ Si veda European Securities and Markets Authority, *Sustainable Finance Roadmap 2022-25*, 10 February 2022, ESMA30-379-1051, dove si sottolinea che tali incertezze potrebbero dar luogo a fenomeni di *greenwashing*.

significato di ‘promozione di caratteristiche ambientali e/o sociali’.⁸¹ Sulla base di tale intervento, numerosi gestori hanno riclassificato molti dei loro fondi ai sensi dell’art. 8 *SFDR* al fine di utilizzare il richiamo alla norma *de qua* come strumento di *marketing* potenzialmente in grado di attrarre l’interesse degli investitori.⁸²

Diverse difficoltà interpretative tuttavia permangono. Uno dei dubbi sollevati ha per oggetto le c.d. liste di esclusione di *assets*, e in particolare se avere politiche di investimento basate su tali esclusioni è sufficiente per qualificare il fondo ai sensi dell’art. 8 *SFDR*. La Commissione Europea ha preso una posizione favorevole al riguardo,⁸³ e la disciplina di secondo livello ha in qualche modo confermato tale impostazione.⁸⁴ In ottica sistematica, tuttavia, vi è che sulla base della

⁸¹ See European Commission, *Question related to Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (Sustainable Finance Disclosure Regulation 2019/2088)*, at 7-8, available at https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/sfdr_ec_qa_1313978.pdf.

⁸² Cfr. T. Lynn Taylor – S. Collins, *Ingraining sustainability in the next era of ESG investing - New opportunities are emerging for investment managers to adapt as investor preferences evolve*, cit., dove si rileva che ‘*At the end of Q1 2021, assets in discretionary mandates with an ESG investment approach, Article 8, and Article 9 funds in the EU totalled US\$13 trillion, representing 40% of the total assets under management*’.

⁸³ See European Commission, *Question related to Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (Sustainable Finance Disclosure Regulation 2019/2088)*, cit., dove si rileva che ‘*nothing prevents financial products subject to Article 8 of Regulation (EU) 2019/2088 not to continue applying various current market practises, tools and strategies and a combination thereof such as screening, exclusion strategies, best-in-class/universe, thematic investing, certain redistribution of profits or fees*’.

⁸⁴ Il Considerando (18) dei Regulatory Technical Standards delle European Supervisory Authorities (ESAs) Supplementing Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council on sustainability-related disclosures in the financial services sector with regard to regulatory technical standards specifying the content, methodologies and presentation of information in relation to sustainability indicators and the promotion of environmental or social characteristics and sustainable investment objectives in pre-contractual documents, websites and periodic reports prevedeva che ‘*there are a variety of financial products with various degrees of ambition with regard to taking into account sustainability factors. Financial products that promote, among other characteristics, environmental or social characteristics, or a combination of those characteristics (environmental or social*

posizione presa dalla Commissione praticamente tutti i fondi di investimento europei possono essere riqualificati ai sensi dell'art. 8 *SFDR*; per esempio ogni fondo di investimento che dichiara di non voler investire in società che sfruttano il lavoro minorile può, in base a tale interpretazione, essere qualificato come prodotto conforme all'art. 8 *SFDR*.⁸⁵ Il risultato che ne deriva è però che fondi con ambizioni

characteristics) cover various investment approaches and strategies, from best-in-class to specific sectoral exclusions. The disclosures required from financial market participants making available such financial products should reflect this diversity and cover the widest possible range of approaches. Among financial products, a difference is to be made between financial products that exclusively pursue sustainable investments and all other financial products that promote environmental or social characteristics'. In punto vale la pena notare come il Regolamento Delegato della Commissione Europea del 6 aprile 2022 che ha implementato tali *regulatory technical standards* delle ESAs, non abbia mantenuto il predetto considerando 18. Nel testo del Regolamento Delegato della Commissione ci sono solo alcuni riferimenti alle liste di esclusione degli investimenti al considerando 16, il quale, senza menzionare esplicitamente i prodotti *ex art. 8 SFDR*, prevede che *'many financial products rely on exclusion strategies based on environmental or social criteria. End investors should be provided with the information necessary to assess the effects of such criteria on investment decisions, and the effects of such exclusion strategies on the composition of the resulting portfolio. Market practice demonstrates that some exclusion strategies are showcased as effective, while in fact those exclusion strategies actually lead to the exclusion of only a limited number of investments, or are based on exclusions required by law. It is therefore necessary to address concerns about 'greenwashing', that is, in particular, the practice of gaining an unfair competitive advantage by recommending a financial product as environmentally friendly or sustainable, when in fact that financial product does not meet basic environmental or other sustainability-related standards. To prevent mis-selling and greenwashing, and to provide end investors with a better understanding of the effects of the exclusion strategies applied by certain financial products, financial market participants should confirm any commitment in terms of excluded investments, in particular as binding elements of the investment strategy, in information on asset allocation and in the information on sustainability indicators used to measure the effects of such strategies'*. Da una prospettiva differente, il considerando 11 del Regolamento Delegato della Commissione aggiunge che *'Financial market participants should therefore only disclose those criteria for the selection of underlying assets that are binding on the investment decision-making process, and not criteria that they may ignore or override at their discretion'*.

⁸⁵ Cfr. EUROSIF, *EU Sustainable Finance & SFDR: making the framework fit for purpose - Eurosif Policy Recommendations for Article 8 & 9 product labels*, June 2022, 3, dove si rileva che *'As of 31st March 2022, 31,5% of funds available in the EU (excluding money market funds, funds of funds and feeder funds) were classified*

ambientali e/o sociali molto limitate (se non già inesistenti) possono beneficiare di un’etichetta che, a prescindere dalla diversa volontà del legislatore del *SFDR*, è ormai percepita sul mercato come garanzia di una sensibilità verso la sostenibilità piuttosto marcata. Il problema è confermato altresì dal fatto che numerosi fondi *ex art. 8 SFDR* nonché *ex art. 9 SFDR* hanno tuttora un’esposizione relativamente alta, e in certi casi addirittura crescente, verso società che svolgono attività che utilizzano combustibili fossili.⁸⁶

E ancora dalla prospettiva opposta, questa situazione, che sembra essere recentemente degenerata, espone i gestori che costituiscono fondi *ex art. 8 SFDR* a possibili doglianze di *greenwashing* qualora gli elementi di sostenibilità integrati nelle politiche di investimento siano effettivamente poco significativi (se non già assenti).⁸⁷

Consegue da tutto ciò che una disciplina più chiara e per certi versi più rigida in relazione alla qualificazione di prodotti ai sensi dell’art. 8 e dell’art. 9 *SFDR* sarebbe certamente utile a contrastare più efficacemente fenomeni di *greenwashing*, al tempo stesso fornendo maggiore trasparenza al mercato. In prospettiva *de jure condendo*, una riforma di questo tenore potrebbe essere attuata attraverso due diversi atti normativi; da un lato il *SFDR* si limiterebbe a dettare gli oneri di *disclosure* gravanti sugli intermediari tanto a livello istituzionale quanto a livello di prodotti offerti; dall’altro lato, un nuovo atto normativo potrebbe dettare regole più precise circa la composizione dei

as either Article 8 SFDR funds (27,9%) or Article 9 SFDR funds (3,6%). In terms of assets under management, the two groups accounted for an even larger share of the EU market, amounting to 45,6% of the total assets under management. Article 8 SFDR products alone accounted for 40,7% of total assets under management, while Article 9 SFDR products accounted for 4,9% total assets under management. In terms of monetary value, the combined assets under management of Article 8 SFDR funds and Article 9 SFDR funds amounted to EUR 4,18 trillion, see Morningstar Direct. Data as of 31 March 2022 - Based on SFDR data collected from prospectuses on 96% of funds available for sale in the EU, excluding money market funds, funds of funds, and feeder funds’.

⁸⁶ *Id.*, 9.

⁸⁷ *Id.*, 3, dove si rileva che una differenziazione più chiara tra categorie di prodotti, ossia tra fondi *ex art. 8*, fondi *ex art. 9* e altri fondi, è necessaria per garantire che gli intermediari finanziari possano classificare i loro prodotti finanziari in maniera appropriata e in modo tale da descrivere con precisione le caratteristiche dei prodotti in questione. Su tali presupposti, dei requisiti minimi dovrebbero essere introdotti nel quadro regolamentare per i prodotti *ex art. 8* e *ex art. 9* del *SFDR*.

portafogli dei prodotti offerti in linea con le etichette (*dark green* e *light green*) da attribuire. Ossia, le regole concernenti la composizione del portafoglio dei prodotti qualificati come *dark green* dovrebbero fissare delle soglie minime relative all'ammontare degli investimenti sostenibili. Di contro, le regole concernenti la composizione del portafoglio dei prodotti etichettati come *light green* dovrebbero *in primis* meglio definire cosa debba intendersi per promozione di caratteristiche ambientali e/o sociali, muovendo dal presupposto per cui tale caratteristica non può tradursi in un contenitore vuoto che ciascun gestore può riempire in autonomia semplicemente prevedendo l'esclusione di alcuni investimenti in determinate attività (magari illegali). Sulla base di tale definizione, e tenendo conto del minor livello di ambizione rispetto ai prodotti c.d. *dark green*, le nuove norme dovrebbero poi fornire quanto meno indicazioni di carattere generale sulla composizione del portafoglio dei prodotti *light green*.

5.4. Divergenze normative tra stati membri e gold-plating rules

Alcuni stati membri hanno adottato norme finalizzate a fornire chiarimenti circa l'interpretazione e l'applicazione della nuova disciplina europea.⁸⁸ La *BaFin* in Germania ha pubblicato alcuni documenti circa la gestione del rischio di sostenibilità e ha altresì avviato una consultazione circa la possibilità di adottare un'ordinanza su fondi di investimento c.d. sostenibili.⁸⁹ Analogamente, nei primi mesi del 2020, l'*Autorité des Marchés Financiers (AMF)* francese ha pubblicato una raccomandazione dal titolo '*Information to be provided by collective investment schemes incorporating non-financial approaches*'. Tale raccomandazione, che si applica a tutti i fondi alternativi e *UCITS* francesi nonché ai fondi *UCITS* costituiti in altri stati membri e autorizzati alla commercializzazione a investitori *retail* in Francia, è finalizzata a prevenire fenomeni di *greenwashing*

⁸⁸ Si veda in punto A. Peter – N. Bonnet, *Challenges and practical solutions to sustainable investing in the EU*, cit., che definiscono queste iniziative a livello nazionale come '*gold-plating rules*'.

⁸⁹ Si veda BaFin, *BaFin starts consultation on its Guidelines on sustainable investment funds*, Press Release, 2 August 2021, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Pressemitteilung/2021/pm_210722_Nachhaltigkeitsleitlinien_en.html.

attraverso la previsione per cui le informazioni date agli investitori circa la considerazione di fattori *ESG*, la sostenibilità e investimenti c.d. *low carbon* siano proporzionate all'attenzione prestata dal fondo *de quo* a tali fattori.⁹⁰

Il problema è che tali linee guida e interpretazioni adottate a livello nazionale aggiungono il punto di vista delle autorità domestiche alla disciplina europea. Il punto di vista nazionale può però differenziarsi tra stati membri e le conseguenti divergenze possono finire per rendere più gravosa l'operatività di quei gestori che offrono i loro fondi su base transfrontaliera. In altre parole, in questo modo vengono erette ulteriori barriere all'operatività *cross-border*.⁹¹ Da una prospettiva sistematica, peraltro, tale approccio si pone in palese contrasto con la volontà del legislatore europeo di garantire la massima armonizzazione del quadro regolamentare attuata attraverso il preponderante utilizzo di regolamenti e regolamenti delegati in luogo di direttive e direttive delegate.

Tale situazione dovrebbe essere affrontata tanto dall'*ESMA* quanto dall'*ESA Joint Committee* attraverso un ulteriore sforzo di armonizzazione delle linee guida concernenti l'applicazione delle nuove norme. Ossia una collaborazione più stretta tra *ESMA* e autorità degli stati membri è in questa materia particolarmente auspicabile proprio per evitare di lasciare spazio a interpretazioni nazionali che mal si conciliano con le esigenze di un mercato dei capitali integrato. L'armonizzazione in parola è peraltro *conditio sine qua non* anche per la creazione di nuove etichette europee per esempio per fondi di investimento alternativi sostenibili e per fondi *UCITS* sostenibili, i quali

⁹⁰ La raccomandazione consiste di otto posizioni ufficiali (c.d. '*positions*') di cui cinque concernenti i fondi *UCITS* non francesi e dieci raccomandazioni per definire le informazioni da fornire agli investitori.

⁹¹ In punto A. Peter – N. Bonnet, *Challenges and practical solutions to sustainable investing in the EU*, cit., rilevano che '*although these apply only to national products distributed to domestic retail investors and often focus mainly on marketing material, fund managers looking to distribute their products in these countries must still take them into account, and must find ways to accommodate them at the risk of being shut out of the market for misalignment with local rules or client expectations. Such rules can introduce minimum sectoral exclusions, materiality thresholds for proposed ESG approaches, or minimum sustainable investment percentages, all of which can add onto the EU level rules (which themselves ought to be seen as a transparency mechanism above all else)*'.

all'evidenza devono essere regolamentati da previsioni equivalenti in ogni stato membro.⁹²

6. Conclusioni

La disciplina europea adottata in attuazione del *SFAP* e della nuova strategia per finanziare la transizione verso un'economia sostenibile ha introdotto una lunga serie di norme che trovano applicazione, diretta o indiretta, anche nel settore della gestione collettiva del risparmio. La novità e la complessità tecnica di tali nuove norme pongono, tuttavia, numerosi problemi nell'applicazione e nell'implementazione delle stesse.

Le principali criticità riguardano l'assenza e/o l'insufficienza di dati attendibili in materia di sostenibilità, la carenza di risorse umane con competenze in tema di sostenibilità nel contesto degli investimenti, incertezze interpretative circa la distinzione tra fondi *ex art. 8 SFDR*, fondi *ex art. 9 SFDR* e altri fondi nonché divergenze normative tra stati membri.

Dopo avere analizzato tali criticità in maggior dettaglio, lo scritto ha presentato alcune proposte per cercare di affrontare e, laddove possibile, risolvere i suddetti problemi di interpretazione delle norme e di applicazione delle stesse.

⁹² Cfr. D. Zetsche – M. Bodellini, *A sustainability crisis makes bad laws - Towards sandbox thinking in EU sustainable finance law and regulation*, cit., *passim*.

Dal trasferimento dei servizi di pagamento al trasferimento dei servizi di amministrazione titoli (*)

SOMMARIO: 1. Mobilità della disciplina, mobilità dei conti e assestamento dei termini. – 2. Retention e deterrenza. – 3. Chiusura del conto e obblighi pendenti. – 4. Conto cointestato e autorizzazione del singolo intestatario. – 5. Conto di pagamento e conto corrente bancario. – 6. Mobilità del consumatore e immobilismo dell'imprenditore? – 7. Mobilità dei conti e immobilismo dei depositi titoli?

1. Mobilità della disciplina, mobilità dei conti e assestamento dei termini.

Ora per spinta interna ora per spinta europea si è sviluppata la tendenza della disciplina ad agevolare l'*exit* del cliente dai rapporti bancari per aumentare la concorrenza nel settore¹.

Di tale *trend* farebbe parte anche la disciplina del trasferimento dei servizi di pagamento e dei “depositi titoli” (artt. 126-*quinquiesdecies* ss. T.u.b. ed art. 2, co. 2, d.lgs. n. 37/2017)².

* Relazione tenuta nel *webinar* sulla *Portabilità dei servizi di pagamento*, organizzato da questa *Rivista* il 1 aprile 2022, con aggiunta di note. Le opinioni espresse sono mie e non impegnano in alcun modo l'Arbitro Bancario Finanziario.

¹ Per una sintesi in materia v. il mio *La trasparenza bancaria*, in V. ROPPO (dir. da), *Trattato dei contratti*, Vi, Milano, 2014, 694 ss.

² Opinione corrente: *inter aliis*, G. BARILLÀ, *Il trasferimento dei servizi di pagamento*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2016, 1039; S. MEZZACAPO, *La nuova disciplina nazionale dei “conti di pagamento” alla luce dell'armonizzazione attuata con la payment accounts directive*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, I, 816; C.G. CORVESE, *Trasferimento dei servizi di pagamento legati ai conti di pagamento e tutela del consumatore*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2019, 584; F. SARTORI, *Portabilità dei servizi di pagamento: ambito oggettivo di applicazione e penali di legge*, 2022, 1 del dattiloscritto, letto per la cortesia dell'Autore.

Secondo G. LIACE, *Portabilità del conto corrente*, in *Dig., Disc. Priv., Sez. Civ., Agg.*, Torino, 2016, 606, “tale procedura [...] consentirebbe ai consumatori di avvalersi delle offerte più convenienti sul mercato e passare facilmente dal conto di pagamento precedente a un altro potenzialmente più adatto, indipendentemente dal fatto che ciò avvenga nell'ambito dello stesso prestatore di servizi di pagamento o tra prestatori di servizi di pagamento differenti”; ma per “servizio di trasferimento”

Questa era certo la *mens* del legislatore europeo, che a tale disciplina ha condotto quello italiano con la *Payments Account Directive*³.

A me continua a sembrare che, allo stato, in concreto, questa normativa serva più ad assecondare il trasferimento dei servizi di pagamento quando il cliente trasferisca la residenza ovvero quando intenda spostare presso un nuovo intermediario rapporti più importanti dei servizi di pagamento, come finanziamenti e amministrazioni di valori mobiliari⁴: gli spazi di effettiva concorrenza nel settore dei servizi di pagamento al consumatore essendosi ormai striminziti: le commissioni essendo contenute in canoni di conti a pacchetto, i tempi di esecuzione e valuta essendo oggetto di limiti imperativi e le giacenze non venendo remunerate.

Se la disciplina accompagna la mobilità del cliente, essa stessa è piuttosto mobile.

Dopo il *boom* delle “surroghe nei finanziamenti” e l’inesco della bomba dei ricorsi avanti all’ABF in materia di estinzione anticipata dei mutui con cessione del quinto dello stipendio⁵, nel 2013 il legislatore italiano introduce la prima embrionale disciplina specifica sul trasferimento dei servizi di pagamento (art. 1, commi 584-585, l. 27 dicembre 2013, n. 147), anticipando la *Payments Account Directive* ancora in gestazione.

I termini per l’esecuzione del trasferimento sono disallineati rispetto a quelli della *PAD*: il legislatore italiano concede all’intermediario ricevente quattordici giorni lavorativi per il completamento

s’intende “il trasferimento da un prestatore [...] ad un altro” (art. 126-*decies*, co. 3, lett. *b*, T.u.b.; art. 2, n. 18, *PAD*): ABF, Milano, 15442/2021.

³ Direttiva 2014/92/UE del 23 luglio 2014 “sulla comparabilità delle spese relative al conto di pagamento, sul trasferimento del conto di pagamento e sull’accesso al conto di pagamento con caratteristiche di base”.

Considerando n. 4: “Attualmente, la mancanza di trasparenza e di comparabilità delle spese, nonché le difficoltà di trasferimento del conto di pagamento creano ancora ostacoli alla piena integrazione del mercato, contribuendo a un basso livello di concorrenza nel settore dei servizi bancari al dettaglio”.

⁴ ... E vedi ora il caso deciso da Trib. Milano, 6 luglio 2021. Nella casistica ABF, quando più è sbizzato il fatto, s’intravede che il trasferimento dei servizi di pagamento si lega a quello dei titoli: vedi nota 11.

⁵ Al riguardo, da ultimo, mio *Estinzione anticipata del credito al consumo: riduzione del costo del credito e indennizzo*, in questa *Rivista*, 2022, 177 ss.

dell'operazione (co. 584), due in più rispetto al legislatore europeo (art. 10 *PAD*).

Nel d.l. n. 3/2015⁶ il legislatore italiano riscrive la disciplina e allinea il termine finale per il completamento dell'operazione a quello europeo (art. 2, co. 5), ma tace dei termini di esecuzione dei vari *step* del trasferimento, pur previsti dalla *PAD* (art. 10).

Nel 2017, con il d.lgs. n. 37⁷, è emanata un'ulteriore versione della normativa, che, quasi tutta trasfusa nel T.u.b., ce la fa ad allineare tutti i termini a quelli europei: due giorni lavorativi all'intermediario ricevente per la richiesta di trasferimento al trasferente, cinque a quest'ultimo per la risposta e cinque al ricevente per l'inserimento dei dati a sistema. Per non sbagliare, il legislatore del 2017 rinvia integralmente alla disposizione europea (l'art. 126-*quinquiesdecies*, co. 3, T.u.b.).

Nel 2015 il legislatore primario affida al Ministro dell'Economia e delle Finanze la definizione di due aspetti importanti: la disciplina del trasferimento dei depositi titoli e la penale per il ritardo (art. 2, co. 18, d.l. n. 3/2015)⁸. Gli dà quattro mesi di tempo.

Nel 2017 è direttamente il legislatore primario a definire la penale (art. 126-*septiesdecies*), mentre continua a lasciare al Ministro la definizione della disciplina del trasferimento dei depositi titoli (art. 2, co. 2, d.lgs. n. 37/2017), solo precisando che questo, gratuito in generale, potrebbe non esserlo quando i titoli non siano dematerializzati. Anche di tale normativa attuativa non si sono tuttora avute notizie, come accaduto altre volte per punti assai significativi della disciplina bancaria⁹.

Il contenzioso in materia di trasferimento di servizi di pagamento risulta scarso. Una buona parte mi pare sia stato alimentato dal Collegio

⁶ D.l. 24 gennaio 2015, n. 3, conv. in l. con l. 24 marzo 2015, n. 33, recante "Misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti".

⁷ D.lgs. 14 marzo 2017, n. 37, di "Attuazione della direttiva 2014/92/UE, sulla comparabilità delle spese relative al conto di pagamento, sul trasferimento del conto di pagamento e sull'accesso al conto di pagamento con caratteristiche di base".

⁸ Le disposizioni usano la parola "indennizzo", ma essendo questo previsto per l'inadempimento e a prescindere dal danno effettivamente subito, la parola è, all'evidenza, impropriamente usata.

⁹ Per esempio, per il requisito dell'indipendenza degli amministratori, introdotto nel 2004, ed individuato dal Ministro l'anno scorso, a seguito della integrale sostituzione dell'articolo 26 T.u.b.

di Coordinamento dell'ABF con la decisione n. 26297/2019, che ha negato che il conto corrente bancario possa ascrivere al conto di pagamento ai fini della disciplina del trasferimento dei servizi di pagamento: a questa pronuncia ne sono seguite una trentina, che si sono uniformate alla soluzione accolta dal Coordinamento¹⁰. Invece, Vigilanza e intermediari, per lo più, hanno assimilato i due conti ai fini di tutta la disciplina dei servizi di pagamento.

In molti dei casi decisi dall'ABF si trattava di un conto corrente bancario che non era stato chiuso per via di carte o assegni ancora in giro¹¹. In tutti i casi si è negata al cliente la penale.

2. Retention e deterrenza.

Nel 2017, il legislatore, giustamente chiarito che la prestazione predeterminata dalla legge per il “mancato rispetto degli obblighi e dei termini per il trasferimento” è una penale (126-septiesdecies, co. 2), l'ha fissata in 40 euro oltre interessi da calcolarsi sulla giacenza del conto al massimo tasso-soglia anti-usura¹².

¹⁰ Ne fa una rassegna A. CENTINI, *Conto di pagamento e conto corrente bancario: la decisione del Collegio di Coordinamento ABF n. 26297/2019*, in *Corr. Giur.*, 2021, 1397 s., note 42 e 43; *adde* ABF, Milano, n. 3701/2020; ABF, Roma, n. 15906/2020; ABF, Napoli, n. 16554/2020; ABF, Napoli, n. 19906/2020; ABF, Milano, n. 15606/2021; ABF, Bologna, n. 16948/2021; ABF, Milano, n. 19447/2021; ABF, Bologna, n. 21184/2021; ABF, Milano, n. 21220/2021; ABF, Bologna, n. 21436/2021; ABF, Bologna, n. 21465/2021; ABF, Torino, n. 21700/2021; ABF, Roma, n. 21781/2021; ABF, Roma, n. 24802/2021; ABF, Bologna, n. 25878/2021; ABF, Palermo, n. 408/2022.

¹¹ Così nei casi risolti da ABF, Napoli, n. 11612/2020; ABF, Palermo, n. 15937/2020; ABF, Roma, n. 10183/2021; ABF, Milano, n. 15442/2021; ABF, Milano, n. 19447/2021; ABF, Milano, n. 21220/2021; ABF, Bologna, n. 25878/2021; ABF, Palermo, n. 408/2022.

In altri casi il ritardo è stato spiegato dagli intermediari con la necessità di soddisfare la richiesta di trasferimento anche dei titoli: ABF, Bologna, n. 1138/2020; ABF, Roma, n. 15906/2020; ABF, Bologna, n. 21465/2021.

In altri si sono adottati errori dei clienti nella compilazione dei moduli di richiesta di trasferimento: ABF, Milano, n. 3701/2020; ABF, Roma, n. 9993/2020; ABF, Bologna, n. 16948/2021; ABF, Bologna, n. 21436/2021.

¹² Non è chiaro se il “periodo di riferimento” del tasso è quello della richiesta, così come per la misura della giacenza cui sono parametrati gli interessi, ovvero quello del ritardo rispetto alla scadenza, ove il ritardo si si protragga oltre il primo trimestre cui si riferisce il tasso-soglia più alto: la lettera e la struttura degli interessi farebbero

Qualcuno ha detto che questa penale “ha una forte funzione deterrente”¹³. Ma la norma non dice quaranta euro al giorno. Certo, ci possono essere casi enormi, come quello deciso da Trib. Milano, 6 luglio 2021, in cui si contavano quattro anni di ritardo¹⁴, ovvero come gravissime disfunzioni organizzative nella gestione delle richieste di trasferimento in cui la penale potrebbe moltiplicarsi per tutte le innumerevoli richieste di trasferimento ricevute (con l’aggiunta delle sanzioni *ex art. 144 T.u.b.*). Ma la regola è la fisiologia e le patologie gravi l’eccezione dell’eccezione, sicché la penale resta, di per sé, poco mordace: senza contare la difficoltà probatoria dell’inadempimento, riversata sul cliente, per aver caricato la penale non senz’altro sull’intermediario vecchio¹⁵, ma su quello inadempiente.

Nel caso deciso dal Tribunale di Milano, peraltro, la penale, stranamente, neppure era stata chiesta. Si era chiesto invece direttamente il risarcimento del danno per il malessere da ritardo: pregiudizio, questo, in alcun modo provato.

La disposizione dell’articolo 126-*septiesdecies*, co. 2, T.u.b., chiarito che si tratta di penale, ha anche precisato che questa non esclude la risarcibilità del danno ulteriore¹⁶.

Si pone però, nei casi del genere, quel piccolo inconveniente della prova del nesso causale e, soprattutto, della prevedibilità del danno (artt. 1223 e 1225 c.c.).

propendere per questa seconda soluzione; la *ratio legis*, invece, farebbe propendere per una soluzione articolata: tra i due periodi quello in cui il tasso-soglia è più alto.

¹³ L.S. LENTINI, *sub art. 126-septiesdecies*, in S. BONFATTI (dir. da), *Commentario al Testo Unico Bancario*, Pisa, 2021, 971; muovendo dalla potestà attribuita alla Vigilanza dall’art. 128-*ter*, lett. a, seconda parte, T.u.b. F. SARTORI, *Portabilità dei servizi di pagamento: ambito oggettivo di applicazione e penali di legge*, cit., 10.

¹⁴ Richiesta di trasferimento nel 2017, è il giudice ad aver dovuto condannare “a trasferire”.

¹⁵ Come certo era stato fatto, per il caso di tardiva surroga nei finanziamenti bancari, dalla norma dell’art. 2, co. 5-*quater*, d.l. 185/2008 e dall’art. 120-*quater*, co. 7, T.u.b., almeno fino alla modifica apportata dal d.l. n. 1/2012: sul punto....

¹⁶ Ciò che prima doveva ricavarsi dal sistema: mio *Portabilità dei conti: prime note*, cit., 587.

3. Chiusura del conto ed obblighi pendenti.

Resta pure il problema della definizione degli “obblighi pendenti” impeditivi del diritto del cliente alla chiusura del conto (art. 126-*quinqüiesdecies*, co. 9, T.u.b.): posto che, a rigore, nessun debito del cliente verso l’intermediario osta alla chiusura del conto: al più, residua un debito.

Dalla casistica ABF emerge che sovente l’intermediario non chiude perché sono state utilizzate carte di credito e non è ancora giunto lo “addebito dell’estratto” ovvero sono stati tratti assegni che non sono ancora stati presentati al pagamento¹⁷.

Ora, l’art. 126-*quinqüiesdecies*, co. 9, T.u.b. è netto nello stabilire che la mancata restituzione di carte ed effetti non permette all’intermediario di rifiutarsi di chiudere il conto.

Del resto, tanto l’articolo 126-*septies* T.u.b. quanto il 120-*bis* pure netti sono nel prevedere un diritto di recesso *ad nutum*: com’è riconosciuto anche dall’ABF, l’esistenza di un saldo passivo non esclude il diritto del cliente a chiudere il conto¹⁸ e non v’è ragione per cui, nel caso la chiusura del conto sia richiesta a seguito del trasferimento dei servizi, valga una regola diversa¹⁹.

Ma quali sarebbero allora gli obblighi pendenti impeditivi della chiusura? Sequestri e pignoramenti, per esempio: si tratta di obblighi verso terzi non solo del cliente ma pure dell’intermediario.

4. Conto cointestato e autorizzazione del singolo intestatario.

Secondo l’articolo 126-*quinqüiesdecies*, comma 2, T.u.b., in caso di co-intestazione dei conti, la “autorizzazione” al trasferimento deve provenire da tutti.

¹⁷ V. § 1 ed *ivi* nota 11.

¹⁸ ABF, Napoli, n. 986/2017, dove precedenti; ABF, Roma, n. 5159/2017; ABF, Milano, n. 17044/2017.

¹⁹ Ed è obbligo dell’intermediario, *ex fide bona*, avvertire il cliente che la chiusura del conto, senza una residua disponibilità, potrebbe determinare un insoluto, con ogni conseguenza. Sicché in tali casi è lecito, perché anche nell’interesse del cliente, un patto di postergazione della chiusura del conto ovvero un patto con cui si lascia all’intermediario la provvista per il saldo dei debiti maturati e ancora non regolati in conto.

Il che è naturale, una volta che si sia inteso che il “trasferimento” è, nell’essenza, la revoca di un mandato di pagamenti ed incassi ed il conferimento di un altro, che si estende all’incarico di ottenere dal precedente mandatario i dati necessari all’esecuzione dei servizi di pagamento²⁰. Se il mandato è collettivo, anche la revoca dev’esserlo, salva diversa regola contrattuale (articolo 1726 c.c.).

Ma la norma dell’articolo 126-*quinqüesdecies*, comma 2, è derogabile? In che misura?

In caso di conti cointestati con firma disgiunta e potere di chiudere il conto attribuito a ciascun correntista – com’è previsto nei moduli bancari di conto corrente – vale la norma dell’articolo 126-*quinqüesdecies*? Oppure deve ritenersi che questa sia derogata, se derogabile?

In effetti, se si ha il potere di chiudere il conto, dovrebbe aversi anche il potere di trasferire. Trasferire vuol dire chiudere e riaprire: revocare il mandato e affidarne uno nuovo.

D’altro canto, perché non dovrebbe essere derogabile la norma dell’articolo 126-*quinqüesdecies*, comma 2? Quale protezione garantisce al consumatore *contro* l’intermediario, alla quale il cliente mai potrebbe voler rinunciare? La norma protegge piuttosto il correntista dagli altri cointestatari e la banca dal rischio di operazioni non condivise tra i correntisti e conseguenti liti che, a torto o a ragione, vengano poi a coinvolgerla.

5. Conto di pagamento e conto corrente bancario.

Secondo la decisione del Collegio di Coordinamento dell’ABF n. 26297/2019 il conto corrente bancario non è un conto di pagamento quantomeno ai fini dell’applicazione della disciplina del trasferimento dei servizi di pagamento.

Banca d’Italia dà soluzione opposta per discipline prossime: per l’Autorità il conto di pagamento di base può essere un conto corrente bancario (Disposizioni sulla Trasparenza delle operazioni e dei servizi

²⁰ Come mi pare condiviso: F. SARTORI, *Portabilità dei servizi di pagamento: ambito oggettivo di applicazione e penali di legge*, cit., 8, nt. 24; G. CARLETTI, *Commento all’art. 126-*quinqüesdecies**, in R. COSTI e F. VELLA (dir. da), *Commentario al Testo Unico Bancario*, Torino, 2019, 875; L.S. LENTINI, *sub art. 126-*quinqüesdecies**, in S. BONFATTI (dir. da), *Commentario al Testo Unico Bancario*, Pisa, 2021, 963; G. MUCCIARONE, *La portabilità dei conti: prime note*, cit., 587.

bancari e finanziari, sezione II, paragrafo 3); il conto corrente bancario è un contratto quadro di servizi di pagamento²¹: le comunicazioni periodiche per il contratto quadro consistono anzitutto negli estratti conto (Disposizioni sulla Trasparenza, sezione VI, paragrafo 4).

Nel 2015 non mi ero neppure posto il problema: della possibilità di una lettura restrittiva della nozione di conti di pagamento nel contesto della disciplina sul trasferimento dei servizi di pagamento, escludendone quelli con cui, oltre a regolarsi i servizi di pagamento, si regolano i depositi di denaro e magari anche i finanziamenti, quali sono i conti correnti bancari²².

Superficialità? Precomprensione?

Vero è che già con riguardo alla disciplina attuativa della *Payment Services Directive*²³ si era acquisito che il conto corrente bancario è un conto di pagamento²⁴.

Soluzione, questa, che anche nella normativa sul trasferimento dei conti risponde al principio di coerenza tra struttura e funzione: tale disciplina, come quelle prossime sui servizi di pagamento, è diretta a tutelare il cliente e quindi la delimitazione della fattispecie conti di pagamento non può che essere lata.

E che debba comprendere anche il conto corrente bancario lo dice, in fondo, il buon senso: mi sembrerebbe un po' bizzarro, oggettivamente, che la normativa sul trasferimento dei servizi di pagamento, e non solo questa, si applicasse solo agli istituti di

²¹ “Contratto quadro” di servizi di pagamento è “il contratto che disciplina la futura esecuzione di operazioni di pagamento singole e ricorrenti e che può dettare gli obblighi e le condizioni che le parti devono rispettare per l’apertura e la gestione di un conto di pagamento”: art. 1, co. 1, lett. i, d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 11, di “attuazione della direttiva 2007/64/CE relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno” (c.d. “*Payment Services Directive*”).

²² Nel senso che il conto corrente bancario è una specie di conto di pagamento ai fini in parola S. MEZZACAPO, *La nuova disciplina nazionale dei “conti di pagamento” alla luce dell’armonizzazione attuata con la payment accounts directive*, cit., 808; F. SARTORI, *Portabilità dei servizi di pagamento: ambito oggettivo di applicazione e penali di legge*, cit., 9.

²³ Richiamata in nota 21.

²⁴ In dottrina, per tutti, V. SANTORO, *I conti di pagamento degli istituti di pagamento*, in M. MANCINI e M. PERASSI (a cura di), *Il nuovo quadro normativo comunitario dei servizi di pagamento. Prime riflessioni*, Roma, 2008, 28. Del conforme orientamento dell’Autorità si è detto.

pagamento e non anche alle banche: come si finirebbe, se i conti correnti bancari fossero refrattari a quella disciplina.

6. Mobilità del consumatore e immobilismo dell'imprenditore?

Continuo a chiedermi come mai questa disciplina sia limitata al consumatore: come mai non sia da incentivare la mobilità dell'impresa²⁵.

Per i consumatori, non serve tanto ad incrementare la concorrenza, se non marginalmente, assecondando la concorrenza nei finanziamenti e nelle amministrazioni di valori mobiliari: se voglio abbandonare la vecchia banca per la nuova che mi offre un rifinanziamento migliore, magari vorrò portare con me anche il conto. Per il consumatore la facilità di portare altrove i servizi di pagamento è utile soprattutto quando cambia casa: la disciplina agevolativa del trasferimento dei servizi di pagamento, nel caso dei consumatori, ne aiuta soprattutto la mobilità fisica, salvi i casi dei trasferimenti dei finanziamenti e delle amministrazioni di valori.

Per le imprese, invece, una disciplina sul trasferimento dei servizi di pagamento, per esse sì, potrebbe avere il precipuo senso d'incentivare la concorrenza delle banche nel settore dei pagamenti: mentre per i consumatori i costi dei pagamenti sono ormai modesti, contenuti per lo più in un canone annuo, per le imprese le commissioni per singole operazioni di pagamento incidono sensibilmente nei conti economici.

²⁵ E v. anche F. SARTORI, *Portabilità dei servizi di pagamento: ambito oggettivo di applicazione e penali di legge*, cit., 1 s., nt. 2: "Se tra gli obiettivi della regolamentazione particolare rilievo assume la tutela della concorrenza, non si comprende l'esercizio di distinzione tra clientela", che poi generalizza: "Su questo versante, del resto, tutta la materia del bancario sconta questo difetto. [...]. In altri termini, il cliente della banca (non solo il consumatore) è, in linea generale, strutturalmente debole in un contesto relazionale di asimmetrie informative, dimensionali ed economiche. Il che rende la distinzione "professionista-consumatore" inadeguata al settore, nonché decisamente spuntata rispetto all'obiettivo primario: quello cioè di reagire ai "fallimenti di mercato" dovuti alla presenza di vibranti asimmetrie cognitive". Credo che alcune gradazioni di disciplina secondo il cliente si giustificano, specie in punto di trasparenza in senso stretto, dove l'informazione è divenuta noiosamente asfissiante: ma rimane buono, al fondo, l'insegnamento dell'arco puntato in alto.

7. Mobilità dei conti e immobilismo dei depositi titoli?

Soprattutto, quella sul trasferimento dei servizi di pagamento è una disciplina a metà se non si applica anche ai “depositi titoli”. Depositi, oggi, per vero, se – non frequente – i titoli sono “materializzati”, ché, altrimenti, se sono dematerializzati, di depositi non c’è da parlare, se non in termini assai diversi e assai ridotti²⁶: il contratto è solo di “amministrazione” o “gestione”²⁷, secondo l’ampiezza dell’incarico dato all’intermediario ad agire nell’interesse altrui: comunque, dunque, di mandato, in sostanza.

Bene, attendendo l’attuazione da parte del Ministro della norma dell’articolo 2, comma 2, d.lgs. n. 37/2017, intanto, può allora applicarsi per analogia la disciplina del trasferimento dei servizi di pagamento al trasferimento delle amministrazioni titoli? Amministrazioni, appunto, nelle loro varie intensità.

In fondo, la disciplina sul trasferimento dei servizi di pagamento specifica la collaborazione dovuta dal vecchio intermediario al nuovo, già desumibile dai principi (artt. 1175 e 1176 c.c.)²⁸, e correda tali

²⁶ In tale direzione M. PERASSI, *Il deposito di titoli in amministrazione*, in V. CALANDRA BUONAURA, M. PERASSI e C. SILVETTI, *La banca: l’impresa e i contratti*, in G. COTTINO (dir. da), *Tratt. dir. comm.*, VI, Padova, 2001, 587 s.; U. MINNECI, *Il deposito titoli in amministrazione. Il servizio di cassette di sicurezza*, in V. ROPPO (dir. da), *Tratt. dei contratti*, cit., 887.

Su di una diversa posizione F. MAIMERI, *sub art. 1838*, in E. GABRIELLI (dir. da), *Commentario al codice civile*, III, Torino, 2011, 466 s., secondo cui dovrebbe continuare a parlarsi di deposito e amministrazione, la custodia consistendo “nel mantenimento del saldo del conto accertata per il tramite di un costante controllo contabile e l’adozione di idonee misure di sicurezza”. Se con ciò s’intende dire che il mandatario deve evitare che altri disponga della posizione contrattuale che gli è stata affidata, non si vede la custodia né il suo oggetto; se s’intende dire che il mandatario deve evitare che terzi alterino il documento che prova la posizione contrattuale, si prova troppo, ché spesso il mandato comporta il dovere di custodire documenti, ma tale esigenza di conservazione non è la ragione dell’operazione, bensì accessoria: il che non toglie che detta esigenza debba essere soddisfatta secondo la disciplina del deposito, ma per quanto compatibile con quella del mandato, che soddisfa l’esigenza principale del cliente.

²⁷ Dall’antica semplice “amministrazione” dell’art. 1838 c.c. sino alla gestione di portafoglio.

²⁸ Mio *Portabilità dei conti: prime note*, cit., 583.

obblighi di una penale ²⁹. L'essenza del trasferimento è la revoca di un mandato ed il conferimento di uno nuovo, che include l'incarico di comunicare il recesso e di recuperare i dati dal vecchio mandatario; e questo è tenuto a fornirli sulla base della buona fede e secondo diligenza. La disciplina sul trasferimento dei servizi di pagamento viene a specificare l'incarico del nuovo mandatario al recupero dei dati e la cooperazione dovuta dal vecchio a seguito della comunicazione di revoca, in specie prevedendo i termini di adempimento.

E dunque: cosa osterebbe all'applicazione di tale disciplina anche alla collaborazione tra il vecchio mandatario ad amministrare (e custodire, nel caso) titoli ed il nuovo, che ha pure l'incarico di farsi dare le informazioni (e, nel caso, anche i titoli)? Se quelle specificazioni van bene per i mandati di pagamento/incasso, perché non dovrebbero andare bene anche, in buona parte almeno, per i mandati di amministrazione titoli?

Nel caso di trasferimento delle amministrazioni titoli si aggiungerebbe, in particolare, in capo al vecchio mandatario l'obbligo, *ex fide bona*, di comunicare, o confermare meglio, all'emittente e al gestore dei titoli in monte il nuovo mandatario: adempimenti, questi, che pure potrebbero essere assoggettati al termine di cinque giorni lavorativi dalla richiesta del nuovo mandatario.

Nel caso di titoli non dematerializzati, quindi depositati, si aggiungerebbe pure, in capo al vecchio intermediario, l'obbligo di consegnare i titoli: come sopra, mi pare, quanto al termine. Non sarebbe però il vecchio intermediario tenuto a trasportarli presso il nuovo secondo il diritto comune: il depositario è tenuto a restituire le cose nel luogo della custodia e a spese del depositante (art. 1774 c.c.); nel caso di deposito bancario, dovrebbe valere la regola della localizzazione dei rapporti (artt. 1834, co. 2, c.c. e 1843, co., 2 c.c.). In capo al vecchio intermediario, dunque, un obbligo di trasporto presso il nuovo intermediario potrebbe sussistere, *ex fide bona*, solo se il nuovo si facesse carico quantomeno delle spese e del rischio. In effetti, la stessa norma dell'articolo 2, comma 2, d.lgs. n. 37/2017 si pone in questa direzione: facoltizzando il Ministro a caricare le spese del "trasferimento dei titoli" sul nuovo intermediario.

²⁹ La stessa penale presidia pure l'obbligo del nuovo intermediario di dar avvio al mandato nei termini stabiliti.

La saga del fideiussore consumatore

SOMMARIO: 1. La questione nella giurisprudenza europea. – 2. Le motivazioni delle Corti italiane. – 3. La natura dell'accessorietà fideiussoria nella disciplina del codice civile. – 4. Indici di autonomia del negozio fideiussorio nella dimensione codicistica. – 5. Normativa consumeristica e tutela del mercato. – 6. Prospettive.

1. *La questione nella giurisprudenza europea.*

La questione se la qualifica soggettiva del fideiussore come consumatore o come professionista sia desumibile in sé o come corollario del rapporto principale a cui la garanzia accede ha impegnato negli ultimi tempi dottrina e giurisprudenza, sia a livello nazionale che europeo.

Il dibattito sul punto si è fatto acceso quando dopo anni di relativa stabilità la Corte di Giustizia sembra aver mutato improvvisamente avviso capovolgendo un orientamento costruito secondo una sequenza logica in apparenza lineare e in realtà poggiante su un equivoco di fondo.

Il caso originario, trattato nella celeberrima sentenza *Dietzinger* del 17 marzo 1998, procedimento C-45/96, verteva sull'interpretazione della direttiva 85/577/CEE per la tutela dei consumatori nei contratti negoziati fuori dei locali commerciali, ora abrogata, e nasceva da una fideiussione prestata da un privato per un debito contratto dall'impresa edile gestita dal padre.

La Corte, analizzando l'ambito di applicazione della direttiva, vi includeva «qualsiasi contratto concluso tra una persona fisica ed un commerciante, il quale nell'ambito della sua attività professionale fornisca in linea generale beni e servizi a consumatori, anche se il contratto in causa non comporti una controprestazione siffatta» e anche se si tratti di un contratto a favore di terzi, in quanto i beni o servizi acquistati siano destinati all'uso di una persona estranea al rapporto contrattuale in questione. In questi termini la fideiussione veniva ricondotta sotto l'egida della direttiva specificando anche che «la concessione di un credito costituisce un servizio ed il contratto di fideiussione è di natura accessoria rispetto al contratto principale, di cui

il più sovente costituisce in pratica un presupposto». E ancora che «con riguardo allo stretto legame tra il contratto di credito e la fideiussione che ne garantisce l'esecuzione nonché alla circostanza che la persona che si impegna a garantire il rimborso di un debito può avere lo status di condebitore in solido o di fideiussore, non può escludersi che la fideiussione ricada sotto la direttiva».

Il legame di accessorietà così descritto viene tuttavia spinto dalla Corte sino a coinvolgere il profilo soggettivo dei contraenti modulando l'applicabilità della disciplina consumeristica sulle caratteristiche delle parti del contratto principale, per concludere che « L'art. 2, primo trattino, della direttiva del Consiglio 20 dicembre 1995 n. 85/577/CEE, per la tutela dei consumatori in caso di contratti negoziati fuori dei locali commerciali, va interpretato nel senso che un contratto di fideiussione stipulato da una persona fisica, la quale non agisca nell'ambito di un'attività professionale, è escluso dalla sfera di applicazione della direttiva quando esso garantisca il rimborso di un debito contratto da un'altra persona la quale agisce, per quanto la concerne, nell'ambito della propria attività professionale».

Il ragionamento teneva in relazione alla fattispecie contingente e l'esito a cui giunge la pronuncia soddisfa in quanto nel caso deciso il privato avrebbe approfittato con malizia della sua posizione di consumatore per sottrarre la garanzia alla banca nel momento in cui la banca stessa l'aveva attivata.

Di primo acchito nessuna specifica obiezione era stata poi sollevata in dottrina in relazione al fondamento concettuale richiamato, che poggiava sulla natura ancillare della garanzia rispetto all'obbligazione principale dovuta alla sua accessorietà: che la fideiussione sia modulata e anzi fondi la propria causa sul contratto di credito a cui si riferisce è dato in sé evidente. I dubbi riguardavano semmai la ricostruzione del legame tra fideiussore e debitore principale nel singolo caso concreto, al fine di valutare se il garante fosse degno o meno di ricevere la tutela consumeristica¹.

Inaspettatamente, tuttavia, la Corte sembra avere più di recente smentito sé stessa in ben due occasioni, che hanno segnato il passo

¹ Cfr. al riguardo M.C. DOLMETTA, *Sul fideiussore consumatore: linee dell'evoluzione giurisprudenziale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, II, 285 s.; v. anche M. RENNA, *La tutela consumeristica del fideiussore: riflessioni a partire da una recente pronuncia della Corte di giustizia*, in *Nuova giur. comm.*, 2016, 1123.

anche per la nostra Cassazione in un primo tempo assestata stabilmente sulla linea *Dietzinger*. Si tratta dell'ordinanza *Tarcău* del 19 novembre 2015 in causa C-74/15, a cui ha fatto seguito l'ordinanza *Dumitraș* del 14 settembre 2016 in causa C-534/2015².

I casi erano simili e riguardavano entrambi garanzie immobiliari o fideiussorie concesse da privati in relazione a debiti contratti da società terze. Le fattispecie di riferimento erano dunque accostabili a quella alla base della sentenza *Dietzinger*, anche se la materia trattata ineriva qui alle clausole vessatorie. L'esito a cui è approdata la Corte di Giustizia, tuttavia, è risultato diametralmente opposto al precedente del 1998, eppure in grado di assicurare una definizione appropriata delle controversie decise.

Nello specifico si è affermato, a conclusione di entrambe le cause³, che la direttiva 93/13/CEE «può essere applicata ad un contratto di garanzia immobiliare o di fideiussione stipulato tra una persona fisica e un ente creditizio al fine di garantire le obbligazioni che una società

² Sulla stessa linea, sia pure riferita ad una fattispecie non direttamente sovrapponibile, viene collocata anche l'ordinanza CGUE, 27 aprile 2017, in causa C-535/16, *Bachman*, ove la Corte così dispone: « L'articolo 2, lettera b), della direttiva 93/13/CEE del Consiglio, del 5 aprile 1993, concernente le clausole abusive nei contratti stipulati con i consumatori, deve essere interpretato nel senso che una persona fisica che, a seguito di novazione, si è impegnata, mediante contratto, nei confronti di un istituto di credito a rimborsare crediti inizialmente concessi a una società commerciale per scopi inerenti all'attività di quest'ultima, può essere considerata un consumatore, ai sensi di tale disposizione, qualora tale persona fisica non abbia un legame evidente con tale società e abbia agito in tal modo per fini che esulano dalla sua attività professionale, ma sulla base dei suoi legami con la persona che controllava detta società nonché con la persona che ha sottoscritto contratti accessori ai contratti di credito originari (contratti di fideiussione o di garanzia immobiliare/ipoteca)». Lega questa ordinanza alle due sentenze richiamate nel testo, ravvisando nel binomio negoziabilità-scopo privato «l'argomento che dà succosamente conto del mutamento giurisprudenziale che, nella nuova impostazione della Corte, ha mandato in archivio la teoria del c.d. professionista di rimbalzo», S. PAGLIANTINI, *Il consumatore frastagliato (Istantanee sull'asimmetria contrattuale tra vicende circolatorie e garanzie)*, Pisa, 2021, 87. Aggiunge di seguito l'autore che «l'itinerario della Corte è coerente con l'idea di un diritto dei consumi quale disciplinare di regolamentazione dei mercati finali, *sedes materiae* perciò di una tutela *oggettiva* indipendente da ogni competenza individuale perché anzitutto rivolta a dei soggetti "privi di qualità"».

³ Si riportano i passi dell'ordinanza *Tarcău* ripresi testualmente nella *Dumitraș*.

commerciale ha contratto nei confronti di detto ente in base a un contratto di credito, quando tale persona fisica ha agito per scopi che esulano dalla sua attività professionale e non ha alcun collegamento di natura funzionale con la suddetta società». Ciò in base al fatto che la direttiva sulle clausole abusive va applicata a qualsiasi contratto stipulato tra un professionista ed un consumatore: «l'oggetto del contratto è quindi irrilevante, fatte salve le eccezioni indicate al decimo considerando della direttiva 93/13, per definire l'ambito di applicazione di tale direttiva». «È dunque con riferimento alla qualità dei contraenti, a seconda che essi agiscano o meno nell'ambito della loro attività professionale, che la direttiva 93/13 definisce i contratti ai quali essa si applica». In altre parole, un soggetto che agisca al di fuori della propria attività professionale conserva per ciò solo il diritto di essere considerato consumatore con le tutele che ne conseguono poiché si trova in una condizione di inferiorità negoziale e diviene irrilevante al riguardo il fatto che il negozio de quo sia autonomo o accessorio ad altro: si tratta sempre di una pattuizione distinta stipulata tra soggetti diversi da quelli del rapporto principale. Ciò trova particolare conferma nei contratti di garanzia, ove l'impegno assunto dal garante comporta «obblighi onerosi che hanno l'effetto di gravare il suo patrimonio di un rischio finanziario spesso difficile da misurare».

In questi termini, dunque, non sarebbe tanto il profilo oggettivo-strutturale quanto il profilo soggettivo a connotare un accordo come contratto dei consumatori. Sminuito il ruolo dell'accessorietà, sembrano così smentiti i presupposti della costruzione pregressa per convogliare invece il ragionamento sulla ratio legis, valorizzando il fatto che la normativa consumeristica nasce per regolare il mercato favorendo l'attenuazione del divario informativo strutturale che divide il consumatore dal professionista.

Rimane fermo che ogni disciplina di consumo possiede un suo specifico ambito di applicazione modulato *ratione materiae* e che non abbraccia sempre ogni tipo di contratto. All'interno dello spazio così definito dal legislatore, tuttavia, secondo la Corte l'applicabilità in concreto della tutela andrebbe valutata utilizzando come parametro lo stato soggettivo dei contraenti.

Un mutamento di prospettiva non poco significativo, quindi, con ricadute dirette determinanti nel contesto della fideiussione e delle prerogative che al garante possono essere accordate, tant'è che la

maggior parte degli interpreti ha ravvisato nelle nuove pronunce un netto revirement rispetto all'impostazione pregressa: alla fideiussione viene ora riconosciuta una considerazione autonoma come a qualsiasi altro negozio, mentre in precedenza veniva relegata in un ruolo ancillare che la condannava ad essere legata a doppio filo all'obbligazione a cui accedeva⁴.

È innegabile che la Corte nelle ultime pronunce abbia tolto qualsiasi rilievo alla qualità del debitore principale per la definizione dello status del fideiussore e dunque non vi è dubbio che, a tale riguardo, un cambio di rotta sia stato praticato. Ciò non di meno in dottrina vi è chi smentisce la sussistenza di una reale contrapposizione tra i due orientamenti descritti, essendo le fattispecie di riferimento riconducibili a materie diverse, quella dei contratti conclusi fuori dai locali commerciali nel caso *Dietzinger* e quella delle clausole vessatorie in *Tarcău e Dumitraș*. Si fa rilevare come la direttiva 93/13/CEE abbia un campo di applicazione che naturalmente si presta a ricomprendere anche contratti di consumo non sinallagmatici, quale è la fideiussione, mentre la direttiva 85/577/CEE sia riferita testualmente ai soli contratti di fornitura di beni e servizi ai consumatori, tra i quali la garanzia non sembrerebbe rientrare *tout court*. Il richiamo all'accessorietà sarebbe allora servito alla Corte anzitutto per estendere alla fideiussione la disciplina della direttiva 85/577/CEE⁵.

In realtà, pur nel contesto di una motivazione parca di riferimenti, dai passaggi sopra riportati risulta che i giudici abbiano considerato anche l'applicabilità diretta della normativa sui contratti conclusi a distanza ai negozi non sinallagmatici e financo ai contratti a favore di

⁴ In questo senso *ex multis* M. RENNA, *La tutela consumeristica del fideiussore: riflessioni a partire da una recente pronuncia della Corte di giustizia*, cit., 1121; M.C. DOLMETTA, *Sul fideiussore consumatore: linee dell'evoluzione giurisprudenziale*, cit., 287; N. CIPRIANI- G. CAZZETTA, *Le clausole in "deroga" alla fideiussione*, in questa *Rivista*, 2018, I, 469; A. BARENGHI, *Diritto dei consumatori*, 2^a ed., Milano 2020, 53; U. MINNECI, *Sul tramonto della teoria del "professionista di rimbalzo"*, in *Banca Borsa, tit. cred.*, 2020, II, 696; M. BELLINO, *La Cassazione supera la teoria del professionista di rimbalzo*, in *Nuova giur. comm.*, 2020, 764.

⁵ Così S. PAGLIANTINI, *Il consumatore frastagliato*, cit., 108 ss., il quale estende il discorso anche al caso *Berliner Kindl Brauerei* 23 marzo 2000, in causa C-208/98, riferito alla normativa sul credito al consumo per concludere che «non è quindi che *Tarcău* disattenda *Dietzinger* e *Berliner Kindl Brauerei* perché sono diverse, in realtà, le direttive formanti oggetto del rinvio pregiudiziale».

terzi⁶, quali quelli di concessione della garanzia possono essere⁷. Non è dunque questione di applicabilità o meno della disciplina specifica alla fideiussione, visto che in tutti e tre i casi riportati i giudici l'hanno finalmente riconosciuta. Il problema risiede piuttosto nella lettura dell'accessorietà che in *Dietzinger* è stata assunta ad argomento dirimente e nelle pronunce successive è stata considerata invece profilo non pertinente. E il fatto – pur richiamato dalla medesima dottrina⁸ – che a seguito del mutamento della normativa consumeristica di riferimento per i contratti a distanza e conclusi fuori dai locali commerciali, con il subentro della direttiva 2011/83/UE, la fideiussione ne risulterebbe oggi esclusa più che assumere una precisa rilevanza nel contesto giurisprudenziale descritto risulta semmai interessante come rilievo critico nei confronti delle scelte del legislatore.

2. Le motivazioni delle Corti italiane

Se i giudici del Lussemburgo sono essenziali nelle motivazioni non andando oltre quanto sopra riportato, nemmeno la Cassazione sembra essersi voluta dilungare troppo allorché ha aderito rispettivamente alla linea *Dietzinger* e alla diversa linea più recente. E ciò è vero al punto che si sarebbe portati a pensare che le oscillazioni del diritto europeo siano in grado di giustificare da sole la modifica dell'orientamento del giudice interno. Ma a ben vedere non è così.

⁶ Se il contratto di garanzia segue la struttura del contratto a favore di terzi, tendenzialmente il ruolo del promittente sarebbe ricoperto dal fideiussore, il debitore, ma anche un terzo estraneo, sarebbe lo stipulante e beneficiario sarebbe il creditore: sul punto cfr. M. FRAGALI, voce *Fideiussione (dir. priv.)*, in *Enc. dir.*, XVII, 1968, 348 s.

⁷ Nel senso del testo già F. DI MARZIO, *Intorno alla nozione di 'consumatore' nei contratti* - nota a Cass. 11 gennaio 2001, n. 314, in *Giust. civ.*, 2001, 2160; più di recente M.C. DOLMETTA, *Sul fideiussore consumatore: linee dell'evoluzione giurisprudenziale*, cit., 282 s., che sottolinea come il ragionamento della Corte in *Dietzinger* si articoli lungo due passaggi di fondo, il primo dedicato all'affermazione della possibilità che la fideiussione ricada nel campo applicativo della direttiva 85/577/CEE e il secondo dedicato a stabilire quando il garante possa essere considerato consumatore. V. ora, in particolare, U. MINNECI, *Sul tramonto della teoria del "professionista di rimbalzo"*, cit., 693 s.

⁸ Cfr. S. PAGLIANTINI, *op. loc. ultt. citt.*

Nella recente pronuncia n. 742 del 16 gennaio 2020⁹, che verte intorno ad un caso di regolamento di competenza, la Suprema Corte riporta i passaggi di un precedente particolarmente significativo per il profilo qui trattato, Cass., 29 novembre 2011, n. 25212, ove l'adesione alla linea *Dietzinger* veniva motivata con il fatto che il contratto principale e quello di garanzia che ad esso accede sono «obiettivamente unificati da un nesso di interdipendenza che, per volontà del legislatore stesso, è tale da determinare che ogni vicenda del contratto principale si comunica al contratto subordinato e non viceversa»: un collegamento «necessario, unilaterale e funzionale» legherebbe i due negozi in virtù del disposto degli artt. 1939, 1941 e 1945 del codice civile. Di seguito la più recente Cassazione afferma tuttavia di non poter ignorare «il forte rilievo che, per la ricostruzione del diritto interno, vengono a rivestire gli interventi della Corte di Giustizia Europea» e, nell'aderire per il caso deciso al nuovo orientamento dei giudici del Lussemburgo, tiene a specificare che l'accessorietà che connota la struttura disciplinare dell'obbligazione fideiussoria rimane tratto oggettivamente estraneo alla normativa di protezione del consumatore, non potendo incidere sulla qualificazione dell'attività professionale o meno dei contraenti.

Ad adiuvandum vengono anche espressamente richiamate le critiche che la dottrina aveva mosso in precedenza alla costruzione c.d. del professionista di riflesso in ragione degli esiti paradossali a cui essa

⁹ La sentenza è pubblicata in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, II, 685 ss. con nota di U. MINNECI, *Sul tramonto della teoria del "professionista di rimbalzo"*, cit., 688 ss. ove si evidenzia come nel caso di specie si trattasse di «uno scenario rovesciato», ossia di un fideiussore che voleva far valere la propria qualità di professionista per contestare la scelta della banca di aver instaurato la causa dinanzi al giudice del luogo di sua residenza. L'A. sottolinea come la pronuncia *de qua* sia in realtà quella nella quale «il congedo dalla teoria [del professionista di rimbalzo] appare assumere una consapevolezza compiuta», richiamando l'attenzione sulla reale valenza della c.d. accessorietà fideiussoria, 698. V. anche la nota di M. BELLINO, *La Cassazione supera la teoria del professionista di rimbalzo*, cit., 762 ss. in cui pure si rimarca come nel caso di specie «la Banca abbia insistito nel qualificare come consumatori entrambi i debitori, mentre questi ultimi abbiano strumentalmente invocato l'applicazione di clausole a sé stessi astrattamente sfavorevoli», e poi si osserva acutamente come alcune argomentazioni possano anche essere apprezzabili dal punto di vista della strategia difensiva, ma potrebbero divenire fuorvianti se assolutizzate nel contesto di «un'interpretazione sistemica degli istituti rilevanti» e propone di valutare caso per caso in base al ruolo effettivamente ricoperto dal garante se questi meriti la tutela consumeristica, 763.

poteva condurre quando garante fosse la banca rispetto al debito contratto da un privato¹⁰.

Le altre pronunce della Cassazione che seguono l'orientamento più recente della Corte di Giustizia non si spendono in specifiche argomentazioni ulteriori, limitandosi a ribadire che il contratto di fideiussione è in sé una negoziazione prima ancora di essere un contratto accessorio al debito principale per concludere che l'applicabilità dello statuto del consumatore va modulata direttamente sulle qualità soggettive del fideiussore a prescindere dallo status delle parti del contratto a cui accede¹¹.

Tra i precedenti del nuovo orientamento si annovera anche una sporadica pronuncia risalente che riguardava un caso di regolamento di competenza relativo al foro territoriale, ove la Suprema Corte, sulla base del fatto che nella specie il contratto di fideiussione aveva natura trilatera in quanto sottoscritto dalla parte garantita, dalla parte garante, entrambe società, e dai beneficiari che erano invece soggetti privati, aveva ritenuto di valorizzare la posizione dei beneficiari per qualificare la clausola derogatoria della competenza come vessatoria nei loro confronti in applicazione della normativa consumeristica. La fattispecie è peculiare, tuttavia è significativo il fatto che in motivazione venga smentito testualmente il ruolo dell'accessorietà per la determinazione della disciplina del contratto di garanzia, escludendo che potesse essere dato rilievo alla natura societaria del debitore principale per valutare l'applicabilità delle regole di consumo alla fideiussione¹².

¹⁰ Evidenzia il paradosso della tesi del consumatore accessorio *ex multis* A.A. DOLMETTA, *Trasparenza dei prodotti bancari, Regole*, Milano 2013, 61 nt. 12.

¹¹ Così Cass. 31 dicembre 2018, n. 32225, che segna la prima vera adesione al nuovo corso della Corte di Giustizia, smentendo la tesi per cui l'accessorietà della fideiussione implica rinvio al rapporto principale anche per la valutazione del profilo soggettivo del garante. Nello stesso senso, oltre alla ricordata Cass. 16 gennaio 2020, n. 742, Cass. 19 luglio 2021, n. 20633; Cass. 8 maggio 2020, n. 8662 e Cass. 24 gennaio 2020, n. 1666; Cass. 31 ottobre 2019, n. 28162; Cass. 26 marzo 2019, n. 8419, che nulla di più aggiungono in motivazione.

¹² Si tratta di Cass. 12 gennaio 2005 n. 449: il richiamo compare testualmente in motivazione di Cass. 25212/2011.

Va dato atto che esiste anche qualche sporadica sentenza di merito che ha preso le distanze dalla Suprema Corte nel tempo in cui seguiva la teoria c.d. del “professionista di rimbalzo”¹³.

Per una presa di posizione più esplicita in senso critico verso l'utilizzo del criterio *accessorium sequitur principale* si deve cercare tuttavia nella giurisprudenza dell'Arbitro Bancario Finanziario che, pur ondivaga nel suo complesso, contiene comunque decisioni significative in tal senso¹⁴. Si segnalano in particolare ABF Roma n. 4109/2013 ove il Collegio in tempi non sospetti affronta *apertis verbis* il nodo problematico rilevando come la dipendenza della garanzia dal rapporto principale operando sul piano oggettivo non sia in grado di determinare l'automatica estensione al garante della qualifica soggettiva del debitore principale, dovendosi piuttosto tenere in considerazione «le diverse posizioni e, soprattutto, le diverse esigenze di tutela delle persone che tali negozi hanno posto in essere»¹⁵. Ancora più netta la motivazione di ABF, Coll. Coord., 8 giugno 2016, n. 5368 che arriva

¹³ In questo senso si segnala in particolare Trib. Palermo, 13 dicembre 2005 che valorizza il ruolo concretamente svolto dal fideiussore nel negozio: cfr. al riguardo M.C. DOLMETTA, *Sul fideiussore consumatore: linee dell'evoluzione giurisprudenziale*, cit., 284 s.; M. RENNA, *La tutela consumeristica del fideiussore: riflessioni a partire da una recente pronuncia della Corte di giustizia*, cit., 1123 s.

¹⁴ Fa ben rilevare l'andamento oscillante delle decisioni ABF sul punto, M.C. DOLMETTA, *Sul fideiussore consumatore: linee dell'evoluzione giurisprudenziale*, cit., 286.

¹⁵ La decisione è reperibile al link: [Dec-20130726-4109.pdf](#) ([arbitrobancariofinanziario.it](#)). Di seguito il passaggio della motivazione nel quale il Collegio prende le distanze dall'orientamento allora dominante: «Se è infatti incontrovertibile l'assunto secondo il quale l'asservimento funzionale del rapporto accessorio a quello principale ne giustifica l'assoggettamento alla disciplina propria di quest'ultimo (come del resto accade, in tutt'altro ambito giuridico, per i beni pertinenti) non sembra possa da ciò derivarsi l'automatica estensione al garante della qualifica soggettiva che compete al debitore principale, atteso che il collegamento tra i due negozi opera sul piano oggettivo, non anche su quello soggettivo concernente le diverse posizioni e, soprattutto, le diverse esigenze di tutela delle persone che tali negozi hanno posto in essere». Per un commento si veda A.A. DOLMETTA, *Il fideiussore può anche essere consumatore, a proposito di Abf Roma n. 4109/2013*, in [www.dirittobancario.it](#), Spunti dall'ABF, gennaio 2014, ove l'a. concorda sul criterio scelto dal Collegio, pur manifestando qualche perplessità in relazione al caso concreto «sulla definizione specifica del criterio di orientamento guida per l'iscrizione del fideiussore nella categoria dei professionisti o dei consumatori».

dopo il nuovo corso della giurisprudenza europea e vi si allinea ritenendolo «pienamente coerente con le finalità di tutela proprie della disciplina consumeristica. Finalità che verrebbero frustrate dall'applicazione di un automatismo secondo cui il garante di un professionista è per definizione a sua volta qualificato come non consumatore» e conclude affermando che «è in capo alle parti del contratto di garanzia o di fideiussione che deve essere valutata la qualità in cui queste hanno agito e il bisogno di tutela del garante non professionista»¹⁶.

Dal lato opposto le motivazioni delle pronunce che in massa avevano seguito in un primo tempo l'onda della *Dietzinger* non facevano che ripetere la stessa formula ricorrente secondo la quale l'accessorietà della fideiussione ne avrebbe impedito una considerazione autonoma al fine di valutare l'applicabilità ad essa della disciplina consumeristica. Il che aveva portato in tutti i casi i giudici a prescindere dalla qualità soggettiva del fideiussore per considerare invece determinante quella del debitore principale¹⁷.

Si sottolineava in quest'ottica che «il rapporto che intercorre tra il contratto costitutivo del debito principale garantito ed il contratto costitutivo dell'obbligazione fideiussoria integra gli estremi del collegamento contrattuale; fenomeno che ricorre quando due o più contratti, pur mantenendo ciascuno una propria individualità ed una propria autonoma causa, mirano nel loro insieme alla realizzazione di un'operazione economica complessa ed unitaria». Nella specie ciò serviva anzitutto – un po' come si intravede nella *Dietzinger* – per attrarre con certezza la garanzia nell'ambito di applicazione della disciplina consumeristica, visto che nel caso si doveva fare riferimento

¹⁶ La decisione è reperibile al link: [59682ef644d1180235fa508a5ea36d92](https://www.arbitrobancariofinanziario.it/decisioni/59682ef644d1180235fa508a5ea36d92) (arbitrobancariofinanziario.it). Si segnala tra l'altro che in motivazione viene utilizzato come argomento ulteriore il fatto che la tesi seguita ben si adatta anche alle garanzie autonome, ove il richiamo all'accessorietà sarebbe del tutto inutilizzabile oltre che improprio. Cfr. sul punto M.C. DOLMETTA, *Sul fideiussore consumatore: linee dell'evoluzione giurisprudenziale*, cit., 288 s.

¹⁷ Nel senso che la qualità del debitore principale attrae anche quella del fideiussore in quanto titolare di un rapporto accessorio si sono espresse di recente, oltre alla pronuncia citata nel testo, anche Cass., 9 agosto 2016, n. 16827 e Cass., 5 dicembre 2016, n. 24846: quest'ultima pronuncia tra l'altro estende la medesima logica anche al contratto autonomo di garanzia «essendo comunque anch'esso, con tutta evidenza, funzionalmente inserito nell'attività dell'impresa garantita».

alla prima versione testuale dell'art. 1469 bis c.c., che in attuazione della direttiva 93/13/CEE ne aveva inspiegabilmente limitato il campo di azione ai contratti aventi ad oggetto la cessione di beni o la prestazione di servizi. Comunque, la conclusione a cui era approdata la Cassazione convergeva sulla centralità della qualità del debitore principale per la determinazione della disciplina applicabile alla fideiussione¹⁸.

Come ulteriore specificazione si leggeva al massimo che «nella fideiussione le obbligazioni del debitore principale e del fideiussore pur essendo distinte, sono pur sempre collegate nel senso che l'adempimento dell'obbligazione del fideiussore, per l'identità del contenuto giuridico di tutte le prestazioni, estingue in via diretta ed immediata tutti i rapporti partecipativi della solidarietà»¹⁹.

In definitiva si deve riconoscere che nel contesto giurisprudenziale nazionale difettano pronunce che sviscerino davvero il problema del rapporto tra la garanzia e il debito di riferimento: non quelle che lo sviscerano aderendo alle ultime indicazioni della Corte di Giustizia, ma nemmeno quelle che in un primo tempo lo avevano enfatizzato poggiandovi la soluzione del caso deciso. Resta dunque un'insoddisfazione di fondo rispetto al profilo dell'accessorietà fideiussoria, prima affermata e poi parzialmente smentita, che impone al civilista una riflessione ulteriore.

Il dato più significativo rimane il richiamo agli articoli 1939, 1941 e 1945 del codice civile, contenuto nella motivazione della Cassazione 2011, opportunamente citata da Cass. n. 742/2020. I giudici sembrano così individuare uno spunto specifico lasciando intendere che oltre a ragioni di politica economica esistono anche elementi prettamente testuali sui quali la soluzione adottata vuole poggiare. Nel contesto della motivazione stesa la Corte non ha ritenuto di andare oltre la frase

¹⁸ Così in particolare Cass., 11 gennaio 2001, n. 314 e del tutto analogamente Cass., 13 maggio 2005, n. 10107. Sulla portata della motivazione di Cass. 314/2001 v. anche, nel senso del testo, U. MINNECI, *Sul tramonto della teoria del "professionista di rimbalzo"*, cit., 694 s.; M. C. DOLMETTA, *Sul fideiussore consumatore: linee dell'evoluzione giurisprudenziale*, cit., 283 s.

¹⁹ Il passaggio si trova in Cass., 13 giugno 2006, n. 13643, per il resto del tutto in linea con le pronunce richiamate nella nota precedente, anche riguardo alle difficoltà interpretative create dalla prima versione dell'art. 1469 bis c.c., applicabile *ratione temporis*.

sopra riportata, ma l'input offerto può senz'altro essere colto per sviluppare il profilo evidenziato. Per superare la sensazione che quasi manchi una precisa ragione alla base del cambio di prospettiva della giurisprudenza è pertanto sulle scelte del legislatore del '42 che va condotta la riflessione al fine di verificare se il richiamo all'accessorietà nel contesto in esame sia pertinente o meno, al di là dell'uso che ne venga poi fatto per decidere il caso concreto.

3. La natura dell'accessorietà fideiussoria nella disciplina del codice civile.

Della natura dell'accessorietà fideiussoria si discute da sempre, tanto che si può dire che chiunque abbia scritto in materia abbia dedicato la propria attenzione inizialmente a questo aspetto, destinato per centralità a condizionare lo sviluppo di ogni discorso successivo. Certo le riflessioni condotte sino ai tempi più recenti si concentrano per lo più sul piano concettuale tenendo come parametro di riferimento quasi esclusivamente il codice civile e le regole generali ivi contenute. Non stupisce quindi che il profilo emerso nella giurisprudenza sinora esaminata risulti del tutto inedito rispetto al dibattito dottrinale classico. Il codice, infatti, nasce per scelta esplicita come la normativa privatistica di base applicabile senza distinzioni soggettive, al punto che il legislatore del '42 ha voluto superare persino la partizione che la maggior parte degli altri ordinamenti ancora conserva tra regole civili e regole di commercio. Non va dunque dimenticato che fino all'introduzione della normativa consumeristica esisteva in Italia un'unica disciplina dei rapporti tra privati, modulata non a caso secondo la logica della contaminazione dei concetti tradizionali con le dinamiche del mercato. Si dice che il libro IV del codice civile sia il frutto di una commercializzazione del diritto civile che ha determinato una profonda revisione dei parametri classici degli istituti ed un precoce svecchiamento del sistema segnando il passo e anticipando per molti aspetti le più recenti riforme straniere in materia di obbligazioni e contratti²⁰.

²⁰ Si veda al riguardo di F. DI MARZIO, *Intorno alla nozione di 'consumatore' nei contratti*, cit., 2153 s. ove è ben evidenziato come il diritto sia profondamente mutato nel passaggio dall'ideologia paleocapitalistica delle società borghesi dell'Ottocento, fondata sulla contrattazione *inter pares*, alle istanze solidaristiche della stagione

Venendo in particolare alla fideiussione se ne trova una regolamentazione unica negli artt. 1936 ss. c.c. senza che sia contemplata una eventuale rilevanza delle caratteristiche soggettive delle parti coinvolte al fine di modularne diversamente la disciplina. Nello specifico, se non vi è dubbio che la fideiussione sia considerata dal codice un rapporto nel quale la causa di garanzia stabilisce un legame di accessorietà con l'obbligazione principale che poggia sul profilo oggettivo, sull'identità del rapporto obbligatorio, nessun indice di legge sembra invece condurre a pensare che l'*eadem obligatio* debba naturalmente coinvolgere anche il profilo soggettivo di chi agisce come garante.

Si comprende allora che intendere *tout court* l'accessorietà come un dato globale e totalizzante in grado di connotare l'intera operazione di garanzia, come hanno fatto le Corti europea ed italiana in un primo tempo, e farne un dato di valenza trasversale appare un azzardo privo di uno specifico fondamento normativo.

Il codice civile italiano sembra fornire indicazioni piuttosto chiare di segno opposto.

Tra gli indici che valorizzano l'accessorietà della fideiussione rispetto all'obbligazione principale limitandone l'operatività al solo profilo oggettivo, determinante appare anzitutto il disposto dell'art. 1939 c.c. che sancisce l'invalidità della fideiussione nel caso di invalidità dell'obbligazione principale. Il legame oggettivo che unisce rapporto principale e garanzia è forte al punto che nell'opinione dominante non è ammessa per la fideiussione tipica la c.d. clausola di sopravvivenza con cui si pattuisce che la fideiussione resti valida in caso di invalidità dell'obbligazione principale²¹. Si ammette tuttavia testualmente che la garanzia possa essere prestata per un'obbligazione assunta da un'incapace cosicché se l'obbligazione principale venisse

dell'intervento pubblico, fino all'approdo al diritto diseguale della tarda modernità neocapitalistica.

²¹ Cfr. sul punto G.B. PORTALE, *Fideiussione e Garantievertrag nella prassi bancaria*, in *Le garanzie bancarie internazionali*, Milano, 1989, 1; v. anche G. BOZZI, *La fideiussione*, in *Nuova giurisprudenza di diritto civile e commerciale, Diritto dei contratti* diretto da G. Alpa e M. Confortini, Torino, 2013, 201 ss. che sottolinea come nella più recente lettura si sia spostato il problema sull'obbligazione restitutoria che vincola comunque il garante nei confronti della banca. Per una rassegna delle opinioni in merito alla compatibilità della clausola di sopravvivenza con la fideiussione tipica G. STELLA, *Le garanzie del credito*, in *Tratt. Iudica-Zatti*, Milano, 2010, 271 ss.

annullata per incapacità del debitore il fideiussore rimarrebbe comunque obbligato. La *ratio* della previsione è di evitare che il fideiussore si svincoli dalla garanzia beneficiando di una tutela che riguarda la persona del debitore principale, ma in questi termini si sancisce anche, nemmeno troppo indirettamente, che il profilo soggettivo dei due rapporti obbligatori rimane affatto distinto²².

In perfetta scia si colloca l'art. 1945 c.c. che segna il regime delle eccezioni, ammettendo l'opponibilità da parte del garante di tutte le eccezioni che potrebbe sollevare il debitore principale tranne l'incapacità, a cui la dottrina accomuna in via di integrazione ermeneutica anche tutte le eccezioni personali²³. In pratica le eccezioni che il garante può opporre riguardano l'essenza dell'obbligazione garantita, ma prescindono dallo stato delle parti che in essa sono vincolate²⁴.

Conferma della natura meramente oggettiva del legame di accessorietà *de quo* si rinviene anche nell'art. 1941 c.c. che regolando i limiti dell'obbligazione di garanzia li plasma sull'obbligazione principale, stabilendo inderogabilmente che la fideiussione non può eccedere ciò che è dovuto dal debitore principale né può essere prestata a condizioni più onerose²⁵.

Nella medesima prospettiva l'art. 1942 c.c. segna l'estensione della fideiussione a tutti gli accessori del debito principale, nonché alle spese per la denuncia al fideiussore della causa promossa contro il debitore

²² Cfr. sul punto G. BOZZI, *La fideiussione*, cit., 187 s.; G. STELLA, *Le garanzie del credito*, cit., 254 s. V. anche G. GRIPPO, *Le garanzie personali*, in *Tratt. Bessone*, XI, I, Torino, 2007, 29.

²³ Così G. BOZZI, *La fideiussione*, cit., 306 s.; G. STELLA, *Le garanzie del credito*, cit., 354 s.; M. FRAGALI, voce *Fideiussione (dir. priv.)*, cit., 369.

²⁴ Esplicitamente in questo senso M. FRAGALI, voce *Fideiussione (dir. priv.)*, cit., 368: «Il fideiussore ha un diritto proprio a far valere quelle eccezioni e pertanto non è pregiudicato dal comportamento che possa aver tenuto il debitore; non vale che l'art. 1945 lo ammette ad opporre le eccezioni che spettano al debitore, perché quivi si accenna ad una spettanza astratta, non ad una spettanza concreta».

²⁵ G. BOZZI, *La fideiussione*, cit., 209; G. STELLA, *Le garanzie del credito*, cit., 309; G. GRIPPO, *Le garanzie personali*, cit., 19 e 32 ove chiaramente è detto che «per fideiussione “eccedente” dovrà intendersi una forma di garanzia che preveda modalità di adempimento della relativa obbligazione implicanti un aggravamento della prestazione».

principale e alle spese successive, parametrando in questi termini l'obbligazione del fideiussore sull'obbligazione principale.

Anche nella disciplina dell'art. 1949 c.c. si possono rinvenire indicazioni di tenore analogo. La norma prevede come noto la surrogazione legale del fideiussore nei diritti che il creditore aveva verso il debitore, presentandosi come un normale caso di surrogazione ex art. 1203 n. 5 c.c.²⁶. In via interpretativa, tuttavia, si estende il fenomeno a tutte le garanzie personali e reali prestate da terzi per l'obbligazione principale anche se acquisite posteriormente alla fideiussione e si escludono le garanzie che non siano accessorie, specificando altresì che la surrogazione non opera se il rapporto coinvolga diritti intrasmissibili²⁷.

In definitiva, da uno sguardo d'insieme, si trae la conclusione che nella prospettiva del codice l'obbligazione principale sia presupposto e misura dell'obbligazione fideiussoria²⁸, ma senza che questo legame interferisca con il profilo soggettivo dei due vincoli.

Ciò non toglie che l'accessorietà sia connotante e marcata al punto che in generale le modificazioni dell'obbligazione principale si ripercuotono sull'obbligazione di garanzia²⁹ e che se si verifica l'adempimento da parte del debitore principale il contratto di fideiussione si debba considerare adempiuto³⁰. D'altra parte, la stessa solidarietà tra debitore principale e fideiussore prevista dall'art. 1944 c.c. è unanimemente considerata una solidarietà disuguale o a interesse unisoggettivo nel senso che solidale è l'obbligazione del fideiussore, non quella del debitore, perché si ritiene che anche l'obbligazione del

²⁶ G. STELLA, *Le garanzie del credito*, cit., 414; C. M. BIANCA, *Diritto civile*, V, Milano, 1995, 491.

²⁷ G. BOZZI, *La fideiussione*, cit., 412; cfr. anche G. STELLA, *Le garanzie del credito*, cit., 419 ss.; G. GRIPPO, *Le garanzie personali*, cit., 52.

²⁸ G. BOZZI, *La fideiussione*, cit., 3 ss. e 207 ss.; G. STELLA, *Le garanzie del credito*, cit., 248; G. GRIPPO, *Le garanzie personali*, cit., 54.

²⁹ Tranne le modifiche che aggravano l'obbligazione garantita (v. art. 1941) oltre ad espresse eccezioni: cfr. BOZZI, *La fideiussione*, cit., 4 e 209; v. anche M. FRAGALI, voce *Fideiussione (dir. priv.)*, cit., 358; G. GRIPPO, *Le garanzie personali*, cit., 31.

³⁰ V. per tutti M. FRAGALI, voce *Fideiussione (dir. priv.)*, cit., 362; G. GRIPPO, *Le garanzie personali*, cit., 55.

garante risponda all'interesse del debitore principale in quanto accessoria³¹.

Per quanto estesa sia la portata dell'accessorietà *de qua* e per quanto i due rapporti siano legati a doppio filo, tuttavia, essa si limita al dato oggettivo non assumendo alcun rilievo determinante le qualità e lo stato delle parti coinvolte.

Non va dimenticato in ogni caso che, fuori dal fenomeno fideiussorio e in linea generale, il credito originario continua a conformare il rapporto anche nel caso in cui un'obbligazione muti il profilo soggettivo a seguito di cessione o di surrogazione reale: la diversa qualità del soggetto subentrante rispetto a quello originario – l'essere ad esempio l'uno consumatore e l'altro professionista o viceversa – non influisce sulla natura del credito stesso e sul conseguente regime delle eccezioni mutandoli, poiché la fonte dell'obbligazione era e resta il credito originario³². Cosicché il soggetto subentrante potrebbe avvantaggiarsi della tutela consumeristica solo se l'obbligo sia sorto *ad initio* in capo ad un consumatore e, viceversa, se l'obbligazione sia nata *b2b* il consumatore subentrante dovrebbe abdicare al proprio statuto soggettivo, in nome delle regole generali che presidiano la successione nel credito/debito. Diverso evidentemente sarebbe il caso in cui il consumatore novasse l'obbligazione originaria perché così procedendo

³¹ G. BOZZI, *La fideiussione*, cit., 282; M. FRAGALI, voce *Fideiussione (dir. priv.)*, cit., 360; G. STELLA, *Le garanzie del credito*, cit., 404; G. GRIPPO, *Le garanzie personali*, cit., 38 e 40 s. V. anche Cass., Sez. Un., 5 febbraio 2008, n. 2655.

³² Lo fa notare al termine di un'analisi minuziosa S. PAGLIANTINI, *Il consumatore frastagliato*, cit., 50 ss., in cui si nega in particolare per quello che qui interessa, la fondatezza della figura del c.d. consumatore di rimbalzo per descrivere il caso in cui un soggetto professionale si giova della tutela consumeristica in quanto subentri in un rapporto obbligatorio nato *b2c*. Nessuna anomalia, invero, bensì propriamente l'esito naturale della successione nel rapporto obbligatorio così come disciplinata dal codice civile e intesa dalla dottrina tradizionale (53 s., ove si legge che «se la cessione non altera la natura dell'obbligazione originaria, un siffatto dire postula l'esistenza di una norma speciale che non c'è»). L'autore ricorda infine come in giurisprudenza «Cass. 2019/1261, pur facendone un uso distorto nel caso canonico dell'assicurazione per conto altrui, rinnova l'assunto che è soltanto al *momento* della stipula che rileva la disparità di potere contrattuale di talché è da *tale momento*, ed in ragione della *qualità* delle parti che ne sono protagoniste, che discende lo svolgersi oppure no del diritto consumeristico».

si darebbe vita ad un nuovo rapporto indipendente da quello precedente ormai estinto.³³

4. *Indici di autonomia del negozio fideiussorio nella dimensione codicistica.*

Appurato che il legame di accessorietà che lega la garanzia al debito principale, per quanto forte, opera soltanto sul piano oggettivo, non meno significativo per l'analisi del problema qui in esame risulta il fatto che nello stesso codice civile compaiano specifici indici normativi che orientano verso una autonoma considerazione negoziale della fideiussione rispetto all'obbligazione alla quale accede.

In questo senso dispone anzitutto l'art. 1936 c.c. con il quale si apre la disciplina dell'istituto: si dice ivi che il fideiussore garantisce l'adempimento di un'obbligazione altrui, ma si specifica subito dopo che la fideiussione è efficace anche se il debitore non ne abbia conoscenza. Da ciò si deduce che la fideiussione lega garante e creditore senza che sia previsto un coinvolgimento del debitore principale, ed è dunque un rapporto negoziale in sé affatto distinto da quello che garantisce³⁴. Ciò è vero al punto che il garante non potrebbe liberarsi versando all'obbligato principale il denaro per adempiere³⁵.

La fideiussione non diviene rapporto plurilaterale nemmeno quando il garante sia incaricato della prestazione di garanzia dal debitore principale perché rimane negozio separato rispetto all'eventuale incarico³⁶. Non a caso si fa riferimento al solo rapporto fideiussore-

³³ Così S. PAGLIANTINI, *Il consumatore frastagliato*, cit., 51.

³⁴ In questo senso G. BOZZI, *La fideiussione*, cit., 3 e 33; G. STELLA, *Le garanzie del credito*, cit., 37, i quali convergono nell'affermare che il debitore non solo può essere all'oscuro della prestazione della garanzia ma addirittura esservi contrario. A riprova del fatto che l'obbligazione fideiussoria ha una propria consistenza si fa notare come la disciplina della fideiussione di secondo grado contenuta nell'art. 1948 c.c. sia esplicita nello stabilire che il fideiussore del fideiussore garantisce nei confronti del creditore l'obbligazione del fideiussore di primo grado e non l'obbligazione principale, G. GRIPPO, *Le garanzie personali*, cit., 11 e 48.

³⁵ Così G. GRIPPO, *Le garanzie personali*, cit., 6.

³⁶ Cfr. G. GRIPPO, *Le garanzie personali*, cit., 13. In generale quando la garanzia fideiussoria è collegata ad un precedente rapporto obbligatorio che ne determina il venire in essere si parla di fattispecie prefideiussorie, G. BOZZI, *La fideiussione*, cit., 39 ss.

creditore anche per qualificare come onerosa o gratuita la prestazione di garanzia, a nulla rilevando la presenza di eventuali rapporti tra garante e debitore principale, che sarebbero al massimo da considerare come causa esterna del contratto di fideiussione³⁷.

D'altra parte, già il fatto in sé che la fideiussione sia tendenzialmente qualificata come un contratto con obbligazioni del solo proponente avvalorava la conclusione che l'obbligazione che assume il fideiussore riguardi propriamente solo la sua sfera giuridica³⁸.

In riferimento alla struttura, poi, al contratto di fideiussione viene riconosciuta unanimemente una propria causa concreta identificabile nell'interesse all'esatto adempimento della prestazione principale³⁹ e si evidenzia come la causa dell'obbligazione del fideiussore sia sempre di garanzia, mentre quella dell'obbligazione principale possa essere la più varia⁴⁰.

L'oggetto della fideiussione, a sua volta, è identificato nell'adempimento di un debito identico a quello del debitore principale, ma senza che vi sia perfetta coincidenza tra i contenuti delle due obbligazioni: di identità economica ma non giuridica si parla in dottrina⁴¹. Propriamente solo a seguito dell'inadempimento del debitore principale l'obbligazione (distinta) del fideiussore potrebbe assumere lo stesso oggetto⁴². L'obbligazione del fideiussore è anche sussidiaria rispetto a quella del debitore principale poiché il beneficio dell'ordine

³⁷ G. BOZZI, *La fideiussione*, cit., 17 e 25 s.; G. GRIPPO, *Le garanzie personali*, cit., 15 ss.

³⁸ Cfr. G. BOZZI, *La fideiussione*, cit., 102; G. GRIPPO, *Le garanzie personali*, cit., 22 s.

³⁹ G. BOZZI, *La fideiussione*, cit., 4. In giurisprudenza, tra le più recenti, Cass., 31 marzo 2021, n. 8874.

⁴⁰ G. GRIPPO, *Le garanzie personali*, cit., 23 e 26 ss.; M. FRAGALI, voce *Fideiussione (dir. priv.)*, cit., 356; G. BOZZI, *La fideiussione*, cit., 16 s. In giurisprudenza v. in particolare in questo senso Cass., Sez. Un., 5 febbraio 2008, n. 2655.

⁴¹ Cfr. G. GRIPPO, *Le garanzie personali*, in cit., 25; G. STELLA, *Le garanzie del credito*, cit., 10 s. e 247 ss.; M. FRAGALI, voce *Fideiussione (dir. priv.)*, cit., 355; G. BOZZI, *La fideiussione*, cit., 4 ss. e 10; L'oggetto dell'obbligazione principale deve essere fungibile perché possa essere adempiuta con uguale soddisfazione del creditore da parte del debitore principale o del garante. Si ammette comunque anche una fideiussione con oggetto diverso dall'obbligazione principale: parla in tal caso di supposizione convenzionale di identità tra cose diverse, FRAGALI, *op. cit.*, 357 s.

⁴² G. BOZZI, *La fideiussione*, cit., 415.

le viene riconosciuto come connaturale in base al disposto dell'art. 1944 c.c.⁴³.

Indici dell'autonomia del negozio fideiussorio si traggono a ben vedere anche dall'art. 1941 c.c. il cui secondo comma ammette che la garanzia possa limitarsi ad una parte soltanto dell'obbligazione principale, possa cioè essere prestata per un importo ridotto o comunque a condizioni meno onerose, ad esempio per un tempo inferiore⁴⁴.

Nella stessa logica si può collocare l'art. 1942 c.c. che, nel segnare i limiti della fideiussione estendendoli financo agli *ammenicula* del debito, ammette comunque patto contrario⁴⁵: si conferma in questi termini il fatto che alla fideiussione viene riconosciuta una propria dimensione negoziale, pur essendo legata in partenza all'obbligazione principale sulla quale si parametrizza.

Dal regime delle eccezioni delineato dall'art. 1945 c.c. si ricava poi in via interpretativa che il fideiussore non è legittimato ad agire in giudizio per tutelare gli interessi del debitore principale per ragioni che si fondano sull'obbligazione principale⁴⁶. Il regime delle eccezioni è anche modificabile negozialmente, ciò a suggello ulteriore dell'autonomia del negozio fideiussorio rispetto a quello principale⁴⁷.

Significativo nella prospettiva in esame appare ancora il fatto che *ex* art. 1952 c.c. il fideiussore possa ripetere la prestazione dal creditore a prescindere dai suoi rapporti di regresso nei confronti del debitore principale⁴⁸.

Testimoniano della distinta consistenza negoziale della garanzia rispetto al rapporto principale anche l'art. 1955 c.c., che regola la liberazione del fideiussore per fatto del creditore,⁴⁹ e l'art. 1956 c.c.,

⁴³ M. FRAGALI, voce *Fideiussione (dir. priv.)*, cit., 363; G. STELLA, *Le garanzie del credito*, cit., 405.

⁴⁴ BOZZI, *La fideiussione*, cit., 107 s.; G. STELLA, *Le garanzie del credito*, cit., 301; G. GRIPPO, *Le garanzie personali*, cit., 26 e 33. Per la fideiussione con durata inferiore al debito garantito anche Cass., 30 dicembre 2014, n. 27531.

⁴⁵ G. STELLA, *Le garanzie del credito*, cit., 330 ss.

⁴⁶ G. BOZZI, *La fideiussione*, cit., 421.

⁴⁷ M. FRAGALI, voce *Fideiussione (dir. priv.)*, cit., 369; G. STELLA, *Le garanzie del credito*, cit., 368s.

⁴⁸ G. STELLA, *Le garanzie del credito*, cit., 478 s.

⁴⁹ G. GRIPPO, *Le garanzie personali*, cit., 55 ss., il quale sottolinea come l'art. 1955 sia posto a tutela del diritto di surrogazione che compete al fideiussore in quanto tale, e specifica poi che il comportamento del creditore deve aver causato al garante un

che disciplina la liberazione del fideiussore per obbligazione futura, allorquando il creditore abbia fatto credito al terzo pur conoscendo che le condizioni patrimoniali di questo erano tali da rendere notevolmente più difficile il soddisfacimento del credito⁵⁰. In entrambi i casi emerge invero come le sorti della garanzia possano essere segnate da vicende peculiari ed indipendenti dall'obbligazione di base⁵¹.

Da ultimo l'art. 1957 prevede che l'obbligazione di garanzia possa sopravvivere a quella principale, confermando così ancora una volta come sul piano negoziale la fideiussione abbia un proprio contenuto specifico: tra l'altro la disciplina dell'art. 1957 è considerata comunemente derogabile⁵².

Diversi aspetti del *modus operandi* della garanzia vengono ancora adottati a sostegno della distinta essenza dell'obbligazione fideiussoria rispetto al rapporto garantito. Senza pretesa di completezza si ammette, ad esempio, che l'obbligazione fideiussoria possa essere in sé condizionata o sottoposta a termine⁵³; inoltre, non è possibile opporre al fideiussore i patti modificativi dell'obbligazione principale intervenuti tra creditore e debitore⁵⁴; ancora, non è previsto il litisconsorzio necessario tra creditore, debitore principale e fideiussore⁵⁵.

Quanto evidenziato porta in definitiva a concludere che nella dimensione del codice civile la fideiussione ha una propria fisionomia

pregiudizio giuridico e non solo economico-materiale per divenire rilevante; v. anche G. BOZZI, *La fideiussione*, cit., 490 ss., il quale evidenzia come le cause speciali di estinzione della fideiussione siano tutte espressione del *favor fideiussoris* e conducano alla liberazione del garante in relazione ad una condotta negligente del creditore o comunque contraria all'interesse del fideiussore. Per la consistenza e le caratteristiche che il fatto del creditore deve avere al fine di assumere rilevanza ai sensi dell'art. 1955 v., tra le più recenti, Cass., 19 febbraio 2020, n. 4175.

⁵⁰ G. BOZZI, *La fideiussione*, cit., 502 ss. ove si evidenzia come la previsione dell'art. 1956, improntata al *favor fideiussoris*, sia volta a scongiurare un aggravamento dell'obbligazione di garanzia e una dilatazione del rischio connesso all'impegno assunto senza che il garante ne abbia consapevolezza.

⁵¹ Sottolinea come si parli di cause autonome di estinzione che incidono sul solo rapporto fideiussorio C. M. BIANCA, *Diritto civile*, cit., 495 ss.

⁵² G. BOZZI, *La fideiussione*, cit., 526 ss.

⁵³ G. STELLA, *Le garanzie del credito*, cit., 49 s.

⁵⁴ G. GRIPPO, *Le garanzie personali*, cit., 28.

⁵⁵ In questo senso anche la giurisprudenza: tra le più recenti Cass. 17 novembre 2016, n. 23422. V. anche Cass. 26 luglio 2019, n. 20313.

negoziale, autonoma e definita, per quanto la causa stessa di garanzia a cui risponde presupponga un legame fisiologico con il debito da garantire.

5. *Normativa consumeristica e tutela del mercato.*

Alla luce dell'analisi sin qui svolta accessorietà oggettiva e autonoma struttura negoziale appaiono con ragionevole certezza i connotati portanti della disciplina codicistica della fideiussione: la garanzia nasce con precise caratteristiche peculiari rispetto al negozio principale, pur modulando il proprio contenuto su di esso.

Scorrendo il codice civile nessun dato ha confortato invece nell'attribuire una qualche rilevanza allo *status* dei soggetti coinvolti per adattare la disciplina applicabile. Emerge così con evidenza l'equivoco di fondo – a cui si è accennato in premessa – sul quale poggia il richiamo giurisprudenziale all'accessorietà come parametro per definire se ad una fattispecie sia applicabile o non la disciplina consumeristica. Nella motivazione della sentenza *Dietzinger*, a cui si è conformata in un primo tempo anche la nostra Suprema Corte, si diceva che se il rapporto principale fosse *b2b* al fideiussore sarebbe preclusa la tutela consumeristica anche nel caso rientrasse nella definizione di consumatore. Si spera ora di aver mostrato come un simile assunto sia in realtà frutto di un accostamento di elementi difformi che non trova alcun conforto nella base normativa.

Si consideri, tra l'altro, che nei rapporti bancari la prassi porta a derogare sotto diversi aspetti all'accessorietà oggettiva propria della fideiussione tipica, inserendo nei negozi di garanzia clausole *ad hoc* finalizzate a corroborare la posizione del creditore. Ciononostante, le Corti hanno fatto applicazione del medesimo criterio improprio anche per contratti autonomi di garanzia, rendendo ancora più paradossale il tutto⁵⁶.

Il fatto che, pur ferma la disciplina civilistica di riferimento, ad un soggetto possano essere accordati specifici diritti ulteriori – quale ad esempio il diritto di recesso – in dipendenza del suo stato di

⁵⁶ Cfr. sul punto F. MEZZANOTTE, *Contratto autonomo di garanzia e tutele consumeristiche*, in *I nuovi orientamenti della Cassazione civile*, a cura di C. Granelli, Milano 2017, 424 ss. V. anche U. MINNECI, *Sul tramonto della teoria del "professionista di rimbalzo"*, cit., 698 ss.

consumatore è in effetti un problema tutto moderno che si palesa con il nascere del diritto dei consumatori e che non può trovare soluzione richiamandosi alla dimensione del codice civile, che è precedente⁵⁷.

La soluzione va trovata allora nel contesto del nuovo filone normativo che nasce con il preciso fine di garantire il corretto funzionamento del mercato attraverso l'imposizione di un apparato di norme finalizzate ad orientare i comportamenti dei suoi attori nei rapporti cosiddetti *b2c*, ossia quelli che contrappongono un soggetto avvezzo alle contrattazioni, il professionista, ad un soggetto meno esperto, il consumatore appunto.

Le regole così dettate⁵⁸ si presentano anzitutto quali strumenti conformativi della corretta organizzazione aziendale, imponendo alla parte professionale di adottare comportamenti consoni ad una dinamica di mercato ideale, nella quale chi si muove con maggiore disinvoltura dovrebbe evitare alla controparte di trovarsi in situazioni che non permettano un'adeguata ponderazione delle decisioni negoziali. Specularmente, la disciplina consumeristica appronta una serie di strumenti specifici a disposizione del contraente debole per ovviare alle conseguenze pregiudizievoli che si produrrebbero nella sua sfera negoziale nei casi in cui il professionista disattendesse gli obblighi a suo carico e recuperare così, *ex post*, il proprio ruolo di soggetto attivo del traffico giuridico.

Il diritto dei consumatori si presenta dunque come un complesso di norme nel quale la descritta ambivalenza trova ideale composizione in una direzione unitaria orientata al funzionamento ottimale del mercato. E, a differenza delle norme del codice civile, l'applicabilità di questa

⁵⁷ Osserva in proposito F. DI MARZIO, *Intorno alla nozione di 'consumatore' nei contratti*, cit., 2153, che «nell'epoca attuale delle tutele differenziate [...] all'astratta uguaglianza delle parti contraenti e alla figura monolitica del diritto privato classico (distinto soltanto in diritto civile e commerciale) si è avvicinata la frantumazione delle soggettività negozianti con una corrispondente articolazione delle tutele» e ciò al punto che «nessun contratto può essere oggi definito nella sua disciplina prescindendo dai ruoli assunti dai soggetti che gli danno vita. La polverizzazione della generale figura del contraente in una moltitudine di fisionomie diverse e giuridicamente valorizzate ha sancito l'inautonomia concettuale del contratto».

⁵⁸ Così A. A. DOLMETTA, *Nullità a vantaggio e nullità selettiva*, in *Questione Giustizia*, www.questionegiustizia.it, 2020, par. 2 ss. e ID., *All'essenza della nullità di protezione: l'operatività «a vantaggio»*. Per una critica costruttiva di Cass. SS.UU., n. 28314/2019, in questa *Rivista*, 2020, I, 92 ss.

normativa di settore è dichiaratamente condizionata alla sussistenza di una disparità soggettiva tra i contraenti a motivo della differente forza negoziale della quale sono portatori: solo nei rapporti che contrappongono un professionista ad un consumatore si può ragionare di un intervento correttivo del legislatore nei termini appena descritti.

Va da sé che in quest'ottica il profilo strutturale oggettivo dei singoli negozi appaia come un dato neutro mentre acquisti un preciso rilievo determinante lo *status* dei contraenti al momento della conclusione dell'accordo. Ciò è vero al punto che in diversi passaggi del codice del consumo vigente, ma già prima nei decreti attuativi delle singole direttive europee, viene espressamente affermato che la normativa consumeristica non interferisce con la disciplina civilistica di base se non per gli aspetti specificamente regolati.

In definitiva la tutela consumeristica risponde ad un filtro soggettivo che è del tutto inedito nella disciplina del codice civile: qui sta l'*impasse* che la giurisprudenza *Dietzinger* e quella nazionale che vi si è adeguata non hanno colto e qui sta il pregio del nuovo corso della giurisprudenza europea ed interna che ha invece correttamente percepito il rapporto tra le due fonti normative⁵⁹.

L'affermazione secondo la quale un contratto concluso da un consumatore merita per ciò solo un occhio di riguardo da parte del legislatore con la conseguente applicazione della disciplina dedicata convince. Nel bilanciamento tra eventuali profili strutturali del contratto e la dimensione soggettiva, che vede le parti distanziate da un divario fisiologico di capacità negoziale, non può che prevalere questo secondo aspetto a meno di non voler snaturare la *ratio* della tutela consumeristica. Se si facesse leva sulla struttura del singolo negozio e si portasse il dato oggettivo a prevalere su quello soggettivo si finirebbe per sottrarre indebitamente alla tutela di legge molte fattispecie che invece lo meritano.

Nello specifico il codice del consumo sceglie di delimitare il proprio campo di applicazione attraverso le definizioni contenute nella sua parte introduttiva e in particolare nell'art. 3. È dunque sulle definizioni rispettivamente di professionista e di consumatore di cui alle lettere a) e c) dell'art. 3 d. lgs. n. 206/2005 che poggia il *discrimen* della

⁵⁹ In questo senso è particolarmente significativo lo spunto contenuto in Cass. n. 742/2020.

normativa applicabile, senza che vi siano indizi che possano portare a ragionare diversamente.

Il discorso si sposta a questo punto sul piano della valutazione della purezza o meno dello status di consumatore nel contraente che reclama tutela: il che tuttavia non è problema nuovo né tantomeno proprio del solo ambito delle garanzie, ma è profilo connaturale alle definizioni dell'art. 3 cod. cons. come, d'altra parte, ad ogni definizione che in quanto tale implica lo studio delle fattispecie *in limine* per decidere se possano ritenersi incluse oppure no.

Vale la pena ricordare che la Cassazione, in relazione allo specifico caso del fideiussore, ha statuito in diverse occasioni che scriminante va considerata l'entità della partecipazione al capitale sociale o la qualità di amministratore e in generale il ruolo che il fideiussore concretamente esercita nell'impresa di cui si fa garante, essendo evidentemente un coinvolgimento attivo preclusivo della sua qualificabilità come consumatore. Traspare comunque nelle motivazioni delle Corti ma soprattutto nelle voci dottrinali la necessità di evitare di costruire al riguardo automatismi, che andrebbero solo a detrimento della corretta valutazione del ruolo giocato dal garante nel singolo caso di specie⁶⁰.

Insomma tutto ruota intorno alle definizioni e alla loro portata concreta e in questo la fideiussione non ha nulla di diverso rispetto agli

⁶⁰ Sul punto tra le più recenti, Cass. 28 novembre 2020, n. 20643; Cass. 16 gennaio 2020, n. 742; Cass. 24 gennaio 2020, n. 1666; Cass. 26 marzo 2019, n. 8419; Cass. 13 dicembre 2018, n. 32225, ove la Suprema Corte fa uso dei criteri indicati nel testo per concludere ora per l'accordabilità al garante dello status di consumatore ora per il suo.

Sui criteri seguiti per la qualificazione del fideiussore come consumatore o professionista all'interno della definizione dell'art. 3 d. lgs. n. 206/2005, si vedano le osservazioni di A. A. DOLMETTA, *Il fideiussore può anche essere consumatore*, cit., 2, il quale suggerisce proprio di evitare di costruire criteri formali vincolanti e di «orientare il discorso intorno ad una valutazione complessiva, a livello concreto, del ruolo specifico che il garante viene a ricoprire nell'affare considerato: e fare cioè riferimento, in sostanza, al tipo di intervento – in sé considerato (=senza stampelle esterne) – che il fideiussore svolge rispetto all'operazione in concreto giudizio». La proposta si trova ripresa, tra l'altro, in ABF Milano, 27 settembre 2016, n. 8296, reperibile al link [1233be1a83f3762565a33d5a005de72a](https://www.abf.it/decisions/1233be1a83f3762565a33d5a005de72a) (arbitrobancariofinanziario.it); si veda anche ABF Roma, 18 giugno 2021, n. 15021, reperibile al link [5695197f9c99145e3af736fa6a7a9f77](https://www.abf.it/decisions/5695197f9c99145e3af736fa6a7a9f77) (arbitrobancariofinanziario.it).

Recentemente analizza *funditus* la questione U. MINNECI, *Sul tramonto della teoria del "professionista di rimbalzo"*, cit., 701 ss.

altri contratti; l'accessorietà non gioca alcun ruolo né nella direzione di accordare né nella direzione di negare tutela al fideiussore⁶¹.

6. *Prospettive.*

Il fatto che l'operatività della tutela consumeristica sia collegabile alle definizioni soggettive delle parti del singolo rapporto negoziale appare in definitiva un dato inconfutabile che risponde ad una logica precisa. Ciò non toglie che possano esistere comunque dei casi nei quali l'applicazione piana di questo criterio lasci per certi versi insoddisfatti.

Si comincerà con il dire che in alcune materie è la normativa stessa ad escludere determinate fattispecie negoziali dal campo di applicazione di una specifica disciplina consumeristica: per la fideiussione ciò accade, ad esempio, nel contesto della nuova direttiva sui contratti a distanza e conclusi fuori dai locali commerciali. Si tratta

⁶¹ Nell'ottica descritta non appare problematico il fatto che il fideiussore non sia legittimato ad invocare una tutela che è propria del debitore principale e che il medesimo abbia deciso di non attivare, quale ad esempio una nullità di protezione (in fondo il caso è accostabile all'annullabilità del rapporto di base, in relazione alla quale la dottrina ritiene legittimato a far valere il vizio soltanto il debitore principale, non spettando al fideiussore che la relativa eccezione, così G. BOZZI, *La fideiussione*, cit., 191). Invero, se il debitore principale fosse a sua volta consumatore e decidesse di sanare una clausola nulla – senza intenti frodatori si intende – non si vede perché dovrebbe essere il fideiussore a poterne invocare *ex post* la vessatorietà. La conclusione discende piana dal disposto dell'art. 1945 c.c. e, se pure tale norma non è stata pensata considerando una possibile diversità di *status* tra debitore principale e garante (cfr. G. BOZZI, *La fideiussione*, cit., 193), l'esito a cui conduce non sembra far emergere profili di ingiustizia in quanto il garante conosce i confini del rapporto garantito quando si obbliga (In senso critico rispetto agli esiti a cui conduce la piana applicazione della regola dell'art. 1945 c.c., si segnala comunque PAGLIANTINI, *Il consumatore frastagliato*, cit., 136 ss.). Anzi, immaginare che il garante possa opporre al creditore rispetto all'obbligazione garantita eccezioni ulteriori rispetto a quelle che spettano al debitore principale, come è già stato fatto notare, farebbe venir meno l'interesse del creditore ad una garanzia siffatta.

Con criteri analoghi sembra possa essere risolta anche la questione speculare del garante professionale rispetto ad un debito *b2c*: il fideiussore potrà esercitare le prerogative che gli spettano in relazione al distinto negozio di garanzia ma non potrà interferire con l'essenza del debito garantito (In relazione a quest'ultima ipotesi approda ad un esito analogo, sia pure sulla base di un ragionamento differente fondato sul disposto degli artt. 1941 e 1952, comma 2, c.c., S. PAGLIANTINI, *Il consumatore frastagliato*, cit., 140 s.).

di scelte frutto di valutazioni politiche ed economiche, ma se la non accordabilità della tutela al fideiussore nel caso concreto non soddisfacesse, escluso a questo punto che si possa far leva sull'accessorietà, prima di caldeggiare un intervento del legislatore potrebbe soccorrere un'attività ermeneutica poggiante su parametri alternativi.

In questa prospettiva è stato proposto recentemente di fare ricorso al c.d. diritto comune seguendo le vie tracciate dalle Corti nazionali di altri Paesi dell'Unione per fondare sui sentieri interpretativi così delineati la concessione al garante di specifici rimedi. In particolare, si è ventilata una forma di nullità per contrarietà al buon costume delle fideiussioni c.d. rovinose prestate da familiari, alla stregua di quella riconosciuta dal BGH tedesco facendo ricorso alla sussidiarietà integrativa del § 138, comma 1, BGB⁶².

Con analoga finalità è stata altresì caldeggiata una rimodulazione degli strumenti messi a disposizione del consumatore in ossequio allo spirito e ai dettami della direttiva 2019/2161/UE che modifica la direttiva 93/13/CEE del Consiglio e le direttive 98/6/CE, 2005/29/CE e 2011/83/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per una migliore applicazione e una modernizzazione delle norme dell'Unione relative alla protezione dei consumatori. Nello specifico un'estensione della tutela del fideiussore poggerrebbe sul disposto del nuovo art. 11 *bis* così introdotto nella direttiva 2005/29/CE, che prevede che i rimedi contro le pratiche commerciali scorrette possano operare con riflessi diretti sul piano contrattuale. Si darebbe in questo modo fondamento, ad esempio, alla concessione al fideiussore consumatore di un particolare *ius poenitendi*, «un recesso per giusto motivo esercitabile *tutte* le volte in cui dovesse appurarsi una condotta del mutuante idonea a falsare una scelta consapevole del futuro fideiussore»⁶³.

⁶² In questo senso S. PAGLIANTINI, *Il consumatore frastagliato*, cit., 120.

⁶³ Così S. PAGLIANTINI, *Il consumatore frastagliato*, cit., 133, il quale espressamente propone «di farsi affascinare da quell'art. 11-*bis* della direttiva 2005/29 istituzionalizzante la *novitas* di un'interdipendenza rimediale tra pratica commerciale sleale e contratto». Per una migliore comprensione della proposta ermeneutica si riporta il testo dell'art. 11 *bis*, rubricato "Rimedi": «1. I consumatori lesi da pratiche commerciali sleali devono avere accesso a rimedi proporzionati ed effettivi, compresi il risarcimento del danno subito dal consumatore e, se pertinente, la riduzione del prezzo o la risoluzione del contratto. Gli Stati membri possono stabilire le condizioni per l'applicazione e gli effetti di tali rimedi. Gli Stati membri possono tener conto, se

Non si trascuri comunque che una certa insoddisfazione potrebbe emergere pure nella prospettiva opposta, quando ad un soggetto formalmente consumatore venisse accordata una tutela che in concreto sembrerebbe non meritare, pur rientrando nella definizione di cui all'art. 3 d. lgs. 206/2005. Anche in questo caso il problema potrebbe trovare soluzione su un piano collocato oltre quello prettamente definitorio.

Va detto che la dottrina è piuttosto prudente al riguardo e tende a non dare rilievo alla eventuale competenza del consumatore. Se infatti è innegabile che un consumatore "esperto" non meriterebbe a rigore la tutela dedicata perché in grado di negoziare alla pari con il professionista, si ritiene tuttavia che configurare il consumatore immeritevole quale figura mediana tra il consumatore e il professionista aprirebbe le porte ad un accertamento casistico che la *ratio legis* sembra non contemplare e anzi sembra escludere in linea di principio⁶⁴.

Sono difficoltà note che hanno sinora frenato nell'operare dei distinguo all'interno della categoria dei consumatori. Si rischierebbe, infatti, di rendere in tal modo «imprevedibile l'applicazione dello statuto consumeristico», generando disorganicità nella applicazione della disciplina dei consumatori, la quale invece vorrebbe essere disciplina del mercato e dunque evocabile su basi oggettive⁶⁵.

Ora, se è vero che smantellare l'unitarietà della definizione di consumatore potrebbe aggiungere difficoltà a quelle che già ci sono nell'interpretarne correttamente la portata, si può evidenziare tuttavia come nel tempo siano cambiati, per espressa indicazione del legislatore europeo, i connotati del soggetto tipo da prendere come figura di riferimento. Inizialmente il consumatore era il soggetto debole, fisiologicamente tale e senza possibilità di emanciparsi. Il progressivo affermarsi del diritto comunitario, di pari passo con l'incremento del numero e della portata degli interventi normativi, ha portato invece al maturare nel consumatore di una maggiore consapevolezza dei propri

del caso, della gravità e della natura della pratica commerciale sleale, del danno subito dal consumatore e di altre circostanze pertinenti. 2. Detti rimedi non pregiudicano l'applicazione di altri rimedi a disposizione dei consumatori a norma del diritto dell'Unione o del diritto nazionale».

⁶⁴ Sulla tipologia di consumatore che l'interprete deve prendere come riferimento v. per tutti e osservazioni di A. BARENGHI, *Diritto dei consumatori*, cit., 53 ss.

⁶⁵ S. PAGLIANTINI, *Il consumatore frastagliato*, cit, 91 s.

diritti e lo ha reso negli anni sempre più soggetto attivo del mercato, pur senza arrivare ad eliminare il divario negoziale che lo separa dal professionista. Non si tratta più del soggetto debole ed indifeso, ma di un protagonista delle contrattazioni tenuto ad una determinata diligenza. In ragione di ciò è pertanto il consumatore medio, quello normalmente informato e ragionevolmente attento e avveduto, che ora il legislatore contempla come destinatario della disciplina tuzioristica⁶⁶.

Nulla vieta a questo punto che l'interpretazione del parametro soggettivo di riferimento possa subire ulteriori evoluzioni. Si tratta solo di evitare l'introduzione di distinguo forieri di inutili rischi.

Nell'ottica di non accordare protezione a soggetti che non ne abbiano concreta esigenza, in dottrina si propone anche di dare rilievo al mutamento delle circostanze oggettive nelle quali un servizio viene utilizzato, separando il piano dell'atto negoziale da quello del rapporto che ne segue. In questa direzione ci si potrebbe addirittura «spingere a pensare ad una qualità di consumatore il cui stare è *fluid*o, nel senso di condizionato, alla maniera dell'art. 1448, comma 3, c.c. al perdurare

⁶⁶ E non si tratta di un fenomeno recente. Si veda infatti già il Considerando n. 18 della direttiva 2005/29/CE sulle pratiche commerciali sleali, che così recita: «la presente direttiva prende come parametro il consumatore medio che è normalmente informato e ragionevolmente attento ed avveduto, tenendo conto di fattori sociali, culturali e linguistici, secondo l'interpretazione della Corte di giustizia, ma contiene altresì disposizioni volte ad evitare lo sfruttamento dei consumatori che per le loro caratteristiche risultano particolarmente vulnerabili alle pratiche commerciali sleali». Sul punto cfr. le osservazioni di G. DE CRISTOFARO, *Le pratiche commerciali scorrette nei rapporti tra professionisti e consumatori*, in *Le Nuove leggi civili commentate*, 2008, 1098 ss. il quale tra l'altro ricorda come di tenore analogo sia il considerando n. 15 del reg. CE n. 1924/2006 relativo alle indicazioni nutrizionali e sulla salute fornite sui prodotti alimentari e sottolinea come il parametro del consumatore debole e vulnerabile fosse stato abbandonato già allora dalla giurisprudenza della Corte di Giustizia in diverse materie.

D'altra parte, anche le recenti direttive sui contenuti digitali, 2019/770/UE, e sulla vendita dei beni di consumo, 2019/771/UE, utilizzano come parametro di riferimento il consumatore medio e ciò che può ragionevolmente aspettarsi. In argomento v. G. DE CRISTOFARO, *Verso la riforma della disciplina delle vendite mobiliari b-to-c: l'attuazione della dir. UE 2019/771*, in *Riv. dir. civ.*, 2021, 205 ss.; AA.VV., *La nuova disciplina della vendita mobiliare nel Codice del Consumo*, a cura di G. DE CRISTOFARO, Torino 2022.

dell'uso originario fino al momento in cui la domanda giudiziale viene ad essere proposta»⁶⁷.

Non si farebbe così questione di competenza del consumatore, ma verrebbe a giocare un ruolo determinante il mutare delle circostanze oggettive in cui questi eserciti il proprio diritto. «Ragionando in tal modo, d'altro canto, è come se dicessimo che abusa dello *status* chi rivendica una qualifica quando la condizione nella quale versa non mostra più lo stigma di una debolezza da tutelare: *ergo* processualmente qui è come se venissimo ad avere l'accertamento giudiziale della carenza di un *fatto costitutivo* involgente l'intera disciplina di protezione»⁶⁸.

Dare rilievo al mutamento del contesto situazionale configurando una qualità di consumatore rivalutabile è senz'altro una prospettiva originale, in grado tra l'altro di scongiurare i rischi sopra paventati in relazione all'individuazione di sottocategorie della nozione di consumatore. E non sfugge il fatto che una simile proposta ermeneutica sottende il disagio dell'interprete di dover applicare una disciplina statica alla realtà dinamica delle negoziazioni, disagio che va oltre la stretta materia qui oggetto d'indagine per investire l'intero diritto consumeristico. Si tratta dunque di una risposta diversa al problema di sempre, che tuttavia sembra aprire uno spazio di valutazione nuovo della dimensione del contraente consumatore, lasciando intravedere ulteriori linee evolutive.

Senza andare troppo lontano, basti riflettere sul fatto che il disagio appena descritto è accostabile, *mutatis mutandis*, a quello che si prova dovendo accordare tutela al consumatore che abusi del *favor legis* per raggiungere un fine non meritevole. Paradigmatica in questo senso potrebbe essere proprio la fattispecie che ha dato origine alla sentenza *Dietzinger*: in quella sede il fideiussore poteva essere considerato consumatore perché corrispondeva alla definizione, ma aveva sollevato la questione del recesso nel momento in cui la banca aveva fatto valere

⁶⁷ S. PAGLIANTINI, *Il consumatore frastagliato*, cit., 94, il quale richiama nel senso esposto le riflessioni di BENEDETTI, *La rescissione*, in *Tratt. Bessone*, VIII, Torino 2007, 66.

⁶⁸ S. PAGLIANTINI, *Il consumatore frastagliato*, cit., 95. A sostegno della propria affermazione, l'autore richiama alcuni casi di giurisprudenza europea, tra i quali emblematici appaiono *Schrems*, in causa C-498/16 e *A.B. c. Personal Exchange International Limited* in causa C-774/19, cfr. 85 ss. e 97 ss.

le garanzie. Cosa affatto legittima e anzi logica nella tutela consumeristica, ove il contraente debole si avvede dei problemi solo nel momento in cui questi divengano attuali, tuttavia, dalla narrazione dei fatti di causa sembra evincersi che il garante fosse da sempre a conoscenza del tenore del proprio impegno, quale figlio dei debitori principali, ed invocasse ad arte la tutela di legge. Sembra, cioè, che il comportamento del garante si ponesse nel caso specifico in aperta opposizione ai canoni di buona fede e che la valorizzazione di quest'ultimo profilo avrebbe permesso di escludere in concreto la tutela consumeristica, concedendo alla banca un'*exceptio doli* in ossequio alla più antica tradizione del *ius praetorium* ove tale strumento di difesa era stato in origine concepito, senza bisogno di cercare appoggio nell'accessorietà per arrivare al medesimo esito.

Non si vedono precisi ostacoli concettuali a ragionare in siffatto modo, il problema risiede piuttosto nella prova concreta dell'abuso che, nel particolare contesto del diritto dei consumatori, dovrebbe essere affatto rigorosa per evitare di arrivare a privare della tutela di legge soggetti a cui spetti in ragione della loro effettiva debolezza⁶⁹.

Tornano così di utilità specifica quelle riflessioni, svolte in dottrina una ventina di anni fa, finalizzate a delineare il fondamento normativo dell'*exceptio doli* in un sistema di diritto positivo come il nostro⁷⁰.

Allora si trattava di legittimare in linea di principio uno strumento il cui utilizzo poggiava ancora su criteri nebulosi e mutevoli, visto anche lo scarso rilievo che veniva attribuito alle clausole generali, pur

⁶⁹ Che il garante possa invocare tutela solo in base ad argomenti formalistici, pur avendo invece avuto un ruolo attivo nella negoziazione, è problema noto da tempo in dottrina: lo fa notare, proprio in relazione ad una fideiussione, DI MARZIO, *Intorno alla nozione di «consumatore» nei contratti*, cit., 2160: «L'attenzione alla concreta operazione economica posta in essere coi vari contratti determina rilevanti effetti di disciplina. In generale, permette un più ponderato e consapevole esame di meritevolezza e liceità dei singoli modelli contrattuali attivati dalle parti. Inoltre, e per quanto più interessa, favorisce l'applicazione del principio della buona fede oggettiva in considerazione di circostanze che restano esterne ai contratti singolarmente considerati»; la stessa linea di ragionamento si trova ripresa recentemente da M. BELLINO, *La Cassazione supera la teoria del professionista di rimbalzo*, cit., 763.

⁷⁰ A. A. DOLMETTA, voce *Exceptio doli generalis*, in *Enc. giur. Treccani*, 1997. Si veda in particolare 7, ove l'a. concorda nel leggere la riscoperta dell'*exceptio doli* come reazione all'ideologia illuministica e alla sua esaltazione della certezza del diritto in quanto codificato.

potendosi ritenere superato lo scetticismo che regnava al riguardo nella vigenza del codice del 1865 e nel periodo di prima applicazione di quello attuale⁷¹.

Oggi si può ritenere ormai consolidata l'apertura alle clausole generali⁷² e si registra una tendenziale convergenza nel ricondurre l'*exceptio doli* nell'alveo della buona fede. Si individua, poi, l'epicentro della buona fede nella regola di solidarietà espressa dall'art. 2 della Costituzione⁷³ e si pongono come riferimento specifico in materia gli artt. 1175 e 1375 c.c.⁷⁴. Non si può dire, tuttavia, che si sia raggiunto un consenso unanime su una precisa nozione di buona fede, né che si siano superate definitivamente le incertezze sul rapporto tra *exceptio doli* e agire malizioso⁷⁵, e nemmeno che si sia chiarita secondo linee dogmatiche rigorose la relazione tra *exceptio* e abuso del diritto⁷⁶.

Certo è che soprattutto la giurisprudenza fa negli ultimi tempi un utilizzo diffuso dello strumento collegandolo all'esercizio abusivo di un diritto, descritto come «un esercizio del diritto volto a conseguire fini diversi da quelli per i quali il diritto stesso è stato conferito»⁷⁷.

Nei contratti di garanzia, in particolare, all'*exceptio doli* viene accordata, secondo un indirizzo consolidato, una precisa funzione a

⁷¹ V. sul punto l'ampia e completa ricostruzione di A. A. DOLMETTA, voce *Exceptio doli generalis*, cit., 10 ss.

⁷² Cfr. S. PATTI, *Ragionevolezza e clausole generali*, Milano, 2016, *passim*.

⁷³ Una solidarietà che pur rilevando anche nei rapporti omogenei è «prima di tutto una solidarietà tra diversi: come tale destinata ad assumere contorni specificamente differenti a seconda delle peculiari connotazioni di ciascuno dei soggetti concreti della fattispecie», A. A. DOLMETTA, voce *Exceptio doli generalis*, cit., 9.

⁷⁴ Che il richiamo a queste norme lasci comunque delle questioni aperte è mostrato chiaramente da A. A. DOLMETTA, voce *Exceptio doli generalis*, cit., 11 ss.

⁷⁵ Cfr. sul punto le osservazioni già a suo tempo fatte da A. A. DOLMETTA, voce *Exceptio doli generalis*, cit., 13 s.

⁷⁶ A rigore non si tratterebbe di nozioni sovrapponibili, in quanto «diversamente dall'abuso, l'*exceptio* richiede di necessità una vicenda (in senso lato) intersoggettiva. L'abuso non impinge in un conflitto tra regole, ma attiene alle modalità di effettiva applicazione di una regola preformata; né possiede, tra i suoi tratti identificativi, un'intrinseca connotazione di *naturalis aequitas*», così A. A. DOLMETTA, voce *Exceptio doli generalis*, cit., 5.

⁷⁷ Così Cass., 18 settembre 2009, n. 2016, che è considerata la pronuncia pioniera in termini di apertura alla rilevanza dell'abuso del diritto nel nostro sistema. Più recentemente, *ex multis*, Cass., 31 luglio 2015, n.16213; Cass., 29 maggio 2020, n.10324.

difesa del garante nel caso in cui il creditore agisca in violazione delle regole di correttezza che stanno a presidio della formazione e dell'esecuzione di ogni contratto⁷⁸. Che si possa immaginarne un utilizzo anche a parti invertite, ove ricorra il medesimo presupposto, non crea particolare difficoltà visto il mantra ricorrente in giurisprudenza. Più complessa resta tuttavia la valutazione del caso in cui il garante sia consumatore.

Come è stato osservato, si profila in queste fattispecie un contrasto «in punto di mezzi di attuazione della solidarietà costituzionale», nel senso che le regole consumeristiche sono espressione della medesima solidarietà che informa l'operatività dell'*exceptio doli*⁷⁹. È tutta qui la difficoltà di adattare il bilanciamento tra *naturalis aequitas* e *ius strictum* alla logica peculiare di queste previsioni di legge speciale.

Oggi tuttavia, come si diceva, è ormai matura la consapevolezza che il *focus* della normativa consumeristica risieda nel corretto funzionamento del mercato e che i mezzi particolari che essa concede al contraente debole rimangano finalizzati a tale obiettivo di fondo.

Dovendosi allora conformare in questa direzione il comportamento di tutti gli attori del traffico giuridico, viene naturale pensare che l'*exceptio doli*, se opportunamente modulata, possa trovare terreno anche a presidio dell'agire corretto del consumatore. Solo una visione parziale, che leggesse questo diritto speciale come un complesso di regole volte unicamente a proteggere il contraente debole, porterebbe ad escludere a priori la sindacabilità in termini di buona fede oggettiva del comportamento di quest'ultimo.

Certo, il consumatore della prima ora era talmente avulso dalle logiche del mercato da non essere nemmeno considerato in grado di violare la *naturalis aequitas*. Il consumatore medio preso a parametro nelle direttive più recenti, invece, non appare più scevro di tale sospetto e pertanto una preclusione assoluta del controllo di buona fede del suo comportamento risulta meno giustificabile.

Allo stato attuale si riscontra comunque una marcata ritrosia a concedere spazio a valutazioni del genere, ritenendosi ancora il consumatore meritevole di tutela in quanto tale in una logica che ne

⁷⁸ Cfr. Cass., 11 dicembre 2018, n. 31956; Cass. 22 novembre 2019, n. 30509; Cass., 16 novembre 2020, n. 25860.

⁷⁹ A. A. DOLMETTA, voce *Exceptio doli generalis*, cit., 16.

sottende la buona fede. Non si tratterebbe tuttavia di sovvertire radicalmente il ragionamento, ma piuttosto di trasformare questa presunzione di correttezza *iuris et de iure* in una presunzione *iuris tantum* o in una verità interinale, pur concedendo rilevanza come prova contraria esclusivamente ad elementi dotati di una specifica valenza determinante per non ingenerare un'inutile caccia alle streghe.

Si può chiudere allora ventilando l'idea che in prospettiva l'applicabilità della disciplina di protezione, pur modulata sulla base delle definizioni dell'art. 3 del codice del consumo, possa anche divenire paralizzabile tramite un'*exceptio doli* concessa al professionista di fronte ad un agire abusivo del consumatore, quale soggetto dotato in teoria, ma non nella fattispecie concreta, di minore forza negoziale. *Ad maiora!*

Diritto al silenzio e autorità di vigilanza dei mercati finanziari

SOMMARIO: 1. *‘Nemo tenetur se detegere’*: brevi premesse di inquadramento storico e concettuale – 2. L’estensione del diritto al silenzio ai procedimenti amministrativi sanzionatori di natura ‘punitiva’ – 2.1. (Segue): Il caso D.B. contro Consob: fattispecie concreta e giudizio incidentale di costituzionalità – 2.2. (Segue): Il dialogo tra le corti: l’ordinanza di rinvio pregiudiziale alla Corte di Giustizia dell’Unione europea – 2.3. (Segue): La Corte di Giustizia e l’interpretazione del ‘diritto derivato’ (Direttiva M.A.D. e regolamento M.A.R.) in conformità al diritto europeo primario (artt. 47 e 48 C.D.F.U.E.) – 2.4. (Segue): La Corte costituzionale impone il rispetto del diritto al silenzio alle autorità di vigilanza dei mercati finanziari (Consob e Banca d’Italia), ma entro certi limiti – 3. Dal riconoscimento del diritto al silenzio alla sua ‘effettività’: la necessaria implementazione di obblighi di natura informativa da parte delle autorità amministrative di vigilanza – 4. Una possibile *‘vis expansiva’* del diritto al silenzio alle persone giuridiche? – 4.1. (Segue): La giurisprudenza della Corte di Giustizia in tema di diritto al silenzio e illeciti concorrenziali – 4.2. (Segue): La giurisprudenza della Corte di Strasburgo in tema di diritto al silenzio: l’estensione della garanzia a tutte le dichiarazioni dell’accusato e alle produzioni documentali – 4.3. (Segue): Diritto al silenzio e persone giuridiche: diritto a non auto-incriminarsi v. ‘diritto a rimanere in silenzio’ – 5. Conclusioni.

1. *‘Nemo tenetur se detegere’*: brevi premesse di inquadramento storico e concettuale

È controversa, sul piano storico, l’origine del fondamentale principio garantistico di cui al brocardo *‘nemo tenetur se detegere’*¹ (ovvero, di cui alle locuzioni alternative, *‘nemo tenetur se ipsum accusare’* e *‘nemo tenetur edere contra se’*). Non a caso, vi è chi ha sostenuto che «[...] *le principe exprimé par l’adage ‘Nemo tenetur edere contra se’*

* Il lavoro è frutto di una riflessione comune tra gli autori; tuttavia, i §§ 4, 4.1., 4.2., 4.3. e 5 sono stati scritti da Miriam Allena, mentre i §§ 1, 2, 2.1., 2.2., 2.3., 2.4. e 3 sono stati scritti da Stefano Vaccari.

¹ Per ogni approfondimento, anche in prospettiva diacronica, cfr., quantomeno, D. TASSINARI, *Nemo tenetur se detegere. La libertà dalle autoincriminazioni nella struttura del reato*, Bologna, 2012; V. PATANÈ, *Il diritto al silenzio dell’imputato*, Torino, 2006; e V. GREVI, *Nemo tenetur se detegere. Interrogatorio dell’imputato e diritto al silenzio nel processo penale italiano*, Milano, 1972.

*appartient à ces règles générales de droit dont il est impossible de retrouver l'origine précise»*².

Al di là dei più generali dubbi relativi alla genesi del suddetto principio, è utile comunque evidenziare il fondamentale contributo apportato dai pensatori illuministi, in particolare italiani, nell'elaborazione dei presupposti ideologici per il superamento di un sistema processuale che equiparava l'imputato a un 'oggetto di prova'³, invece di considerarlo quale soggetto titolare di diritti di difesa⁴. Basti pensare alla dura reazione del Beccaria⁵ nei confronti degli strumenti processuali all'epoca utilizzati per costringere l'imputato a forme di autoincolpazione: «[u]na contraddizione fra le leggi e i sentimenti naturali all'uomo nasce dai giuramenti che si esigono dal reo»⁶. Ancora più incisivo è stato il contributo del Filangieri, che teorizzò in via esplicita il diritto al silenzio quale garanzia spettante a ogni 'accusato' sottoposto a interrogatorio⁷.

In ottica comparata, occorre quantomeno richiamare il quinto emendamento della Costituzione federale degli Stati Uniti⁸, introdotto nel 1791, nella parte in cui lo stesso prevede – in linea con la tradizione

² A. KOHL, *Procès civil et sincérité*, Liège, 1971, 15.

³ Cfr., in chiave critica, G. ILLUMINATI, *La presunzione d'innocenza dell'imputato*, Bologna, 1979, 193, secondo cui l'imputato «[...] non va considerato quale depositario di una verità da carpire a ogni costo».

⁴ V. GREVI, *Nemo tenetur se detegere*, cit., 8.

⁵ C. BECCARIA, *Dei delitti e delle pene*, Milano, 1864, § XI.

⁶ Anche se lo stesso Beccaria, nonostante la forte critica manifestata nei confronti degli istituti della tortura e del giuramento imposto, non teorizzò in forma compiuta il 'diritto al silenzio', giustificando anzi la comminazione di pene gravi per il soggetto che si ostini a non rispondere alle domande poste in sede di interrogatorio (cfr. ID., *Dei delitti e delle pene*, cit., § X: «[...] colui che nell'esame si ostinasse di non rispondere alle interrogazioni fattegli, merita una pena fissata dalle leggi, e pena delle più gravi che siano da quelle intime, perché gli uomini non deludano così la necessità dell'esempio che devono al pubblico»). Cfr., in proposito, V. GREVI, *Nemo tenetur se detegere*, cit., 14, ove la definizione della suddetta contraddizione nel pensiero del Beccaria in termini di 'singolare incongruenza', posto che «[...] una volta ripudiati [...] gli istituti della tortura e del giuramento dell'imputato – sarebbe stato logico escludere la configurabilità, nei confronti del medesimo, di un dovere di rispondere all'interrogatorio».

⁷ G. FILANGIERI, *La scienza della legislazione*, 1781-1788, III, Milano, 1817, 359.

⁸ Per ogni approfondimento si rinvia al fondamentale contributo di L.W. LEVY, *Origins of the Fifth Amendment. The Right Against Self-Incrimination*, New York, 1968.

processuale anglosassone⁹ – che «[n]essuno [...] potrà essere obbligato, in una qualsiasi causa penale, a deporre contro se medesimo»¹⁰.

Questa disposizione, con la quale è stato sancito formalmente il c.d. ‘*privilege against self-incrimination*’¹¹, ha ricevuto in seguito un

⁹ Secondo alcuni Autori (in particolare J.H. Wigmore e L.W. Levy) il principio ‘*nemo tenetur se detegere*’ sarebbe entrato a far parte del patrimonio giuridico di *common law* inglese nel XVII secolo per effetto dell’abbandono, da parte dei tribunali ecclesiastici, del c.d. giuramento *ex officio* (i.e. un istituto utilizzato per costringere l’imputato a rispondere secondo verità su fatti propri). Progressivamente, i giudici di *common law* avrebbero affermato il diritto dei cittadini inglesi ‘*not be compelled to give evidence against themselves*’. Per una differente ipotesi ricostruttiva cfr. R.H. HELMHOLZ, *Origins of the Privilege against Self-Incrimination: The Role of the European Ius Commune*, in *New York University Law Review*, 1990, 962 ss., il quale riconduce l’origine del medesimo principio all’epoca del diritto comune, e in particolare al c.d. ‘*Syntagma communium opinionum*’ del 1608, Lib. VII, Tit. 19, No. 21 (‘*Positionibus criminosis aut captiosis per quas delictum aut periurium detegi posset, nemo tenetur respondere*’ – ‘*No one is bound to answer incriminating or captious positions by which a delict or perjury might come to light*’).

¹⁰ Questa previsione è stata successivamente riprodotta – con formulazione sostanzialmente analoga – dall’art. 14, co. 3, lett. g), del Patto internazionale sui diritti civili e politici, adottato dall’Assemblea Generale dell’O.N.U. il 16 dicembre 1966 (entrato in vigore il successivo 23 marzo 1976, e reso esecutivo in Italia con l. 25 ottobre 1977, n. 881): «[o]gni individuo accusato di un reato ha diritto, in posizione di piena eguaglianza, come minimo alle seguenti garanzie: [...] g) a non essere costretto a deporre contro se stesso od a confessarsi colpevole». Cfr., *amplius*, M. CHIAVARIO, *Le garanzie fondamentali del processo nel patto internazionale sui diritti civili e politici*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1978, II, 465 ss.

¹¹ Cfr., nella letteratura anglo-americana, quantomeno R.H. HELMHOLZ (et al.), *The privilege against self-incrimination. Its origin and development*, Chicago, 1997; L.W. LEVY, *Origins of the Fifth Amendment*, cit.; J.H. WIGMORE, *Nemo tenetur seipsum prodere*, in *Harvard Law Review*, 1891, II, 71 ss. Quanto alle giustificazioni teoriche del principio, cfr. D. DOLINKO, *Is there a rationale for the privilege against self-incrimination?*, in *UCLA Law Review*, 1986, 1063 ss., il quale individua alcuni ‘*systemic rationales*’ (ad esempio, la natura di strumento di protezione per gli imputati innocenti; l’importanza per la caratterizzazione in chiave ‘accusatoria’ – ‘*adversarial system*’ – del sistema processuale; la garanzia per il cittadino nei confronti dei possibili abusi posti in essere dai pubblici poteri; la natura di strumento di difesa dell’individuo rispetto alle leggi obiettivamente ingiuste) e alcuni ‘*individual rationales*’ (ad esempio, il rispetto della dignità umana, dell’autonomia e della *privacy* di ciascun individuo). Sulle connessioni e interazioni tra il diritto al silenzio e il privilegio contro l’autoincriminazione cfr. C. THEOPHILOPOULOS, *The So-Called ‘Right’ to Silence and the ‘Privilege’ Against Self-Incrimination: A Constitutional Principle in Search of Cogent Reasons*, in *South African Journal on Human Rights*, 2002, IV, 505 ss. Sul medesimo tema, ma con specifica attenzione alla giurisprudenza

fondamentale sviluppo – in termini di ‘concretizzazione’ del diritto – nel celebre caso ‘*Miranda c. Arizona*’ del 1966. In detta occasione, la Corte Suprema degli Stati Uniti ha stabilito che il rispetto della garanzia del ‘privilegio contro l’autoincriminazione’ esige che ogni attività di interrogatorio svolta dalla polizia giudiziaria sia preceduta – a pena di inutilizzabilità, in sede processuale, delle eventuali dichiarazioni rese ‘*contra se*’ – da un’espressa informativa concernente i contenuti del diritto al silenzio: il c.d. ‘*Miranda Warning*’ («[y]ou have the right to remain silent. Anything you say can and will be used against you in a court of law. You have the right to have an attorney present during questioning. If you cannot afford an attorney, one will be appointed for you»).

Una siffatta garanzia, con tutti i relativi corollari applicativi, è pacificamente riconosciuta nei confronti delle persone fisiche dal vigente sistema di diritto processuale penale italiano, mentre è stata oggetto di discussione per quanto concerne i procedimenti sanzionatori amministrativi di carattere ‘punitivo’¹². Ciò, perlomeno, sino alla pronuncia della Corte costituzionale italiana 30 aprile 2021, n. 84, che ha esteso il principio ‘*nemo tenetur se detegere*’ anche alle attività sanzionatorie di competenza delle autorità di vigilanza dei mercati finanziari (Consob e Banca d’Italia).

2. *L’estensione del diritto al silenzio ai procedimenti amministrativi sanzionatori di natura ‘punitiva’*

europea, cfr. F. ZACCHÈ, *Gli effetti della giurisprudenza europea in tema di privilegio contro le autoincriminazioni e diritto al silenzio*, in A. BALSAMO - R.E. KOSTORIS (a cura di), *Giurisprudenza europea e processo penale italiano*, Torino, 2008, 179 ss.

¹² Cfr. F. VIGANÒ, *Garanzie penalistiche e sanzioni amministrative*, in *Riv. it. dir. proc. penale*, 2020, IV, 1791, ove la definizione delle sanzioni ‘punitive’ (nell’ambito della più generale ‘tripartizione’ delle ‘misure afflittive’ in preventive, ripristinatorie e – per l’appunto – punitive) come quelle «[...] caratterizzate dall’inflizione all’autore di un illecito di un pregiudizio ulteriore e distinto rispetto a quello derivante dall’obbligo di ripristino dello status quo ante». Di talché, ad avviso dell’A., l’estensione delle garanzie penalistiche trova «[...] il suo naturale campo di applicazione rispetto alle sanzioni (amministrative, ma anche tributarie, civili, disciplinari, etc.) che condividano con le pene in senso stretto identica connotazione “punitiva”, nel senso appena precisato, pur senza possederne il medesimo contenuto stigmatizzante, e pur non potendo incidere – a differenza di quelle – sulla libertà personale del destinatario».

2.1. (Segue): Il caso D.B. contro Consob: fattispecie concreta e giudizio incidentale di costituzionalità

La sentenza della Corte costituzionale n. 84/2021¹³ trae origine da una fattispecie di *insider trading* sanzionata in via amministrativa dalla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob). Segnatamente, l'Autorità di vigilanza del mercato mobiliare italiano aveva comminato a carico di un soggetto (persona fisica) diverse sanzioni amministrative previste dal d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria – T.U.F.)¹⁴, tra le quali una sanzione pecuniaria di € 50.000,00 *ex art. 187-quinquiesdecies* T.U.F.¹⁵, per avere lo stesso

¹³ Cfr., a commento, D. CODUTI, *Il diritto al silenzio nell'intreccio tra diritto nazionale, sovranazionale e internazionale: il caso D.B. c. CONSOB*, in *Federalismi.it*, n. 22/2021, 121 ss.

¹⁴ In particolare, con Delibera Consob n. 18199 dell'8 maggio 2012 venivano irrogate al Sig. D.B.: una sanzione pecuniaria di € 200.000,00 in relazione all'illecito *ex art. 187-bis*, co. 1, lett. a), T.U.F. ('*insider trading*'), per aver acquistato azioni di una determinata società sulla base del possesso di un'informazione c.d. *price-sensitive*, ossia l'imminente realizzazione di un'O.P.A. per '*delisting*'; una sanzione pecuniaria di € 100.000,00 in relazione all'illecito *ex art. 187-bis*, co. 1, lett. c), T.U.F. ('*tuyautage*'), per aver indotto un altro soggetto ad acquistare azioni della medesima società; la sanzione accessoria della perdita temporanea dei requisiti di onorabilità *ex art. 187-quater*, co. 1, T.U.F. per un periodo di diciotto mesi; la confisca per equivalente del profitto ('*gain*') ricavato dalle suddette condotte illecite nonché dei mezzi impiegati per compierlo *ex art. 187-sexies* T.U.F. fino all'importo pari a € 149.760,00.

¹⁵ Art. 187-*quinquiesdecies* T.U.F. (nella versione originaria – rilevante *ratione temporis* – introdotta dall'art. 9, co. 2, lett. b), della l. 18 aprile 2005, n. 62): «[f]uori dai casi previsti dall'articolo 2638 del codice civile, chiunque non ottempera nei termini alle richieste della CONSOB ovvero ritarda l'esercizio delle sue funzioni è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria da euro cinquantamila ad euro un milione». La disposizione *de qua* è stata, in seguito, modificata per effetto di due sopravvenienze normative. In primo luogo, l'art. 24 del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 (conv., con modificazioni, in l. 17 dicembre 2012, n. 221) ha esteso gli obblighi di cooperazione, originariamente previsti soltanto con riguardo alle funzioni di vigilanza di competenza della Consob, alle analoghe attività espletate dalla Banca d'Italia (apportando, conseguentemente, anche una riformulazione della rubrica della disposizione: '*Tutela dell'attività di vigilanza della Banca d'Italia e della Consob*'). In secondo luogo, l'art. 5 del d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129, ha rimodulato la 'cornice' editale, introducendo altresì una diversificazione del trattamento sanzionatorio in

posto in essere comportamenti di natura dilatoria consistenti in plurimi rinvii dell'audizione presso la medesima Autorità, in qualità di persona informata dei 'fatti'¹⁶, nonché per essersi successivamente rifiutato – in sede di audizione – di rispondere alle domande poste dai funzionari Consob.

Il sanzionato proponeva ricorso in opposizione *ex art. 187-septies* T.U.F. dinanzi alla Corte d'Appello di Roma (che lo rigettava)¹⁷ e, in seguito, ricorso per Cassazione affidando l'impugnativa a tre motivi, uno dei quali concernente la pretesa incompatibilità della sanzione comminata per ostacolo all'attività di vigilanza (*ex art. 187-quinquiesdecies* T.U.F.) con il principio '*nemo tenetur se detegere*'. A suo avviso, infatti, l'imposizione – sotto forma di obbligo corredato da rilevanti sanzioni pecuniarie – di presenziare alle audizioni dinanzi all'autorità di vigilanza e, *ivi*, di rendere dichiarazioni, integrava una violazione dei diritti riconosciuti dall'art. 6 CEDU e dei principi in tema di 'giusto processo' sanciti dall'art. 111 della Costituzione italiana.

relazione al soggetto autore della violazione (*i.e.* persona fisica ovvero persona giuridica). Per l'effetto delle richiamate modifiche, l'art. 187-quinquiesdecies T.U.F. presenta oggi la seguente formulazione: «*1. Fuori dai casi previsti dall'articolo 2638 del codice civile, è punito ai sensi del presente articolo chiunque non ottempera nei termini alle richieste della Banca d'Italia e della Consob, ovvero non coopera con le medesime autorità al fine dell'espletamento delle relative funzioni di vigilanza, ovvero ritarda l'esercizio delle stesse. 1-bis. Se la violazione è commessa da una persona fisica, si applica nei confronti di quest'ultima la sanzione amministrativa pecuniaria da euro diecimila fino a euro cinque milioni. 1-ter. Se la violazione è commessa da una società o un ente, si applica nei confronti di questi ultimi la sanzione amministrativa pecuniaria da euro diecimila fino a euro cinque milioni, ovvero fino al dieci per cento del fatturato, quando tale importo è superiore a euro cinque milioni e il fatturato è determinabile ai sensi dell'articolo 195, comma 1-bis. Fermo restando quanto previsto per le società e gli enti nei confronti dei quali sono accertate le violazioni, si applica la sanzione amministrativa pecuniaria prevista dal comma 1-bis nei confronti degli esponenti aziendali e del personale della società o dell'ente nei casi previsti dall'articolo 190-bis, comma 1, lettera a). 1-quater. Se il vantaggio ottenuto dall'autore della violazione come conseguenza della violazione stessa è superiore ai limiti massimi indicati nel presente articolo, la sanzione amministrativa pecuniaria è elevata fino al doppio dell'ammontare del vantaggio ottenuto, purché tale ammontare sia determinabile».*

¹⁶ L'art. 187-octies, co. 3, T.U.F. prevede la possibilità per la Consob «[...] nei confronti di chiunque possa essere informato sui fatti», tra l'altro, di «c) procedere ad audizione personale».

¹⁷ Cfr. Corte d'Appello Roma, 20 novembre 2013, n. 5276.

Per queste ragioni, con il suddetto ricorso veniva contestata la legittimità costituzionale degli artt. 187-*octies* e 187-*quinquiesdecies* T.U.F., in riferimento ai parametri di cui agli artt. 3, 24, 111 e 117 Cost., «[...] *nella misura in cui il primo non prevede l'applicazione degli articoli 61, 63 e 198, comma 2, c.p.p. ed il secondo contempla una sanzione amministrativa per il soggetto sottoposto ad indagini CONSOB che rifiuti di fornire risposte suscettibili di utilizzazione in sede penale e comunque in sede di applicazione di gravi sanzioni amministrative*».

La Corte Suprema di Cassazione, con ordinanza n. 3831 del 2018¹⁸, valutava come rilevante e non manifestamente infondata¹⁹ la questione di legittimità costituzionale concernente l'art. 187-*quinquiesdecies* T.U.F., nella parte in cui tale disposizione «[...] *sanziona la condotta consistente nel non ottemperare tempestivamente alle richieste della CONSOB o nel ritardare l'esercizio delle sue funzioni anche nei confronti di colui al quale la medesima CONSOB, nell'esercizio delle sue funzioni di vigilanza, contesta un abuso di informazioni privilegiate*». In particolare, tale questione era stata sollevata con riguardo agli artt. 24 e 111 Cost., nonché con riferimento all'art. 117 Cost., in relazione ai parametri interposti di cui all'art. 6 CEDU, all'art. 14, co. 3, lett. g), del Patto internazionale sui diritti civili e politici del 16 dicembre 1966, e all'art. 47 della Carta dei diritti fondamentali

¹⁸ Cass. civ., sez. II, 16 febbraio 2018, ord. n. 3831. Cfr., a commento, A. LOGLI, *Poteri istruttori della Consob e 'nemo tenetur se detegere'*, in *Giur. comm.*, 2020, II, 230 ss.; C. BONZANO, *Nemo tenetur se detegere e procedimento amministrativo: per la Consulta, la sanzione 'punitiva' impone il due process of law*, in *Proc. pen. e giust.*, 2019, VI, 1448 ss.; G.L. GATTA, *'Nemo tenetur se detegere' e procedimento amministrativo davanti alla CONSOB per l'accertamento dell'abuso di informazioni privilegiate: la Cassazione solleva questione di legittimità costituzionale dell'art. 187-quinquiesdecies T.U.F.*, in *Dir. pen. cont.*, 2018, IV, 156 ss.; e – se consentito – M. ALLENA, *Le sanzioni amministrative tra garanzie costituzionali e convenzionali europee*, in *Giorn. dir. amm.*, 2018, III, 374 ss.

¹⁹ Viceversa, la Suprema Corte ha ritenuto priva di rilevanza la questione di costituzionalità relativa all'art. 187-*octies* T.U.F., non essendo oggetto di contestazione il potere di Consob di procedere all'audizione dei vari soggetti informati dei fatti, tra cui anche il potenziale 'incolpato', bensì la possibilità di sanzionare quest'ultimo ove, per scelta di natura difensiva, lo stesso si sottragga all'audizione o ne ostacoli lo svolgimento.

dell'Unione europea²⁰. Per l'effetto, veniva disposta la sospensione del giudizio *a quo* con rimessione degli atti alla Corte costituzionale²¹.

²⁰ La Corte di Cassazione ha evidenziato, in primo luogo, un possibile contrasto tra il dovere di cooperazione all'esercizio delle funzioni di vigilanza di titolarità della Consob e il diritto di difesa sancito dall'art. 24 della Costituzione (cfr., nella giurisprudenza costituzionale, quantomeno Corte cost., 30 giugno 1994, n. 267, ove si è definito il 'diritto al silenzio' quale «[...] *principio cardine del nostro sistema processuale*»; e, in seguito, Id., 26 giugno 2002, n. 291, nella parte in cui si è affermato che «[...] *il principio nemo tenetur se detegere è un corollario essenziale dell'inviolabilità del diritto di difesa*»), come declinato nel fondamentale corollario del diritto a non collaborare alla propria incolpazione (sia con riguardo all'attività amministrativa prodromica al processo penale avente a oggetto gli eventuali reati di abuso di informazioni privilegiate *ex art. 184 T.U.F.*; sia con riferimento al procedimento sanzionatorio finalizzato all'irrogazione delle sanzioni *ex art. 187-bis T.U.F.* (*i.e.* un procedimento formalmente amministrativo, ma sostanzialmente penale in applicazione dei c.d. '*Engel criteria*' – cfr. Corte Edu, 8 giugno 1976 '*Engel e altri c. Paesi Bassi*', ove la prima formulazione dei tre criteri, tra loro alternativi, per la qualificazione di una data sanzione come 'penale' ai fini CEDU: la classificazione giuridica effettuata dall'ordinamento nazionale, la natura dell'infrazione e il grado di severità della sanzione). In secondo luogo, la Cassazione ha ravvisato un possibile contrasto tra il dovere di collaborazione con la Consob e il principio della parità delle parti, quale componente del c.d. 'giusto processo' *ex art. 111, co. II, Cost.*, assumendo che la previsione di un obbligo di cooperazione nella fase amministrativa possa alterare i meccanismi dell'onere della prova di cui all'art. 2967 c.c. con riguardo alla successiva fase giurisdizionale di impugnazione del provvedimento sanzionatorio. In terzo luogo, la Corte ha sollevato un dubbio di compatibilità costituzionale del dovere di cooperazione all'esercizio delle funzioni di vigilanza della Consob con l'art. 117 Cost., in riferimento al parametro interposto di cui all'art. 6 CEDU, come interpretato dalla giurisprudenza della Corte Edu, la quale ha più volte rimarcato che il diritto a non contribuire alla propria incriminazione e il diritto al silenzio costituiscono norme internazionali generalmente riconosciute di importanza fondamentale per la nozione di '*procès équitable*' (cfr., *ex multis*, Corte Edu, 11 luglio 2006, '*Jalloh c. Germania*', § 100: «[a]s regards the use of evidence obtained in breach of the right to silence and the privilege against self-incrimination, the Court observes that these are generally recognised international standards which lie at the heart of the notion of a fair procedure under Article 6»; e Id., 8 febbraio 1996, '*John Murray c. Regno Unito*', § 45: «[a]lthough not specifically mentioned in Article 6 (art. 6) of the Convention, there can be no doubt that the right to remain silent under police questioning and the privilege against self-incrimination are generally recognised international standards which lie at the heart of the notion of a fair procedure under Article 6»). Ancora, lo stesso art. 117 Cost. è stato utilizzato dalla Corte di Cassazione in riferimento a due ulteriori parametri interposti: l'art. 14, co. 3, lett. g), del Patto internazionale sui diritti civili e politici, ove si riconosce a ogni individuo accusato di un reato il diritto «*a non essere costretto a deporre contro se stesso od a confessarsi colpevole*»; e l'art. 47, co.

2, primo periodo, della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea, ove è sancito il diritto di ogni individuo «[...] *a che la sua causa sia esaminata equamente, pubblicamente ed entro un termine ragionevole da un giudice indipendente e imparziale, precostituito per legge*», assumendo che detta disposizione sia sostanzialmente sovrapponibile all'art. 6, § 1, CEDU, nonché rilevante per la fattispecie in esame in ragione della derivazione europea dell'art. 187-*quinquiesdecies* T.U.F. (segnatamente, sotto forma di trasposizione del diritto derivato dell'Unione europea in materia di repressione dei c.d. 'market abuse' – Direttiva 2003/6/CE e successivo Regolamento UE n. 596/2014).

Si segnala, per completezza, che la medesima ordinanza ha dichiarato altresì rilevante e non manifestamente infondata la questione di legittimità costituzionale dell'art. 187-*sexies* T.U.F. ('*Confisca*'), come introdotto dall'art. 9, co. 2, lett. a), della l. 18 aprile 2005, n. 62, nella parte in cui si «[...] *assoggetta a confisca per equivalente non soltanto il profitto dell'illecito ma anche i mezzi impiegati per commetterlo, ossia l'intero prodotto dell'illecito*», in relazione agli artt. 3 e 42 Cost., nonché 117 Cost. con riferimento all'art. 1 del Primo Protocollo addizionale alla CEDU e agli artt. 17 e 49 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea. Tale questione è stata risolta dalla Corte costituzionale con sentenza n. 112 del 10 maggio 2019, con la quale è stata dichiarata l'illegittimità costituzionale dell'art. 187-*sexies* T.U.F. «[...] *nella parte in cui prevede la confisca obbligatoria, diretta o per equivalente, del prodotto dell'illecito e dei beni utilizzati per commetterlo, e non del solo profitto*», nonché, in via consequenziale (ai sensi dell'art. 27 della l. 11 marzo 1953, n. 87), l'illegittimità costituzionale della medesima disposizione «[...] *nella versione risultante dalle modifiche apportate dall'art. 4, comma 14, del decreto legislativo 10 agosto 2018, n. 107, recante "Norme di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) n. 596/2014, relativo agli abusi di mercato e che abroga la direttiva 2003/6/CE e le direttive 2003/124/UE, 2003/125/CE e 2004/72/C"*», nella parte in cui prevede la confisca obbligatoria, diretta o per equivalente, del prodotto dell'illecito, e non del solo profitto».

²¹ È opportuno precisare che, a giudizio della Corte di Cassazione (§ 11.2.2), il tenore letterale dell'art. 187-*quinquiesdecies* T.U.F., nella formulazione antecedente alle modifiche apportate dal d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 (conv., con modificazioni, in l. 17 dicembre 2012, n. 221), non consente l'utilizzo del criterio ermeneutico dell'interpretazione c.d. '*secundum constitutionem*' (o interpretazione costituzionalmente orientata), posto che la locuzione 'chiunque' *ivi* prevista non permette – in ragione della 'potenza semantica' del pronome indefinito – una lettura intesa a escludere dall'ambito applicativo del precetto sanzionatorio il soggetto che ostacoli le funzioni di vigilanza esercitate dalla Consob in ragione della possibile ascrizione personale di condotte illecite di abuso di mercato.

2.2. (Segue): *Il dialogo tra le corti: l'ordinanza di rinvio pregiudiziale alla Corte di Giustizia dell'Unione europea*

La Corte costituzionale, con ordinanza n. 117 del 10 maggio 2019 (pubblicata il successivo 15 maggio 2019)²², sospendeva il giudizio di costituzionalità e disponeva rinvio pregiudiziale *ex art. 267 T.F.U.E.* alla Corte di giustizia dell'Unione europea per le ragioni di seguito rappresentate.

Innanzitutto, il Giudice delle leggi ha ritenuto che la questione di legittimità costituzionale, per come sollevata in via incidentale dalla Corte di Cassazione, consistesse nello stabilire se la garanzia del 'diritto al silenzio'²³ dovesse trovare applicazione, non soltanto – come è pacifico – con riguardo ai procedimenti (formalmente) penali, bensì anche nell'ambito dei procedimenti amministrativi propedeutici all'irrogazione di sanzioni 'punitive' e, dunque, aventi un'intrinseca connotazione penale ai fini CEDU.

Rispetto a detto interrogativo, la Corte costituzionale ha mostrato apertamente il proprio *favor* per la soluzione di segno positivo,

²² Cfr., a commento, G. CANESCHI, *Nemo tenetur se detegere anche nei procedimenti amministrativi sanzionatori? La parola alla Corte di Giustizia*, in *Cass. pen.*, 2020, II, 579 ss.; S. MILONE, *Un nuovo limite al potere amministrativo punitivo: la Corte di Giustizia riconosce il diritto al silenzio nei procedimenti amministrativi per l'accertamento di abusi di mercato*, in *Foro it.*, 2021, 400 ss.; G. DE MARZO, *Brevi considerazioni sul diritto al silenzio dell'imputato*, *ibidem*, 405 ss.

²³ In proposito, la Corte costituzionale ha ritenuto di dover precisare (§ 4) che il diritto al silenzio, riconosciuto e garantito da plurime disposizioni di rango costituzionale, europeo e internazionale, non legittima – di per sé – condotte consistenti nel rifiuto a presentarsi alle audizioni disposte dall'autorità di vigilanza, né a porre in essere comportamenti di natura dilatoria finalizzati unicamente a ritardare gli interrogatori, a condizione tuttavia che sia garantita la possibilità di rifiutarsi di rispondere a domande dalle quali potrebbero derivare auto-incriminazioni.

richiamando a supporto la costante giurisprudenza formatasi in relazione agli artt. 24 Cost.²⁴ e 6 CEDU²⁵.

Ciò nonostante, la Consulta ha dovuto prendere atto di una criticità, ossia la derivazione europea del censurato art. 187-*quinquiesdecies* T.U.F., introdotto nell'ordinamento italiano per effetto del recepimento di specifici obblighi previsti – in origine – dalla Direttiva 2003/6/CE²⁶ (*'Market Abuse Directive'* – M.A.D.) e, in seguito, dal Regolamento UE n. 596/2014²⁷ (*'Market Abuse Regulation'* – M.A.R.): il che

²⁴ Anche se non risultavano precedenti nazionali specificamente dedicati all'applicazione del diritto al silenzio nell'ambito di procedimenti formalmente amministrativi, ma sostanzialmente 'penali' in applicazione dei criteri *'Engel'*, la Corte costituzionale aveva già affermato in numerose occasioni l'estensione di talune garanzie proprie della materia 'penale', e in particolare quelle afferenti al fondamentale principio *'nullum crimen, nulla poena sine lege'* ex art. 25, co. II, Cost., alle sanzioni amministrative di tipo 'punitivo'. Cfr., in particolare, i precedenti relativi al riconoscimento del divieto di retroattività delle modifiche normative in *'peius'* (Corte cost., 4 giugno 2010, n. 196; Id., 5 dicembre 2018, n. 223; Id., 7 aprile 2017, n. 68; Id., 16 dicembre 2016, n. 276; Id., 18 aprile 2014 n. 104; e Id., 4 giugno 2010, n. 196), al necessario rispetto del canone di 'sufficiente precisione' dei precetti sanzionatori (Corte cost., 13 giugno 2018, n. 121; e Id. 3 luglio 1967, n. 78), e alla retroattività delle modifiche in *'mitius'* (Corte cost., 21 marzo 2019, n. 63). Per ogni ulteriore approfondimento cfr. F. GOISIS, *La tutela del cittadino nei confronti delle sanzioni amministrative tra diritto nazionale ed europeo*, Torino, 2018; e, se si vuole, M. ALLENA, *La sanzione amministrativa tra garanzie costituzionali e principi CEDU: il problema della tassatività-determinatezza e la prevedibilità*, in *Federalismi.it*, n. 4/2017.

²⁵ Cfr. il § 7.2. dell'ordinanza, ove l'espresso richiamo ai precedenti della Corte Edu (*'Shannon c. Regno Unito'*, 4 ottobre 2005; e *'Chambaz c. Svizzera'*, 5 aprile 2012) nei quali è stata riscontrata la violazione dell'art. 6 CEDU con riferimento a sanzioni comminate nei confronti delle condotte di rifiuto a rispondere alle domande formulate da autorità amministrative nell'ambito di procedimenti aventi a oggetto l'accertamento di illeciti di natura sostanzialmente 'punitiva'.

²⁶ Nello specifico, l'art. 12 della Dir. 2003/6/CE stabiliva, al § 1, che *«[a]ll'autorità competente sono conferiti tutti i poteri di vigilanza e di indagine necessari per l'esercizio delle sue funzioni»*, e al § 2, lett. b), che tali poteri includono quantomeno il diritto di *«[...] richiedere informazioni a qualsiasi persona, incluse quelle che intervengono successivamente nella trasmissione degli ordini o nell'esecuzione delle operazioni in questione, e ai loro mandanti e, se necessario, convocare e procedere all'audizione di una persona»*. Il successivo art. 14, § 3, della medesima Direttiva, imponeva agli Stati di *'fissare' «[...] le sanzioni da applicare per l'omessa collaborazione alle indagini di cui all'articolo 12»*.

²⁷ Cfr. l'art. 23, § 2, lett. b), del Reg. UE n. 596/2014, ove si prevede che *«[p]er adempiere ai compiti loro assegnati dal presente regolamento, le autorità competenti*

avrebbe determinato, in caso di declaratoria di illegittimità costituzionale della disposizione nazionale, un conflitto con l'ordinamento europeo. Allo stesso tempo, però, le medesime previsioni europee di diritto derivato apparivano alla Corte in contrasto con alcune garanzie fondamentali sancite dagli artt. 47²⁸ e 48²⁹ della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea, dai quali si ricava il riconoscimento del diritto di ogni individuo a non contribuire alla propria incolpazione e a non essere tenuto, sotto minaccia di sanzione, a rendere dichiarazioni *contra se* di natura confessoria.

dispongono almeno, conformemente al diritto nazionale, dei seguenti poteri di controllo e di indagine: [...] b) di richiedere o esigere informazioni da chiunque, inclusi coloro che, successivamente, partecipano alla trasmissione di ordini o all'esecuzione delle operazioni di cui trattasi, nonché i loro superiori e, laddove opportuno, convocarli allo scopo di ottenere delle informazioni»; e l'art. 30, § 1, lett. b), del medesimo Reg., ove si dispone che «[f]atti salvi le sanzioni penali e i poteri di controllo delle autorità competenti a norma dell'articolo 23, gli Stati membri, conformemente al diritto nazionale, provvedono affinché le autorità competenti abbiano il potere di adottare le sanzioni amministrative e altre misure amministrative adeguate in relazione almeno alle seguenti violazioni: [...] b) l'omessa collaborazione o il mancato seguito dato nell'ambito di un'indagine, un'ispezione o una richiesta di cui all'articolo 23, paragrafo 2».

²⁸ Art. 47 ('Diritto a un ricorso effettivo e a un giudice imparziale'): «[o]gni individuo i cui diritti e le cui libertà garantiti dal diritto dell'Unione siano stati violati ha diritto a un ricorso effettivo dinanzi a un giudice, nel rispetto delle condizioni previste nel presente articolo. Ogni individuo ha diritto a che la sua causa sia esaminata equamente, pubblicamente ed entro un termine ragionevole da un giudice indipendente e imparziale, precostituito per legge. Ogni individuo ha la facoltà di farsi consigliare, difendere e rappresentare. A coloro che non dispongono di mezzi sufficienti è concesso il patrocinio a spese dello Stato qualora ciò sia necessario per assicurare un accesso effettivo alla giustizia».

²⁹ Art. 48 ('Presunzione di innocenza e diritti della difesa'): «[o]gni imputato è considerato innocente fino a quando la sua colpevolezza non sia stata legalmente provata. Il rispetto dei diritti della difesa è garantito ad ogni imputato».

Con riguardo alle suddette garanzie, la Corte costituzionale ha avuto cura di rimarcare l'inconferenza³⁰, e comunque la non divisibilità³¹ per la soluzione del caso di specie, dell'orientamento giurisprudenziale formulato dalla Corte di Giustizia dell'Unione europea in materia di illeciti *antitrust* commessi da persone giuridiche. Sul punto si tornerà³². Per il momento è sufficiente ricordare che, secondo la costante interpretazione dei giudici del Lussemburgo, in tali fattispecie il diritto al silenzio è limitato alle sole domande dirette a ottenere una confessione espressa di un illecito, dovendo per il resto la persona giuridica ottemperare a 'obblighi di collaborazione attiva', *ivi* compreso quello di fornire informazioni inerenti a circostanze di fatto eventualmente suscettibili di essere utilizzate dalla Commissione europea a fondamento di una successiva 'accusa' nei suoi confronti.

A ogni modo, in adesione alla pratica del 'dialogo tra le corti' e nel dichiarato obiettivo di definire *standard* comuni nella tutela dei diritti fondamentali, la Corte costituzionale ha ritenuto di risolvere la questione di 'doppia pregiudizialità' (costituzionale ed euro-unitaria) evidenziata dalla Corte di Cassazione³³ antepoendo la soluzione dei

³⁰ Il giudizio di inconferenza è reso dalla Corte costituzionale (§ 9.2. dell'ordinanza) evidenziando, da un lato, il riferimento alle sole persone giuridiche (e non alle persone fisiche) della richiamata giurisprudenza europea in materia *antitrust*; dall'altro, relativizzando sul piano diacronico l'origine di detta interpretazione di natura restrittiva, elaborata in un periodo storico antecedente all'adozione della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea e, a maggior ragione, all'entrata in vigore del Trattato di Lisbona, il quale – come è noto – ha attribuito alla Carta di Nizza lo stesso valore giuridico dei trattati (cfr. l'art. 6 T.U.E.).

³¹ La Corte costituzionale rileva infatti che la giurisprudenza in questione risulta difficilmente conciliabile con la natura sostanzialmente 'punitiva' degli illeciti di abuso di mercato: «[t]ale giurisprudenza, inoltre, non appare a questa Corte compiutamente in linea con la poc'anzi analizzata giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell'uomo, che pare invece riconoscere un'estensione ben maggiore al diritto al silenzio dell'incolpato, anche nell'ambito di procedimenti amministrativi funzionali all'irrogazione di sanzioni di natura "punitiva"» (§ 9.2. dell'ordinanza).

³² Cfr. il § 4.1. del presente lavoro.

³³ Cfr. il § 11.3.6.7 dell'ordinanza n. 3831/2018, nella parte in cui si ravvisa l'esistenza di «[...] una ipotesi di c.d. doppia pregiudizialità, in quanto la disposizione contenuta nell'articolo 187 quinquiesdecies T.U.F. dà luogo sia alle questioni di legittimità costituzionale indicate nei paragrafi 11.3.2, 11.3.3, 11.3.4 e 11.3.5 sia, e simultaneamente, ad una questione di compatibilità con il diritto dell'Unione e, segnatamente, con una disposizione (l'articolo 47) della CDFUE». La

dubbi interpretativi e di validità delle disposizioni europee in materia di repressione dei c.d. ‘*market abuse*’ (art. 14, § 3, della Direttiva M.A.D., e art. 30, § 1, lett. b), del Regolamento M.A.R.) alle questioni domestiche di legittimità costituzionale.

Nello specifico, attraverso due quesiti posti in via gradata, la Corte costituzionale ha domandato alla Corte di Giustizia: «*a) se l’art. 14, paragrafo 3, della direttiva 2003/6/CE, in quanto tuttora applicabile ratione temporis, e l’art. 30, paragrafo 1, lettera b), del regolamento (UE) n. 596/2014 debbano essere interpretati nel senso che consentono agli Stati membri di non sanzionare chi si rifiuti di rispondere a domande dell’autorità competente dalle quali possa emergere la propria responsabilità per un illecito punito con sanzioni amministrative di natura “punitiva”; b) se, in caso di risposta negativa a tale prima questione, l’art. 14, paragrafo 3, della direttiva*

scelta della Corte di Cassazione di dare priorità all’incidente di costituzionalità, in luogo dell’alternativa consistente nel rinvio pregiudiziale alla Corte di Giustizia dell’Unione europea, propedeutico a una successiva ed eventuale disapplicazione della disposizione contestata ovvero instaurazione del giudizio di costituzionalità (in caso di verifica con esito positivo della compatibilità europea dell’art. 187-*quinquiesdecies* T.U.F. con l’art. 47 C.D.F.U.E.), è stata motivata dall’adesione al paradigma espresso dalla Corte costituzionale nella sentenza 14 dicembre 2017, n. 269 (sulla quale cfr. il commento di A. BARBERA, *La Carta dei diritti: per un dialogo tra la Corte italiana e la Corte di Giustizia*, in *Quad. cost.*, 2018, I, 149 ss.), ove – superando una precedente e costante interpretazione (cfr., quantomeno, Corte cost., 12 maggio 2017, n. 111; Id., ord. 2 marzo 2017, n. 48; Id., ord. 18 luglio 2013, n. 207) – si è stabilito che «[...] laddove una legge sia oggetto di dubbi di illegittimità tanto in riferimento ai diritti protetti dalla Costituzione italiana, quanto in relazione a quelli garantiti dalla Carta dei diritti fondamentali dell’Unione europea in ambito di rilevanza comunitaria, debba essere sollevata la questione di legittimità costituzionale, fatto salvo il ricorso, al rinvio pregiudiziale per le questioni di interpretazione o di invalidità del diritto dell’Unione, ai sensi dell’art. 267 del TFUE». Sul tema della doppia pregiudizialità, quale questione caratterizzante i sistemi giuridici ‘multilivello’, cfr., quantomeno, A. RUGGERI, *Il giudice e la doppia pregiudizialità: istruzioni per l’uso*, in *Federalismi.it*, n. 6/2021; S. CATALANO, *Rinvio pregiudiziale nei casi di doppia pregiudizialità. Osservazioni a margine dell’opportuna scelta compiuta con l’ordinanza n. 117 del 2019 della Corte costituzionale*, in *Oss. cost.*, 2019, IV, 157 ss.; G. MARRA - M. VIOLA, *La doppia pregiudizialità in materia di diritti fondamentali*, in *Dir. pen. cont.*, 2019, VII-VIII, 143 ss.; G. REPETTO, *Il significato europeo della più recente giurisprudenza della Corte Costituzionale sulla doppia pregiudizialità in materia di diritti fondamentali*, in *Riv. AIC*, 2019, IV, 1 ss.

2003/6/CE, in quanto tuttora applicabile ratione temporis, e l'art. 30, paragrafo 1, lettera b), del Regolamento (UE) n. 596/2014 siano compatibili con gli artt. 47 e 48 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea, anche alla luce della giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell'uomo in materia di art. 6 CEDU e delle tradizioni costituzionali comuni agli Stati membri, nella misura in cui impongono di sanzionare anche chi si rifiuti di rispondere a domande dell'autorità competente dalle quali possa emergere la propria responsabilità per un illecito punito con sanzioni amministrative di natura "punitiva"».

2.3. (Segue): La Corte di Giustizia e l'interpretazione del 'diritto derivato' (Direttiva M.A.D. e regolamento M.A.R.) in conformità al diritto europeo primario (artt. 47 e 48 C.D.F.U.E.)

La Grande Sezione della Corte di Giustizia dell'Unione europea, con sentenza del 2 febbraio 2021 (in causa C-481/19)³⁴, ha risolto la questione pregiudiziale sottoposta dalla Corte costituzionale italiana dichiarando che le disposizioni di diritto derivato oggetto dei quesiti (art. 14, § 3, della Direttiva M.A.D., e art. 30, § 1, lett. b), del Regolamento M.A.R.) debbono essere lette alla luce degli artt. 47 e 48 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea ed essere interpretate nel senso che esse «[...] consentono agli Stati membri di non sanzionare una persona fisica, la quale, nell'ambito di un'indagine svolta nei suoi confronti dall'autorità competente a titolo di detta direttiva o di detto regolamento, si rifiuti di fornire a tale autorità risposte che possano far emergere la sua responsabilità per un illecito passibile di sanzioni amministrative aventi carattere penale oppure la sua responsabilità penale».

In particolare, la Corte ha evidenziato che gli artt. 47, § 2, e 48 C.D.F.U.E. ricomprendono nel fascio di garanzie che i singoli Stati membri devono assicurare – laddove agiscano in attuazione del diritto euro-unitario – il diritto al silenzio della persona 'imputata'. Ciò, in linea con una ricostruzione del contenuto dei suddetti articoli conforme

³⁴ Sulle conclusioni depositate dall'Avvocato generale della Corte di giustizia dell'Unione europea Priit Pikamäe in data 27 ottobre 2020 cfr. A. SAKELLARAKI, *Halcyon Days for the Right to Silence: AG Pikamäe's Opinion in Case DB v. Consob*, in *European Papers*, 2020, III, 1543 ss.

agli *standard* di tutela (o ‘soglie di protezione minima’) fissati dalla Corte Edu in relazione alle garanzie sancite dall’art. 6 CEDU, il cui § 3 dispone che «[i] *diritti fondamentali, garantiti dalla Convenzione europea per la salvaguardia dei diritti dell’uomo e delle libertà fondamentali e risultanti dalle tradizioni costituzionali comuni agli Stati membri, fanno parte del diritto dell’Unione in quanto principi generali*»; e dall’art. 52, § 3, della C.D.F.U.E., il quale prevede che «[I] *addove la presente Carta contenga diritti corrispondenti a quelli garantiti dalla Convenzione europea per la salvaguardia dei Diritti dell’Uomo e delle Libertà fondamentali, il significato e la portata degli stessi sono uguali a quelli conferiti dalla suddetta Convenzione*» (fatta salva, ovviamente, la possibilità di introdurre livelli ulteriori di tutela).

Secondo i giudici del Lussemburgo, atteso il rango primario della Carta di Nizza, avente lo stesso valore giuridico dei Trattati, ne discende sul piano interpretativo il *favor* per una lettura del diritto derivato che – tra le plurime opzioni esegetiche in astratto prospettabili – non ne comprometta la validità, e dunque risulti compatibile con le fonti di grado gerarchico superiore.

Applicando queste coordinate ermeneutiche al caso di specie, i giudici del Lussemburgo hanno concluso che tanto l’art. 14, § 3, della Direttiva 2003/6/CE, quanto l’art. 30, § 1, lett. b), del Regolamento n. 596/2014, non impongono in via espressa agli Stati membri di prevedere l’irrogazione di sanzioni a carico delle persone fisiche che, seppure passibili di successiva incriminazione formalmente o sostanzialmente penale, si rifiutino – in sede di audizione – di fornire risposte suscettibili di far emergere la propria responsabilità. Di talché, è ammissibile un’interpretazione conforme con il diritto europeo primario, e segnatamente con la garanzia del diritto al silenzio di cui al combinato disposto degli artt. 47, § 2, e 48 della Carta di Nizza, tale per cui gli Stati membri non possano sanzionare una persona fisica per la condotta consistente nella volontà di rimanere silenti al cospetto delle autorità di vigilanza onde evitare di concorrere alla propria incriminazione con riferimento a sanzioni formalmente o sostanzialmente penali.

2.4. (Segue): *La Corte costituzionale impone il rispetto del diritto al silenzio alle autorità di vigilanza dei mercati finanziari (Consob e Banca d’Italia), ma entro certi limiti*

A seguito della sentenza della Corte di Giustizia, la Corte costituzionale italiana ha definito il giudizio di legittimità costituzionale con sentenza interpretativa di accoglimento n. 84 del 2021. Nello specifico, è stata dichiarata l'illegittimità costituzionale dell'art. 187-*quinquiesdecies* T.U.F., nella versione vigente – *ratione temporis* – all'epoca dei fatti oggetto del giudizio *a quo* (i.e. la disposizione come introdotta dall'art. 9, co. 3, lett. b), della l. n. 62/2005) e nella formulazione modificata per effetto delle sopravvenienze normative di cui all'art. 24, co. 1, lett. c), del d.l. n. 179/2012 e dell'art. 5, co. 3, del d.lgs. n. 129/2017, nella parte in cui «[...] si applica anche alla persona fisica che si sia rifiutata di fornire alla Banca d'Italia o alla CONSOB risposte che possano far emergere la sua responsabilità per un illecito passibile di sanzioni amministrative di carattere punitivo, ovvero per un reato».

Al fine di giustificare questa conclusione, la Consulta ha respinto innanzitutto l'eccezione erariale secondo cui l'art. 220 disp. att. c.p.p.³⁵, così come interpretato dalla giurisprudenza di legittimità, offrirebbe di per sé una protezione sufficiente per il soggetto sottoposto a poteri di natura ispettiva o di vigilanza, ossia l'inutilizzabilità delle dichiarazioni auto-incriminanti rese in difetto delle piene garanzie difensive. A tale riguardo, il Giudice delle leggi ha affermato che le dichiarazioni ottenute dall'amministrazione, sotto la minaccia di una sanzione per mancata cooperazione, sebbene non utilizzabili in via 'diretta' in un successivo processo penale³⁶, possono comunque offrire alla medesima autorità di vigilanza o al pubblico ministero 'spunti' per lo svolgimento di autonome attività ispettive finalizzate a raccogliere ulteriori elementi a supporto dell'inculpazione. Il che si verificherebbe sia nel caso in cui dette attività siano svolte in un ambiente 'formalmente' penale; sia nelle

³⁵ Art. 220 disp. att. c.p.p. ('Attività ispettive e di vigilanza'): «[q]uando nel corso di attività ispettive o di vigilanza previste da leggi o decreti emergono indizi di reato, gli atti necessari per assicurare le fonti di prova e raccogliere quant'altro possa servire per l'applicazione della legge penale sono compiuti con l'osservanza delle disposizioni del codice».

³⁶ Per ogni approfondimento sull'utilizzabilità nell'ambito del processo penale delle prove amministrative c.d. extra-costituite cfr., per tutti, R. ORLANDI, *Atti e informazioni della autorità amministrativa nel processo penale. Contributo allo studio delle prove extracostituite*, Milano, 1992.

differenti ipotesi in cui vengano esercitate nell'ambito di procedimenti diretti all'applicazione di sanzioni amministrative di carattere 'sostanzialmente' penale.

Nel merito, la declaratoria di incostituzionalità è fondata sui parametri *ex artt.* 24 e 117 Cost., quest'ultimo in relazione alle norme interposte di cui agli artt. 6 CEDU, 14, § 3, lett. g), del Patto internazionale sui diritti civili e politici e 47 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea³⁷.

Le suddette disposizioni costituzionali e sovranazionali rappresentano – anche per l'effetto di un'interpretazione in combinato disposto o, comunque, con finalità di reciproca integrazione e completamento – un adeguato supporto per l'estensione della garanzia del diritto al silenzio ai procedimenti amministrativi sanzionatori di carattere punitivo, qual è quello preordinato alla repressione degli illeciti di abusi di mercato di competenza della Consob³⁸. Di talché, con riguardo alla portata del riconosciuto diritto al silenzio, la Corte costituzionale, in linea con la ricostruzione offerta dalla Corte di Giustizia dell'Unione europea, ha ritenuto di dover concludere il giudizio con la declaratoria d'illegittimità costituzionale dell'art. 187-*quinquiesdecies* T.U.F. nella parte in cui la locuzione 'chiunque', *ivi* prevista, venga utilizzata per sanzionare coloro che si rifiutino di rispondere a domande formulate dalle autorità di vigilanza (Consob e Banca d'Italia) onde evitare dichiarazioni *contra se* utilizzabili dalle

³⁷ Rimane, invece, assorbita la questione formulata dall'ordinanza di remissione con riferimento all'art. 111 Cost.

³⁸ Basti il richiamo, tra i precedenti della Corte costituzionale italiana, alle sentenze n. 112 del 10 maggio 2019, concernente le questioni di costituzionalità sollevate in relazione all'estensione della confisca per equivalente *ex art.* 187-*sexies* T.U.F. ai 'mezzi' oltre che al 'profitto'; n. 63 del 21 marzo 2019, concernente le questioni di costituzionalità sollevate in relazione alla (ir)retroattività della dequintuplicazione degli importi sanzionatori di cui all'art. 187-*bis* T.U.F. (come novellato dall'art. 6, co. 2, del d.lgs. 12 maggio 2015, n. 72); n. 223 del 5 dicembre 2018, concernente le questioni di costituzionalità sollevate in relazione alla retroattività della confisca per equivalente *ex art.* 187-*sexies* T.U.F. rispetto alle violazioni commesse anteriormente alla data di entrata in vigore della l. n. 62/2005, laddove il complessivo trattamento sanzionatorio risulti in concreto più sfavorevole se comparato a quello applicabile in base alla disciplina previgente; n. 68 del 7 aprile 2017, nella parte in cui è stata acclarata la funzione 'punitiva' propria della confisca per equivalente *ex art.* 187-*sexies*, con conseguente riconoscimento dell'applicabilità dell'art. 25, co. II, Cost. in punto di divieto di retroattività in *peius*.

autorità competenti a fondamento di eventuali e successive contestazioni di illeciti di carattere (formalmente o sostanzialmente) penale.

Viceversa, la Corte costituzionale ha precisato come il riconoscimento della suddetta garanzia non implichi – come suo corollario – la legittimità di condotte di natura ostruzionistica nei confronti delle attività di vigilanza, quali il rifiuto a presenziare all’audizione ovvero la sua sistematica richiesta di rinvio con finalità meramente dilatoria³⁹; e neppure facoltizzi condotte di natura omissiva per quanto concerne la consegna di dati, documenti e registrazioni *ex art. 187-octies*, co. 3 e 4, T.U.F. (il che non è di poco conto: è appena il caso di notare, a questo riguardo, che i documenti costituiscono spesso la principale fonte di prova nell’ambito dell’attività di vigilanza svolta dalla Consob e dalla Banca d’Italia, ma anche dall’Agcm e da altre autorità amministrative indipendenti, stante l’elevato tecnicismo che connota le attività vigilate).

Insomma, il diritto al silenzio così enucleato si sostanzia nell’assenza di ‘soli’ obblighi di collaborazione ‘dichiarativi’, senza che da ciò si possa inferire anche l’assenza di obblighi di collaborazione di altro genere.

D’altro canto, la Corte di Cassazione ha già propugnato un’interpretazione restrittiva del diritto al silenzio nei procedimenti sanzionatori avviati da Consob e Banca d’Italia, sostenendo che esso non ricomprenderebbe sempre anche il ‘diritto di mentire’

³⁹ Diversa, invece, la rilevanza della questione con riguardo alla soluzione della fattispecie concreta da cui è originato il giudizio di costituzionalità di cui si discute. In detta situazione, infatti, difettava il riconoscimento della garanzia del diritto al silenzio, con la conseguenza che il Sig. D.B. – qualora si fosse presentato all’audizione disposta dalla Consob – sarebbe stato in ogni caso passibile di sanzione (o per omessa collaborazione all’attività di vigilanza, in caso di silenzio, ovvero sul piano amministrativo e penale, per effetto di eventuali dichiarazioni dalla valenza auto-accusatoria). Cfr. il § 2.1. della sentenza della Corte cost. in commento, ove si riprende l’argomento (già anticipato nell’ordinanza di rimessione n. 117/2019) per cui «[...] *nella valutazione della sanzionabilità del ritardo di D. B. nel presentarsi all’audizione disposta dalla CONSOB, ben potrebbe il giudice del procedimento a quo valorizzare la circostanza che il diritto al silenzio non era, all’epoca, garantito; e che pertanto il ricorrente – presentandosi all’audizione – si sarebbe trovato di fronte all’alternativa tra rendere in quella sede dichiarazioni potenzialmente autoaccusatorie, ovvero rischiare di essere sanzionato per il rifiuto di rendere tali dichiarazioni*».

(pacificamente riconosciuto, viceversa, come un riflesso del diritto al silenzio nell'ordinamento penale⁴⁰), dal momento che l'art. 187-*quinquiesdecies* T.U.F. sanziona pur sempre i comportamenti ostruzionistici che cagionino indebiti ritardi allo svolgimento dell'attività di vigilanza: sicché, secondo la Cassazione «[s]arebbe [...] palesemente distonico, in un sistema che sanziona il rifiuto di presentarsi ad un'audizione o di consegnare dati e documenti, ritenere non sanzionabile un mendacio che, orientando la Consob verso piste false o inducendola a compiere investigazioni inutili produca l'effetto di ostacolare o ritardare indebitamente l'attività di indagine»⁴¹. A essere non punibile sarebbe dunque solo il mendacio che si risolve nella mera negazione di circostanze vere di cui l'autorità di vigilanza chieda conferma: solo in tal caso, infatti, il mendacio produrrebbe sull'indagine in corso un effetto analogo al rifiuto di rispondere, ossia quello di lasciare in capo all'autorità amministrativa l'onere di ricercare altrove la prova delle circostanze oggetto della richiesta di conferma⁴².

3. Dal riconoscimento del diritto al silenzio alla sua 'effettività': la necessaria implementazione di obblighi di natura informativa da parte delle autorità amministrative di vigilanza

⁴⁰ Cfr. l'art. 384 c.p.

⁴¹ Cfr. Cass. civ., sez. II, 11 febbraio 2022, n. 4522.

⁴² Cfr., nuovamente, Cass. civ. n. 4522/2022, ove è enunciato il seguente principio di diritto: «[a]i sensi dell'art. 187 *quinquiesdecies* T.U.F., quale risultante all'esito della sentenza C. Cost. n. 84/2021, la condotta della persona fisica la quale - richiesta di fornire informazioni alla CONSOB nel quadro dell'attività di vigilanza svolta da quest'ultima e funzionale alla scoperta di illeciti e alla individuazione dei responsabili, ovvero, a fortiori, nell'ambito di un procedimento sanzionatorio formalmente aperto nei suoi confronti - abbia dato risposte mendaci a domande, formulate in sede di audizione o per iscritto, dalle quali sarebbe potuta emergere una sua responsabilità per un illecito amministrativo sanzionato con misure di carattere punitivo, o addirittura una sua responsabilità di carattere penale, non è sanzionabile solo se tale mendacio si risolve nella mera negazione di circostanze vere di cui la CONSOB chieda conferma; in tal caso, infatti, il mendacio produce sull'indagine il medesimo effetto del rifiuto di rispondere, ossia quello di lasciare a carico della CONSOB l'onere di ricercare aliunde la prova delle circostanze oggetto della richiesta di conferma; senza, quindi, alcuna indebita causazione di ulteriori ostacoli o ritardi dell'attività di indagine».

È noto che i diritti, affinché siano realmente tali, richiedono non soltanto un riconoscimento formale da parte di costituzioni o altri ‘documenti solenni’, ma soprattutto una tutela in concreto conforme ai canoni di pienezza ed effettività. Diversamente, la fonte normativa che sancisce un dato diritto finisce con l’assumere il mero significato di ‘*Papier Stück*’⁴³.

Sicché l’affermazione, da parte della Corte costituzionale, del principio ‘*nemo tenetur se detegere*’ con riguardo alle potestà amministrative sanzionatorie di carattere ‘punitivo’ non rappresenta un punto di arrivo, quanto piuttosto un fondamentale momento di partenza nella logica della garanzia in concreto dei diritti. È chiaro, infatti, che occorrerà ragionare sulle modalità operative per rendere effettivo il riconosciuto diritto al silenzio al cospetto delle potestà amministrative preordinate all’accertamento di illeciti di abuso di mercato.

A tale riguardo, la Corte costituzionale ha ritenuto – nel rispetto della discrezionalità del legislatore – di non intervenire sulla disciplina normativa con una pronuncia additiva. Del resto, la questione di legittimità costituzionale verteva unicamente sull’obbligo, ricavabile dalla formulazione letterale dell’art. 187-*quinquiesdecies* T.U.F., di sanzionare i soggetti che si rifiutino di rispondere alle domande poste in sede di audizione rivendicando la titolarità del diritto al silenzio.

Di conseguenza, la Corte ha correttamente preferito rimettere «[...] *al legislatore la più precisa declinazione delle ulteriori modalità di tutela di tale diritto [...] rispetto alle attività istituzionali della Banca d’Italia e della CONSOB, in modo da meglio calibrare tale tutela rispetto alle specificità dei procedimenti che di volta in volta vengono in considerazione, nel rispetto dei principi discendenti dalla Costituzione, dalla Convenzione europea dei diritti dell’uomo e dal diritto dell’Unione europea*». Peraltro, la Consulta ha precisato che tali modalità di tutela non devono essere «[...] *necessariamente coincidenti*

⁴³ Cfr. F. LASSALLE, *Über Verfassungswesen*, in ID., *Gesammelte Reden und Schriften*, II, Berlin, 1919, 25 ss., il quale, alla conferenza berlinese del 16 aprile 1862 organizzata dall’Associazione liberal-progressista, sostenne la tesi secondo cui la componente vitale di una costituzione è data dal complesso dei rapporti di forza materialmente esistenti. Per un commento cfr. K. HESSE, *Die normative Kraft der Verfassung*, Tübingen 1959, nella traduzione italiana a cura di P. COSTA, *La forza normativa della Costituzione*, Seregno, 2008, 11.

con quelle che vigono nell'ambito del procedimento e del processo penale».

A questo proposito, seppure nella consapevolezza del carattere *de jure condendo* delle considerazioni a seguire, si ritiene che per assicurare effettività al principio del '*nemo tenetur se detegere*' sia necessario implementare specifici obblighi di natura informativa – sul modello del noto '*Miranda warning*'⁴⁴ – a carico delle autorità

⁴⁴ Per quanto concerne il sistema penale in senso stretto, il codice di procedura penale contiene alcune regole di tenore applicativo concernenti il 'diritto al silenzio'. Cfr., in particolare, l'art. 63, co. 1, c.p.p. in tema di dichiarazioni c.d. 'indizianti' («[s]e davanti all'autorità giudiziaria o alla polizia giudiziaria una persona non imputata ovvero una persona non sottoposta alle indagini rende dichiarazioni dalle quali emergono indizi di reità a suo carico, l'autorità procedente ne interrompe l'esame, avvertendola che a seguito di tali dichiarazioni potranno essere svolte indagini nei suoi confronti e la invita a nominare un difensore. Le precedenti dichiarazioni non possono essere utilizzate contro la persona che le ha rese»); l'art. 64, co. 3, lett. a) e b), c.p.p., per quanto concerne l'interrogatorio della persona sottoposta a indagini («[p]rima che abbia inizio l'interrogatorio, la persona deve essere avvertita che: a) le sue dichiarazioni potranno sempre essere utilizzate nei suoi confronti; b) salvo quanto disposto dall'articolo 66, comma 1, ha facoltà di non rispondere ad alcuna domanda, ma comunque il procedimento seguirà il suo corso»); l'art. 198, co. 2, c.p.p., relativamente agli obblighi del testimone («[i]l testimone non può essere obbligato a deporre su fatti dai quali potrebbe emergere una sua responsabilità penale»). Sul piano europeo, cfr. l'art. 3, § 1, lett. e), della Dir. 2012/13/UE sul 'diritto all'informazione nei procedimenti penali' («[g]li Stati membri assicurano che alle persone indagate o imputate siano tempestivamente fornite le informazioni concernenti almeno i seguenti diritti processuali, ai sensi del diritto nazionale, onde consentire l'esercizio effettivo di tali diritti: [...] e) il diritto al silenzio»); e il trentunesimo e trentaduesimo considerando della Dir. 2016/343/UE sul 'rafforzamento di alcuni aspetti della presunzione di innocenza e del diritto di presenziare al processo nei procedimenti penali' («31. Gli Stati membri dovrebbero prendere in considerazione la possibilità di garantire che, quando gli indagati o imputati ricevono informazioni sui loro diritti a norma dell'articolo 3 della direttiva 2012/13/UE, siano informati anche in merito al diritto di non autoincriminarsi, come applicabile a norma del diritto nazionale conformemente alla presente direttiva. 32. Gli Stati membri dovrebbero prendere in considerazione la possibilità di garantire che, quando gli indagati o imputati ricevono la comunicazione dei diritti a norma dell'articolo 4 della direttiva 2012/13/UE, tale comunicazione contenga anche informazioni in merito al diritto di non autoincriminarsi, come applicabile a norma del diritto nazionale conformemente alla presente direttiva»). Cfr., anche, il § 2.4. del 'Libro verde sulla presunzione di non colpevolezza' del 26 aprile 2006 (Com/2006/0174), ove si chiarisce che «[l]a presunzione di non colpevolezza comprende il diritto di evitare l'autoincriminazione, diritto fondato sul diritto al

amministrative di vigilanza. Una siffatta *disclosure* delle facoltà e dei diritti spettanti a ogni singolo soggetto coinvolto da attività amministrative a elevato rischio auto-accusatorio dovrebbe inevitabilmente precedere l'esercizio delle singole funzioni in materia sanzionatoria⁴⁵: il diritto al silenzio, invero, non ammette tutela differita, posto che una mancata protezione *ab initio* equivale – di per

silenzio e a non essere obbligato a fornire prove di colpevolezza. Si tratta, in altri termini, di applicare l'antica massima nemo tenetur prodere seipsum (nessuno può essere obbligato ad accusare se stesso). L'imputato può rifiutarsi di rispondere alle domande e produrre elementi probatori. La Corte europea dei diritti dell'uomo ha ritenuto che, pur se non espressamente menzionato nella Convenzione europea per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali, il diritto di non autoincriminarsi è generalmente riconosciuto ed è parte integrante del concetto di "giusto processo". Esso protegge l'imputato contro un'indebita coazione delle autorità, riducendo il rischio di errori giudiziari e consacrando il principio della parità delle armi. L'accusa deve provare il suo teorema accusatorio senza ricorrere a prove ottenute mediante l'uso della forza o la coazione psicologica. La sicurezza e l'ordine pubblico non possono giustificare la soppressione di tali diritti che sono reciprocamente connessi, per cui ogni coazione intesa ad ottenere una prova incriminatrice costituisce violazione del diritto al silenzio. Ad esempio, lo Stato viola il diritto al silenzio dell'imputato se cerca di costringerlo a fornire dichiarazioni bancarie agli ispettori delle dogane. La costrizione a cooperare con le autorità durante le indagini preliminari può violare il diritto di non autoincriminarsi e compromettere l'imparzialità di ogni successiva udienza».

⁴⁵ In questo senso, molto chiaramente, V. GREVI, *Nemo tenetur se detegere*, cit., 91, secondo cui «[...] gli ordinamenti maggiormente progrediti in rapporto alla salvaguardia dei diritti dell'individuo sottoposto a processo tendono ormai a riconoscere come per una concreta attuazione del "nemo tenetur se detegere" non basti che venga esclusa la punibilità della reticenza o della menzogna dell'imputato, e nemmeno che venga proclamato ex lege il suo diritto di non rilasciare dichiarazioni autoincriminatrici, essendo invece necessario che l'imputato medesimo venga informato di quel diritto prima dell'interrogatorio, così da garantirgli piena consapevolezza delle proprie "possibilità" difensive». Con riguardo alla giurisprudenza convenzionale, è importante il richiamo alla sentenza della Corte Edu, 24 ottobre 2013, 'Navone e altri c. Monaco', nella parte in cui (§ 71) si riconnette al principio del 'nemo tenetur se detegere' il diritto a ricevere una specifica informativa prima dell'avvio di un interrogatorio («[s] 'agissant plus particulièrement du droit de ne pas contribuer à sa propre incrimination et du droit de garder le silence lors d'un interrogatoire de police, la Cour rappelle qu'il s'agit de normes internationales généralement reconnues et qui sont au cœur de la notion de procès équitable. Ils ont notamment pour finalité de protéger l'accusé contre une coercition abusive de la part des autorités et, ainsi, d'éviter les erreurs judiciaires et d'atteindre les buts de l'article 6 de la Convention»).

sé – a una negazione o, comunque, a una grave violazione del diritto medesimo⁴⁶.

E neppure la previsione di forme di inutilizzabilità *ex post* sul piano probatorio delle dichiarazioni rese in difetto di informativa potrebbe assumere una valenza correttiva rispetto a eventuali lacune. Il principio del ‘*nemo tenetur se detegere*’ non dovrebbe insomma tollerare dequotazioni o misure di natura compensativa⁴⁷, dal momento che ogni dichiarazione *contra se*, quand’anche non direttamente utilizzabile a fondamento dell’‘incolpazione’, offrirebbe comunque all’autorità procedente dati informativi – quantomeno sotto forma di ‘spunti investigativi’ – per l’esercizio di autonomi e ulteriori poteri di indagine: dal che, conseguirebbe una forma (seppure indiretta) di concorso del potenziale trasgressore all’onere della prova gravante sull’accusa⁴⁸.

A questa impostazione si potrebbe obiettare che le esigenze di tutela del buon andamento dell’azione amministrativa, dell’interesse pubblico all’efficiente e trasparente funzionamento dei mercati, e le ragioni di

⁴⁶ Cfr., in tal senso, Corte cost. n. 84/2021 (§ 3.6 del *Considerato in diritto*), ove si è precisato che la garanzia del diritto al silenzio debba «[...] potersi necessariamente esplicitare anche in una fase antecedente alla instaurazione del procedimento sanzionatorio, e in particolare durante l’attività di vigilanza svolta dall’autorità, al fine di scoprire eventuali illeciti e di individuarne i responsabili».

⁴⁷ Sia consentito il rinvio a M. ALLENA, *Le sanzioni amministrative tra garanzie costituzionali e convenzionali europee*, cit., 377, ove si evidenzia – in termini generali – che «[...] non tutte le garanzie sono compensabili in un momento successivo (si pensi, per es., al diritto dell’individuo a essere informato nel più breve tempo possibile e in una lingua a lui comprensibile e in modo dettagliato, di una accusa penale a suo carico, sancito dall’art. 6, § 3, lett. a)».

⁴⁸ In dottrina, cfr. G. UBERTIS, *Principi di procedura penale europea*, 2° ed., Milano, 2009, 59 («[s]arebbe contraddittorio pretendere un contributo alla ricerca della verità da parte di chi va presunto estraneo al fatto per cui si procede»); e F. ZACCHÈ, *Gli effetti della giurisprudenza europea in tema di privilegio contro le autoincriminazioni e diritto al silenzio*, cit., 182 («[p]erché un processo sia equo, dunque, la Corte europea esige che gli organi statali, nel procedere alla raccolta delle informazioni dal prevenuto, rispettino la sua decisione di non collaborare alla ricostruzione giudiziale dell’illecito penale»). Nella giurisprudenza convenzionale cfr., per tutte, Corte Edu, 21 dicembre 2000, ‘*Quinn c. Irlanda*’, ove si chiarisce (§ 40) che «[t]he right not to incriminate oneself, in particular, presupposes that the prosecution in a criminal case seek to prove their case against the accused without resort to evidence obtained through methods of coercion or oppression in defiance of the will of the accused. In this sense the right in question is closely linked to the presumption of innocence contained in Article 6 § 2 of the Convention».

tutela del risparmio *ex art. 47 Cost.*, richiedano – nell’ottica di un bilanciamento tra diritti di rango costituzionale – una protezione limitata o, comunque, differita del diritto al silenzio, onde non pregiudicare l’efficacia delle attività ispettive e di vigilanza (vale a dire, nel caso di specie, l’*enforcement* della regolazione diretta a prevenire condotte di *market abuse*)⁴⁹.

Cionondimeno, anche se le asimmetrie informative sono alquanto marcate nelle attività relative ai mercati finanziari, non si può disconoscere che il diritto di difesa, con tutti i relativi corollari, esige nel giudizio di bilanciamento costituzionale – in quanto diritto fondamentale dell’individuo – una protezione rafforzata rispetto a diritti o interessi di livello non eguale. Il che dovrebbe impedire di legittimare forme di significativa compressione o, comunque, limitazioni del diritto al silenzio giustificate da esigenze di funzionalità dell’attività amministrativa.

Il punto centrale della riflessione giuridica sul tema diviene, dunque, il seguente: se gli illeciti in materia di abusi di mercato sono qualificati come sostanzialmente punitivi, e quindi afferenti alla materia penale nell’ottica CEDU, allora deve essere necessariamente rispettato, in conformità ai canoni di pienezza e di effettività, il nucleo delle garanzie difensive fondamentali, tra le quali è senza dubbio ricompreso il principio del ‘*nemo tenetur se detegere*’⁵⁰. Diversamente opinando, occorrerebbe accettare – seppure implicitamente – che i processi di depenalizzazione possano tradursi in una ‘truffa delle etichette’, comportando una (non consentita) sottrazione *de facto* delle garanzie di

⁴⁹ In ciò potrebbe ravvisarsi uno degli obiettivi sottesi alla ‘scelta di fondo’ compiuta dal legislatore italiano in occasione dell’introduzione della l. n. 689/1981, come è efficacemente ricordato da F. VIGANÒ, *Garanzie penalistiche e sanzioni amministrative*, cit., 1791: «[...] a fronte della minore afflittività e dell’assenza di stigma caratteristico delle sanzioni amministrative, giustificato dal minor disvalore degli illeciti, l’ordinamento mira qui ad ottenere una risposta sanzionatoria efficiente e spedita, non rallentata e ostacolata dalle garanzie che circondano il processo penale; e ciò con l’obiettivo di massimizzare l’efficacia general-preventiva della sanzione».

⁵⁰ In proposito, O. MAZZA, *L’interrogatorio e l’esame dell’imputato nel suo procedimento*, in G. UBERTIS - G.P. VOENA (diretto da), *Trattato di procedura penale*, VII.1, Milano, 2004, 388, definisce la facoltà di non auto-incriminarsi come «[...] garanzia insopprimibile in qualunque rapporto con i pubblici poteri».

cui agli artt. 6 e 7 CEDU, sul piano convenzionale, e 24 Cost., sul piano domestico.

È tuttavia noto come la discrezionalità dei legislatori nazionali nel rimediare alla patologica ipertrofia dei sistemi (formalmente) penali, introducendo allo scopo procedimenti sanzionatori di carattere amministrativo, sia irrilevante dal punto di vista dei diritti sanciti dalla CEDU, così come interpretati dalla relativa Corte⁵¹: anche in questi casi, infatti, la Convenzione assume pur sempre il ruolo di ‘standard minimo’ di tutela comune⁵².

⁵¹ Sull’elaborazione autonoma delle nozioni di ‘accusa’ e ‘materia penale’ a fini CEDU cfr., per tutti, G. UBERTIS, *L’autonomia linguistica della Corte di Strasburgo*, in *Arch. Pen.*, 2012, I, 21 ss.

⁵² Cfr. Corte cost., 26 marzo 2015, n. 49, nella parte in cui si chiarisce – con riguardo ai criteri di valutazione della natura penale di una sanzione – che «[...] la Corte EDU, fin dalle sentenze 8 giugno 1976, *Engel contro Paesi Bassi*, e 21 febbraio 1984, *Öztürk contro Germania*, ha elaborato peculiari indici per qualificare una sanzione come una “pena” ai sensi dell’art. 7 della CEDU, proprio per scongiurare che i vasti processi di decriminalizzazione, avviati dagli Stati aderenti fin dagli anni 60 del secolo scorso, potessero avere l’effetto di sottrarre gli illeciti, così depenalizzati, alle garanzie sostanziali assicurate dagli artt. 6 e 7 della CEDU (sentenza 21 febbraio 1984, *Öztürk contro Germania*). Non è stata perciò posta in discussione la discrezionalità dei legislatori nazionali di arginare l’ipertrofia del diritto penale attraverso il ricorso a strumenti sanzionatori reputati più adeguati, e per la natura della sanzione comminata, e per i profili procedurali semplificati connessi alla prima sede amministrativa di inflizione della sanzione. Piuttosto, si è inteso evitare che per tale via andasse disperso il fascio delle tutele che aveva storicamente accompagnato lo sviluppo del diritto penale, e alla cui difesa la CEDU è preposta». Nella giurisprudenza convenzionale cfr., quantomeno, Corte Edu, 19 novembre 2015, ‘*Mikhaylova c. Russia*’, nella parte in cui (§ 53) si afferma che «[t]he Convention is not opposed to the moves towards ‘decriminalization’ which are taking place - in extremely varied forms - in the member States of the Council of Europe. Nevertheless, if the Contracting States were able at their discretion, by classifying an offence as ‘regulatory’ instead of criminal, to exclude the operation of the fundamental clauses of Articles 6 and 7 of the Convention, this might lead to results incompatible with the object and purpose of the Convention»; e Id., 21 febbraio 1984, ‘*Öztürk c. Germania*’, ove si chiarisce (§ 49) che «[t]he Convention is not opposed to States, in the performance of their task as guardians of the public interest, both creating or maintaining a distinction between different categories of offences for the purposes of their domestic law and drawing the dividing line, but it does not follow that the classification thus made by the States is decisive for the purposes of the Convention». Del resto, come è stato osservato (S. BUZZELLI, *Art. 6. Diritto a un equo processo*, in G. UBERTIS - F. VIGANÒ (a cura di), *Corte di Strasburgo e giustizia penale*, Torino, 2016, 133) «[...] l’autonomia ha una sua ragion d’essere: la lingua

E in ogni caso, a voler ritenere che le garanzie difensive siano fonte di inefficienza per un'efficace risposta sanzionatoria, si dovrebbe – *a fortiori* – giudicare del tutto inadeguato il sistema penale come metodo di accertamento delle responsabilità da reato⁵³. Ragion per cui, a queste obiezioni è possibile conclusivamente replicare nel senso che l'efficacia dell'azione delle autorità amministrative di vigilanza dovrebbe semmai essere garantita dall'ampio spettro di poteri istruttori (perquisizioni, sequestri, intercettazioni, *etc.*) di cui le stesse oggi dispongono⁵⁴, senza che ciò impedisca di assicurare – allo stesso tempo – una tutela rigorosa e anticipata del diritto al silenzio.

4. Una possibile 'vis expansiva' del diritto al silenzio alle persone giuridiche?

della giurisprudenza europea nasce, infatti, dalla necessità di superare frammentarismi di ogni tipo, attuando un progetto ridefinitorio a partire da termini essenziali come 'accusa' e 'materia penale'».

⁵³ M. ALLENA, *Le sanzioni amministrative tra garanzie costituzionali e convenzionali-europee*, cit., 381: «[...] l'idea che ci sia bisogno della collaborazione dell'incolpato perché la funzione sanzionatoria sia efficace è largamente discutibile: se non altro perché, a così ragionare, dovrebbe allora ritenersi inefficace il sistema penale tout court».

⁵⁴ Si pensi agli amplissimi poteri ispettivi di cui gode la Consob *ex art.* 187-*octies* T.U.F. e al rafforzamento dei poteri di indagine e sanzionatori dell'Agcm attuato dal d.lgs. 8 novembre 2021, n. 185 (emanato in attuazione della Direttiva UE 2019/1 del Parlamento europeo e del Consiglio dell'11 dicembre 2018, la quale ha dettato norme generali volte ad accrescere le garanzie di indipendenza, le risorse e i poteri di indagine e sanzionatori delle autorità garanti della concorrenza degli Stati membri). In particolare, attraverso talune modifiche apportate all'art. 14 della l. 10 ottobre 1990, n. 287, si prevede oggi che i funzionari incaricati di procedere alle ispezioni possano accedere a tutti i locali, terreni e mezzi di trasporto delle imprese, controllare i libri contabili e qualsiasi altro documento, fare o acquisire copie o estratti, chiedere a qualsiasi rappresentante o membro del personale spiegazioni su tali fatti o documenti e verbalizzarne le risposte, apporre sigilli a tutti i locali, libri e documenti per la durata dell'accertamento e nella misura necessaria allo stesso. La disposizione cit. prevede, altresì, che l'Agcm possa effettuare ispezioni anche fuori dei locali delle imprese o associazioni di imprese, incluse le abitazioni degli amministratori, dirigenti e altri membri del personale (in tal caso, i funzionari non possono apporre sigilli né chiedere informazioni e verbalizzare le risposte; inoltre, in forza del co. 2-*sexies*, l'accertamento ispettivo può essere eseguito solo se autorizzato con decreto motivato emesso dal procuratore della Repubblica del luogo ove deve svolgersi l'accesso).

4.1. (Segue): *La giurisprudenza della Corte di Giustizia in tema di diritto al silenzio e illeciti concorrenziali*

Secondo la sentenza n. 84/2021 della Corte costituzionale, la garanzia del diritto al silenzio nei procedimenti sanzionatori aventi carattere ‘penale’ resta confinata all’ipotesi in cui una persona fisica «[...] si sia rifiutata di fornire alla Banca d’Italia o alla CONSOB risposte che possano far emergere la sua responsabilità per un illecito passibile di sanzioni amministrative di carattere punitivo, ovvero per un reato»⁵⁵. Viceversa, la medesima garanzia non si estende alle persone giuridiche.

Questa conclusione, che riflette lo stato della giurisprudenza della Corte di Giustizia in materia di diritto al silenzio e illeciti concorrenziali (ove a essere coinvolte sono, appunto, persone giuridiche), suscita francamente alcune perplessità.

In effetti, i giudici del Lussemburgo, a partire dal caso ‘Orkem’ del 1989, pur avendo statuito che «[...] la Commissione non può [...] imporre all’impresa l’obbligo di fornire risposte attraverso le quali questa sarebbe indotta ad ammettere l’esistenza della trasgressione, che deve essere invece provata dalla Commissione»⁵⁶, hanno precisato che il diritto a non testimoniare contro se stessi non preclude alla Commissione di «[...] obbligare un’impresa a fornirle tutte le informazioni necessarie per quanto attiene ai fatti di cui quest’ultima sia a conoscenza ed a comunicarle, se del caso, i relativi documenti di cui sia in possesso»⁵⁷. E questo – si noti – pur potendo tali fatti e

⁵⁵ Cfr. il dispositivo della sentenza cit.

⁵⁶ C.G.U.E., 18 ottobre 1989, causa C-374/87, ‘Orkem v. Commissione’, § 35. L’orientamento è stato successivamente ripreso, tra le altre, da C.G.U.E., 29 giugno 2006, causa C-301/04 P, ‘Commissione v. SGL Carbon AG’, § 42; Id., 25 gennaio 2007, causa C-407/04 P, ‘Commissione v. Dalmine’, § 34; Id., 24 settembre 2009, cause riunite C-125/07 P, C-133/07 P, C-135/07 P e C-137/07 P, ‘Commissione v. Erste Group Bank AG’, § 271.

⁵⁷ Id., § 34. È significativo rilevare che la Corte di Giustizia, in questa sentenza, abbia precisato come dal tenore letterale dell’art. 6 CEDU e dalla giurisprudenza della Corte Edu non fosse ricavabile il diritto a non testimoniare contro se stessi. Tuttavia, in mancanza di un diritto al silenzio espressamente sancito dall’allora regolamento n. 17 del 1962, talune limitazioni al potere di indagine della Commissione erano ricavabili, ad avviso della Corte, dal diritto comunitario e, in specie, dalla necessità di garantire il rispetto del fondamentale diritto di difesa.

documenti successivamente «[...] *servire ad accertare che l'impresa stessa o un'altra impresa hanno tenuto un comportamento anticoncorrenziale*»⁵⁸. Ciò perché «[...] *nulla impedisce al destinatario di dimostrare, in un momento successivo nell'ambito del procedimento amministrativo o nel corso di un procedimento dinanzi al giudice comunitario, nell'esercizio dei suoi diritti di difesa, che i fatti esposti nelle risposte [...] hanno un significato diverso da quello considerato dalla Commissione*»⁵⁹.

Detto altrimenti, nel diritto della concorrenza le imprese hanno un 'dovere di collaborazione attiva' che comprende, oltre all'obbligo di mettere a disposizione i documenti richiesti⁶⁰, quello di fornire

⁵⁸ Id., § 34.

⁵⁹ Tribunale di primo grado (prima sezione ampliata), 20 febbraio 2001, in causa T-112/98, 'Commissione v. Mannesmannröhren-Werke AG', § 78. Cfr., inoltre, C.G.U.E., 29 giugno 2006, in causa C-301/04 P, 'Commissione v. SGL Carbon AG', § 49, con riferimento all'obbligo di produrre documenti che avrebbero potuto essere utilizzati dalla Commissione al fine di dimostrare l'esistenza di un'infrazione: «[p]eraltro, come correttamente rilevato dall'avvocato generale al paragrafo 67 delle conclusioni, se è pur vero che deve essere rispettato, evidentemente, il diritto della difesa, l'impresa interessata potrebbe ancora far valere, sia durante il procedimento amministrativo sia nel processo dinanzi ai giudici comunitari, che i documenti possiedono un senso diverso rispetto a quello loro attribuito dalla Commissione».

⁶⁰ Sul tema dei documenti cfr., emblematicamente, le conclusioni dell'Avvocato generale L.A. Geelhoed presentate il 19 gennaio 2006, in causa C-301/04P, 'Commissione delle Comunità europee c. SGL Carbon', § 67: «[i]nfine, occorre rilevare che l'interazione tra i diritti fondamentali delle persone giuridiche e le misure a garanzia della concorrenza continua a costituire un esercizio di ponderazione: sono in gioco la protezione dei diritti fondamentali, da un lato, e l'effettiva applicazione del diritto comunitario della concorrenza, dall'altro. Come ha dichiarato la Corte nella sentenza *Eco Swiss*, l'art. 81 CE costituisce una disposizione fondamentale indispensabile per l'adempimento dei compiti affidati alla Comunità e, in particolare, per il funzionamento del mercato interno. L'art. 81 CE è parte di una politica dell'ordine pubblico. Qualora la Commissione non potesse più chiedere la produzione di documenti, la sua azione di applicazione del diritto della concorrenza nell'ordinamento giuridico comunitario verrebbe a dipendere in larga misura dalla cooperazione volontaria o dall'uso di altri mezzi di coercizione, come ad esempio le verifiche senza preavviso. È ovvio che deve rimanere possibile l'applicazione effettiva, mediante strumenti ragionevoli, dei principi fondamentali dell'ordinamento comunitario ed è altrettanto ovvio che devono anche essere rispettati i diritti della difesa. A mio parere, vale la seconda osservazione. Allo stato attuale della giurisprudenza, il convenuto potrebbe ancora far valere, sia durante il

informazioni-dichiarazioni inerenti a circostanze di fatto eventualmente suscettibili di essere utilizzate dalla Commissione europea a fondamento di una successiva ‘accusa’ nei loro confronti.

Chiaro è, del resto, il ventitreesimo considerando del Regolamento CE n. 1/2003⁶¹, a tenore del quale le imprese, a seguito del formale avvio di un’istruttoria, sono tenute a fornire informazioni (non potendo opporre il ‘diritto al silenzio’) e a esibire documenti, pena la sottoposizione a sanzioni: «[n]el conformarsi a una decisione della Commissione le imprese non possono essere costrette ad ammettere di aver commesso un’infrazione, ma sono in ogni caso tenute a rispondere a quesiti concreti e a fornire documenti, anche se tali informazioni possono essere utilizzate per accertare contro di esse o contro un’altra impresa l’esistenza di un’infrazione».

Insomma, in materia concorrenziale il diritto al silenzio copre, di fatto, le sole risposte e le dichiarazioni che si configurino come confessione espressa di un illecito. Viceversa, a fronte di domande su questioni di ‘mero fatto’, le imprese non potrebbero opporre la garanzia del ‘*nemo tenetur*’.

Così, ad esempio, la Corte di Giustizia ha ritenuto lecite, oltre alla richiesta di produrre documenti (quali ordini del giorno, processi verbali, note interne, *etc.*) relativi a determinate riunioni intercorse tra i presunti partecipanti a un’intesa, anche le domande relative alle medesime riunioni, quando fossero volte «[...] solo ad ottenere informazioni su fatti concernenti lo svolgimento di dette riunioni e l’identità dei relativi partecipanti», o ancora le domande relative alle «[...] iniziative volte alla fissazione e al mantenimento» di determinati livelli di prezzo soddisfacenti per tutti i partecipanti⁶².

Viceversa, e sempre a titolo di esempio, la stessa Corte ha ritenuto contrarie al principio del ‘*nemo tenetur*’ le domande volte a ottenere precisazioni su «[...] ogni azione o misura concertata che possa essere stata [...] decisa al fine di sostenere le iniziative in materia di prezzi»⁶³,

procedimento amministrativo che nel processo dinanzi ai giudici comunitari, che i documenti hanno una portata diversa rispetto a quella loro attribuita dalla Commissione».

⁶¹ Regolamento CE n. 1/2003 del Consiglio, del 16 dicembre 2002, concernente l’applicazione delle regole di concorrenza di cui agli artt. 81 e 82 del Trattato.

⁶² C.G.U.E. ‘*Orkem v. Commissione*’ cit., §§ 37-38.

⁶³ Id., § 38.

o la richiesta, con riguardo a riunioni tra i presunti partecipanti a un'intesa per le quali le imprese interpellate non fossero state in grado di produrre i relativi documenti, di «[...] *descrivere l'oggetto, le decisioni adottate, il tipo di documenti ricevuti prima e dopo la riunione*»⁶⁴, nonché «[...] *i risultati o le conclusioni di tali riunioni*»⁶⁵: in questi casi, infatti, si è ritenuto che la Commissione semplicemente sospettasse che l'oggetto degli incontri fosse quello di ottenere accordi sui prezzi di vendita e, quindi, che richieste siffatte fossero tali da obbligare un'impresa ad ammettere la sua partecipazione a un'intesa anticoncorrenziale.

Peraltro, secondo i giudici comunitari, ove le imprese spontaneamente fornissero tale tipologia di informazioni – pur non essendo, come si è visto, a ciò tenute – non potrebbero in seguito lamentare una violazione del diritto al silenzio.

In definitiva, le imprese destinatarie dei penetranti poteri ispettivi della Commissione europea non sono certo tenute ad 'auto-incriminarsi', ma neppure godono di un vero e proprio 'diritto al silenzio' (sia pure nei limiti enucleati dalla Corte costituzionale italiana con riguardo ai procedimenti sanzionatori di competenza della Consob e della Banca d'Italia⁶⁶), il quale presupporrebbe l'assenza *tout court* di obblighi di collaborazione di natura 'dichiarativa' in capo al soggetto accusato o indagato⁶⁷. Al contrario, ad alcune domande – in particolare,

⁶⁴ Tribunale di primo grado (prima sezione ampliata), 20 febbraio 2001, causa T-112/98, '*Mannesmannröhren-Werke AG c. Commissione*', § 6.

⁶⁵ Tribunale di primo grado (quinta sezione), 8 aprile 2010, causa T-446/05, '*Amann & Söhne and Cousin Filterie v Commission*', § 329. Cfr., anche, il § 332 ove si è ritenuto che le imprese destinatarie di una richiesta di informazioni *ex art. 11* del Regolamento n. 17/1962 non fossero tenute a fornire «[...] *indicazioni sulle riunioni con i concorrenti, la data, il luogo e l'elenco dei partecipanti*».

⁶⁶ Come si è evidenziato, infatti, nella ricostruzione della Corte costituzionale il diritto al silenzio si sostanzia nell'assenza di 'soli' obblighi di collaborazione 'dichiarativi', non nella assenza di obblighi di collaborazione *tout court* (per es. rimane l'obbligo di presentarsi alle audizioni e quello di produrre i documenti richiesti).

⁶⁷ Per la chiara enucleazione della distinzione, all'interno del principio del '*nemo tenetur se detegere*', tra diritto a non auto-incriminarsi e diritto al silenzio cfr. E. AMODIO, *Diritto al silenzio o dovere di collaborazione? A proposito dell'interrogatorio dell'imputato in un libro recente*, in *Riv. proc. pen.*, 1974, III, 412 ss.

quelle riguardanti ‘questioni di fatto’ – tali imprese sono sempre tenute a rispondere, pena l’applicazione di sanzioni.

La suddetta impostazione mira, evidentemente, a salvaguardare l’effettività del diritto della concorrenza, la quale sarebbe – in tesi – minata dal riconoscimento di un diritto al silenzio ‘assoluto’, il quale «[...] *andrebbe [...] oltre quanto necessario per preservare i diritti della difesa delle imprese e costituirebbe un ostacolo ingiustificato allo svolgimento, da parte della Commissione, del compito di vigilanza sul rispetto delle regole di concorrenza nel mercato comune*»⁶⁸.

Tuttavia, la distinzione tra risposte su questioni di mero fatto e, invece, dichiarazioni autoincriminanti è, in concreto, tutt’altro che agevole da tracciare: di conseguenza, le imprese coinvolte in un procedimento sanzionatorio per violazione del diritto della concorrenza

⁶⁸ C.G.U.E., 29 giugno 2006, causa C-301/04P, ‘*Commissione v. SGL Carbon AG*’, § 402. Cfr., altresì, i §§ 403-404 della medesima sentenza ove si afferma che «[p]er preservare l’effetto utile dell’art. 11 del regolamento n. 17, la Commissione può quindi obbligare le imprese a fornirle tutte le informazioni necessarie per quanto attiene ai fatti di cui queste ultime siano a conoscenza ed a comunicarle, se del caso, i relativi documenti di cui siano in possesso, anche se essi possono servire ad accertare l’esistenza di un comportamento anticoncorrenziale (v. sentenza *Mannesmannröhren-Werke/Commissione*, citata al precedente punto 402, punto 65, e la giurisprudenza ivi citata). Tale potere di richiesta d’informazioni della Commissione, confermato dalle sentenze *Orkem/Commissione* e *Mannesmannröhren-Werke/Commissione*, citate rispettivamente ai precedenti punti 401 e 402, non contrasta né con l’art. 6, nn. 1 e 2, della CEDU [...] (sentenza *Mannesmannröhren-Werke/Commissione*, citata, punto 75), né con la giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell’uomo». Più di recente, cfr. la sentenza della Corte di Giustizia (Tribunale), 9 aprile 2019, causa T-371/17, ‘*Qualcomm and Qualcomm Europe v. Commission*’, § 181: «[t]hus, an undertaking in receipt of a decision requesting information pursuant to Article 18(3) of Regulation No 1/2003 cannot be recognised as having an absolute right of silence. To acknowledge the existence of such a right would be to go beyond what is necessary in order to preserve the rights of defence of undertakings, and would constitute an unjustified hindrance to the Commission’s performance of its duty to ensure that the rules on competition within the internal market are observed. A right of silence can be acknowledged only to the extent that the undertaking concerned would be compelled to provide answers which might involve an admission on its part of the existence of an infringement which it is incumbent upon the Commission to prove (see, by analogy, judgment of 28 April 2010, *Amann & Söhne and Cousin Filterie v Commission*, T-446/05, EU:T:2010:165, paragraph 326 and the case-law cited)».

finiscono per avere difficoltà a prevedere *ex ante* quando sia possibile opporre la garanzia in discorso.

Come si è accennato, la stessa Corte costituzionale italiana, nella sua ordinanza di rimessione n. 117 del 2019, ha messo in luce le incongruenze della giurisprudenza euro-unitaria relativa ai procedimenti *antitrust* della Commissione europea, la quale «[...] riconosce, in linea di principio, la necessità di tutelare i diritti della difesa dei soggetti che potrebbero essere incolpati di un illecito, ma al tempo stesso afferma la sussistenza di un “obbligo di attiva collaborazione” incombente su tali soggetti»⁶⁹. La Consulta ha, altresì, evidenziato che tale giurisprudenza si è formata in un’epoca anteriore all’adozione della Carta di Nizza e all’attribuzione alla stessa del medesimo valore dei Trattati, oltretutto, come subito si vedrà, all’esplicito riconoscimento, da parte della Corte di Strasburgo, del diritto al silenzio come elemento essenziale dell’equo processo di cui all’art. 6 CEDU.

A ciò si aggiunga che, sino ad anni recenti, la tutela della concorrenza è stata oggettivamente percepita come un ‘super-valore’ funzionale alla costruzione e al consolidamento del mercato europeo, in quanto tale destinata a prevalere su pressoché tutti gli altri valori con essa (anche solo potenzialmente) confliggenti (e tale è, certamente, il riconoscimento delle garanzie procedurali proprie della materia penale).

Sicché, il progressivo riconoscimento, a opera della giurisprudenza della Corte di Strasburgo, del diritto al silenzio quale elemento imprescindibile dei diritti dell’accusato in qualsiasi procedimento di natura sostanzialmente ‘penale’, unito al ridimensionamento (o quantomeno al temperamento) del ‘super-valore’ della concorrenza per effetto del consolidarsi del mercato unico e della crescente attenzione oggi prestata a interessi ulteriori e diversi (si pensi, per limitarsi all’esempio più noto, al rilievo assunto dalla tutela dell’ambiente⁷⁰), avrebbero in effetti potuto indurre i giudici del Lussemburgo a rivedere

⁶⁹ Cfr. Corte cost., ord. n. 117/2019 cit., § 9.1.

⁷⁰ Emblematica è, a questo riguardo, l’evoluzione che ha interessato la disciplina in materia di contratti pubblici dove sono emersi, nel corso degli anni, interessi ultronei rispetto a quello pro-concorrenziale: su questi profili cfr., per tutti, F. CINTIOLI, *Per qualche gara in più. Il labirinto degli appalti pubblici e la ripresa economica*, Roma, 2020.

la posizione sopra descritta. Ciò, a maggior ragione, alla luce dell'emergenza legata alla pandemia da Covid-19 e della grave crisi economica che ne è seguita, le quali hanno determinato un ulteriore allentamento delle regole europee in tema di concorrenza⁷¹.

Invece, la Corte di Giustizia non ha 'raccolto la palla' lanciata dalla Consulta, ma si è limitata a ribadire la differenza tra sanzioni comminate a persone fisiche e sanzioni inflitte a imprese, statuendo che il riconoscimento del diritto al silenzio di una 'persona fisica' «[...] non trova smentita nella giurisprudenza della Corte relativa alle norme dell'Unione in materia di concorrenza, da cui risulta, in sostanza, che, nell'ambito di un procedimento inteso all'accertamento di una violazione di tali norme, l'impresa interessata può essere costretta a fornire tutte le informazioni necessarie relative ai fatti di cui essa può avere conoscenza e a fornire, ove occorra, i documenti pertinenti che siano in suo possesso, anche quando questi possano servire per dimostrare, segnatamente nei suoi confronti, l'esistenza di un comportamento anticoncorrenziale»⁷². Ciò in quanto, riguardando tale giurisprudenza «[...] procedimenti suscettibili di portare all'inflizione di sanzioni ad imprese e associazioni di imprese», essa non potrebbe, in tesi, «[...] applicarsi per analogia quando si tratta di stabilire la portata del diritto al silenzio di persone fisiche»⁷³.

Nel prosieguo, ci si soffermerà sulla giurisprudenza della Corte di Strasburgo che, da tempo, ha ricostruito in maniera particolarmente estesa la garanzia del diritto al silenzio delle persone fisiche, addirittura estendendola all'ostensione dei documenti.

Si mostrerà, poi, come i tempi siano forse maturi per un'estensione della garanzia del diritto al silenzio alle persone giuridiche, almeno nei limiti in cui tale diritto è stato, da ultimo, ricostruito dalla Corte costituzionale italiana⁷⁴.

⁷¹ Si pensi, per fare solo un esempio, alle deroghe introdotte negli ultimi anni in materia di aiuti di stato e di 'golden power'.

⁷² C.G.U.E., causa C-481-19 cit., § 46.

⁷³ Id., § 48.

⁷⁴ A questo riguardo, è significativo che, ancora nell'anno 2001, i giudici del Lussemburgo evidenziassero come «[...] in tema di diritto della concorrenza, gli ordinamenti giuridici degli Stati membri non riconoscono in via generale un diritto di non testimoniare contro sé stessi» (cfr., ancora, Tribunale di primo grado, causa T-112/98, 'Mannesmannröhren-Werke AG c. Commissione', § 84).

4.2. (*Segue*): *La giurisprudenza della Corte di Strasburgo in tema di diritto al silenzio: l'estensione della garanzia a tutte le dichiarazioni dell'accusato e alle produzioni documentali*

La sentenza della Corte di Strasburgo '*Funke v. France*', che per prima ha riconosciuto espressamente il diritto al silenzio delle persone fisiche come derivante dall'art. 6 CEDU⁷⁵, è di quattro anni successiva alla sentenza '*Orkem*' della Corte di Giustizia (che costituisce il *leading case* in tema di '*nemo tenetur*' e illeciti concorrenziali).

In specie, in un caso ove i funzionari doganali francesi, dopo aver rinvenuto alcuni documenti a casa del Sig. Funke, avevano intimato allo stesso di produrne altri, la Corte EDU ha rilevato che «[...] *the customs secured Mr Funke's conviction in order to obtain certain documents which they believed must exist, although they were not certain of the fact. Being unable or unwilling to procure them by some other means, they attempted to compel the applicant himself to provide the evidence of offences he had allegedly committed*», e – per l'effetto – ha ritenuto che una siffatta richiesta violasse il diritto al silenzio e il diritto di ogni persona «*charged with a criminal offence*» a non auto-incriminarsi⁷⁶.

Tre anni dopo, nel caso '*Saunders v. The United Kingdom*', riguardante un procedimento penale avviato nei confronti dell'amministratore delegato della Guinness PLC per illeciti commessi nell'ambito di operazioni di acquisizione societaria la Corte Edu ha precisato la propria posizione chiarendo che il diritto a non auto-incriminarsi riguarda principalmente «*la volontà degli imputati di rimanere in silenzio*»: pertanto, esso non si estende alle informazioni il cui ottenimento è 'indipendente' da tale volontà siccome ricavabili, ad

⁷⁵ Occorre precisare, invero, che la CEDU non sancisce in via letterale ed espressa il diritto al silenzio. Cionondimeno, tale garanzia è stata riconosciuta sul piano interpretativo dalla giurisprudenza della Corte Edu, a partire dall'art. 6 CEDU in tema di equo processo. Sia consentito il rinvio, anche per la principale bibliografia relativa all'art. 6 CEDU, a M. ALLENA, *Art. 6 CEDU. Procedimento e processo amministrativo*, Napoli, 2012.

⁷⁶ Cfr. Corte Edu, 25 febbraio 1993, '*Funke v. France*', § 44, ove si prosegue affermando che «[t]he special features of customs law cannot justify such an infringement of the right of anyone "charged with a criminal offence", within the autonomous meaning of this expression in Article 6(1) to remain silent and not to incriminate himself».

esempio, da documenti acquisiti d'ufficio ovvero da campioni (di sangue, di urina, o necessari a effettuare il test del DNA)⁷⁷, ferma restando la necessità che l'acquisizione di tali documenti o campioni non si risolva in trattamenti disumani o degradanti contrari all'art. 3 CEDU.

Stando a questa giurisprudenza, non vi sarebbe dunque un obbligo di collaborazione tramite la produzione di documenti potenzialmente incriminanti, potendo questi ultimi essere acquisiti dall'autorità procedente soltanto in via autonoma (vale a dire, a prescindere da un ordine di ostensione): il diritto al silenzio è stato così correlato alla presunzione di innocenza di cui all'art. 6, § 2, CEDU⁷⁸, la quale comporta che sia sempre l'accusa a dover provare gli elementi posti a fondamento della sua ricostruzione.

Su questo assunto, sempre nel caso 'Saunders' la Corte Edu ha coerentemente precisato che il diritto al silenzio non può riguardare soltanto il rifiuto di rendere dichiarazioni 'direttamente incriminanti', ma deve estendersi a tutte le informazioni ottenute 'tramite costrizione' e solo in apparenza neutre, comprese quelle riguardanti questioni di fatto o richieste di spiegazioni circa i documenti rinvenuti dall'autorità. Ciò in quanto tali informazioni potrebbero successivamente essere

⁷⁷ Cfr. Corte Edu, 17 dicembre 1996, 'Saunders v. The United Kingdom', § 69: «[t]he right not to incriminate oneself is primarily concerned, however, with respecting the will of an accused person to remain silent. As commonly understood in the legal systems of the Contracting Parties to the Convention and elsewhere, it does not extend to the use in criminal proceedings of material which may be obtained from the accused through the use of compulsory powers but which has an existence independent of the will of the suspect such as, inter alia, documents acquired pursuant to a warrant, breath, blood and urine samples and bodily tissue for the purpose of DNA testing».

⁷⁸ Id., § 68: «[t]he right not to incriminate oneself, in particular, presupposes that the prosecution in a criminal case seek to prove their case against the accused without resort to evidence obtained through methods of coercion or oppression in defiance of the will of the accused. In this sense the right is closely linked to the presumption of innocence contained in Article 6 para. 2 of the Convention». Cfr., anche, Corte Edu, 20 ottobre 1997, 'Serves v. France', ove il diritto al silenzio è stato – tra l'altro – giustificato sulla base delle esigenze di protezione nei confronti di possibili 'errori giudiziari': «[t]heir rationale lies, inter alia, in protecting the 'person charged' against improper compulsion by the authorities and thereby contributing to the avoidance of miscarriages of justice and to the fulfilment of the aims of Article 6».

utilizzate nel corso di un procedimento penale per contestare o mettere in dubbio altre dichiarazioni dell'imputato⁷⁹.

La medesima impostazione è stata successivamente ripresa nel caso '*J.B. v. Switzerland*', riguardante l'imposizione di una sanzione tributaria a un individuo che si era rifiutato di fornire informazioni circa i propri investimenti: *ivi*, la Corte di Strasburgo ha ritenuto che i documenti richiesti non rientrassero tra quelli «*la cui esistenza è indipendente dalla volontà dell'accusato*» (ritenendo, d'altro canto, che l'insistenza delle autorità fiscali dimostrasse che queste ultime non erano già in possesso di tali informazioni). Viceversa, il diritto a non auto-incriminarsi presuppone che le autorità cerchino di dimostrare la propria accusa «*[...] without resorting to evidence obtained through methods of coercion or oppression in defiance of the will of the "person charged"*»⁸⁰.

⁷⁹ Id., § 71: «*[i]n any event, bearing in mind the concept of fairness in Article 6, the right not to incriminate oneself cannot reasonably be confined to statements of admission of wrongdoing or to remarks which are directly incriminating. Testimony obtained under compulsion which appears on its face to be of a non-incriminating nature - such as exculpatory remarks or mere information on questions of fact - may later be deployed in criminal proceedings in support of the prosecution case, for example to contradict or cast doubt upon other statements of the accused or evidence given by him during the trial or to otherwise undermine his credibility. Where the credibility of an accused must be assessed by a jury the use of such testimony may be especially harmful. It follows that what is of the essence in this context is the use to which evidence obtained under compulsion is put in the course of the criminal trial*».

⁸⁰ Corte Edu, 3 marzo 2001, '*J.B. v. Switzerland*', §§ 64, 66 e 69: «*[a]lthough not specifically mentioned in Article 6 of the Convention, the right to remain silent and the privilege against self-incrimination are generally recognised international standards which lie at the heart of the notion of a fair procedure under Article 6 § 1. The right not to incriminate oneself in particular presupposes that the authorities seek to prove their case without resorting to evidence obtained through methods of coercion or oppression in defiance of the will of the "person charged"*. By providing the accused with protection against improper compulsion by the authorities these immunities contribute to avoiding miscarriages of justice and securing the aims of Article 6 [...]. Thus, it appears that the authorities were attempting to compel the applicant to submit documents which would have provided information as to his income with a view to the assessment of his taxes [...]. The Government has further submitted that the applicant had not been obliged to incriminate himself, since the authorities were in fact already aware of the information in question and he had admitted the amounts concerned. The Court remains unconvinced by this argument in view of the persistence with which the domestic tax authorities attempted to achieve their aim».

Questi orientamenti, varie volte ripetuti anche in seguito⁸¹, danno un'idea della protezione particolarmente ampia che la Corte di Strasburgo riconosce da tempo in materia di diritto al silenzio: tale giurisprudenza esclude sia che le autorità possano esigere dall'accusato la messa a disposizione di documenti che esse non abbiano autonomamente rinvenuto (ad esempio, effettuando ispezioni a sorpresa o verifiche senza preavviso); sia che l'accusato possa essere costretto a rispondere a domande – pure se all'apparenza non auto-incriminanti – concernenti elementi di fatto o spiegazioni di documenti acquisiti autonomamente dall'autorità.

Detto altrimenti, l'accezione del diritto al silenzio cui aderisce la Corte Edu è particolarmente ampia, giacché non riguarda soltanto (tutte) le omesse 'dichiarazioni' (comprese quelle vertenti su questioni meramente fattuali), ma – attraverso un'applicazione rigorosa del principio di presunzione di innocenza – include addirittura il diritto di non consegnare documenti richiesti dalle autorità e che queste ultime non abbiano potuto acquisire autonomamente⁸².

4.3. (Segue): *Diritto al silenzio e persone giuridiche: diritto a non auto-incriminarsi v. diritto 'a rimanere in silenzio'*

Come rilevato dalla Grande Camera della Corte di Giustizia nella sentenza C-481/19 e dalla stessa Corte costituzionale italiana in sede di rimessione alla prima, la questione dell'applicabilità della garanzia del

⁸¹ Cfr., *ex multis*, Corte Edu, 11 luglio 2006, 'Jalloh v. Germany', § 102 («[t]he Court has consistently held, however, that the right not to incriminate oneself is primarily concerned with respecting the will of an accused person to remain silent. As commonly understood in the legal systems of the Contracting Parties to the Convention and elsewhere, it does not extend to the use in criminal proceedings of material which may be obtained from the accused through the use of compulsory powers but which has an existence independent of the will of the suspect such as, *inter alia*, documents acquired pursuant to a warrant, breath, blood, urine, hair or voice samples and bodily tissue for the purpose of DNA testing (see Saunders, cited above, § 69; Choudhary v. the United Kingdom (dec.), no. 40084/98, 4 May 1999; J.B. v. Switzerland, cited above, § 68; and P.G. and J.H. v. the United Kingdom, cited above, § 80)»); e Id., 21 luglio 2009, 'Marttinen v. Finland', § 67-76.

⁸² Sulla distinzione tra portata 'dichiarativa' e 'documentale' del diritto al silenzio nonché sulle diverse accezioni del principio del 'nemo tenetur' cfr., da ultimo, I. SFORZA, *Il nemo tenetur se detegere nelle audizioni Consob e Banca d'Italia: uno statuto ancora da costruire*, in *Sistema penale*, 2022, II, 83 ss.

diritto al silenzio alle persone giuridiche non è sinora mai stata affrontata dalla Corte di Strasburgo⁸³.

Questa semplice osservazione ha indotto la Corte di Giustizia a non modificare il proprio granitico orientamento in tema di ‘*nemo tenetur*’ e illeciti concorrenziali, dato che questi ultimi riguardano – in genere – imprese.

La conclusione, come detto, suscita perplessità.

Infatti, a prescindere dal fatto che a essere coinvolta in un procedimento per violazione delle regole sulla concorrenza ben potrebbe essere un’impresa individuale (la quale, essenzialmente, coincide con una persona fisica), è noto che diverse garanzie procedurali ricavabili dall’art. 6 CEDU sono pacificamente applicabili (anche) alle persone giuridiche⁸⁴.

Anzi, è noto che gran parte della giurisprudenza della Corte Edu in tema di ‘equo processo’ ha riguardato proprio queste ultime. E ciò, lo si nota incidentalmente, è del tutto in linea con la possibilità – pacificamente riconosciuta alle persone giuridiche – di proporre ricorso alla Corte di Strasburgo⁸⁵.

Per quel che in questa sede maggiormente interessa, non v’è dubbio che le imprese (comprese quelle ‘accusate’ di violazioni del diritto della

⁸³ Nella sentenza 27 novembre 1996, ‘*Peterson Sarpborg AS v. Norway*’, la Commissione europea per i diritti dell’uomo (sezione seconda) ha sollevato, senza però esaminarla, la questione «[...] *whether or to what extent [companies under investigation] can incriminate themselves through statements made by their employees*».

⁸⁴ Cfr. M. EMBERLAND, *The Human Rights of Companies: Exploring the Structure of ECHR Protection*, Oxford, 2006, 101 ss. Un percorso simile a quello della Corte di Strasburgo è stato, del resto, seguito dalla Corte Suprema degli Stati Uniti, la quale ha progressivamente esteso le garanzie del quinto emendamento, così come le garanzie in tema di equo processo di cui al quattordicesimo emendamento, alle persone giuridiche. Addirittura, con due sentenze molto controverse, la Corte Suprema ha riconosciuto in capo a queste ultime il diritto di libertà religiosa (‘*Burwell v. Hobby Lobby Stores Inc.*’, 573 U.S. 682/2014) e il diritto di disporre donazioni politiche (‘*Citizens United v. Federal Election Commission*’, 558 U.S. 310/2010).

⁸⁵ Cfr. l’art. 34 della Convenzione ai sensi del quale «[l]a Corte può essere investita di un ricorso da parte di una persona fisica, un’organizzazione non governativa o un gruppo di privati che sostengono d’essere vittima di una violazione da parte di una delle Alte Parti contraenti dei diritti riconosciuti nella Convenzione o nei suoi protocolli. Le Alte Parti contraenti si impegnano a non ostacolare con alcuna misura l’esercizio effettivo di tale diritto».

concorrenza) godano del fondamentale diritto alla presunzione di innocenza riconosciuto dall'art. 6, § 2, CEDU: come si è visto, (anche) da tale diritto la Corte di Strasburgo ha ricavato in via interpretativa la regola sulla distribuzione dell'onere della prova in capo all'accusa e, per tale via, è pervenuta al riconoscimento di un'amplissima protezione del diritto al silenzio⁸⁶.

D'altro canto, il diritto alla presunzione di innocenza costituisce altresì un cardine dell'ordinamento euro-unitario, essendo espressamente riconosciuto dall'art. 48 della Carta di Nizza⁸⁷.

Sicché, salvo a voler sostenere che i diritti umani tutelati dalla CEDU – e, in molti casi, riprodotti anche nella Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea – siano unicamente i diritti delle persone fisiche (il che, però, è contrario a ogni evidenza), non vi sono ragioni che impediscano, sul piano strettamente giuridico, un'estensione della garanzia del '*nemo tenetur*' anche alle persone giuridiche vere destinatarie della sanzione, le quali non possono che operare per il tramite dei loro rappresentanti⁸⁸.

A questo riguardo, è significativo che già al momento dell'esame, da parte del Parlamento europeo, della proposta che sarebbe poi divenuta il Regolamento n. 17 del 6 febbraio 1962 (ossia, il primo Regolamento di applicazione degli artt. 81 e 82, § 4, del Trattato), era stata presentata una relazione (c.d. relazione 'Deringer') nella quale si precisava che «[...] *in ogni caso, ogni persona tenuta a fornire informazioni deve avere il diritto di rifiutarsi di testimoniare*»⁸⁹. Sulla base di tale relazione, la Commissione del mercato interno aveva presentato una proposta di risoluzione volta a emendare la proposta di Regolamento nella quale, con riguardo alle richieste di informazioni, si prevedeva che «[...] *le persone tenute a fornire informazioni possono rifiutarsi di*

⁸⁶ Cfr. Corte Edu, '*Saunders v. United Kingdom*', cit., § 68.

⁸⁷ L'art. 48 C.D.F.U.E. prevede, infatti, che «[o]gni imputato è considerato innocente fino a quando la sua colpevolezza non sia stata legalmente provata. Il rispetto dei diritti della difesa è garantito a ogni imputato».

⁸⁸ Per una opinione di segno contrario cfr. M. VEENBRINK, *The Privilege against Self-Incrimination in EU Competition Law: A Deafening Silence?*, in *Legal Issues of Economic Integration* 42, 2015, II, 119 ss., nonché 139 ss.

⁸⁹ Cfr. la Relazione dell'on. Deringer, presentata a nome della Commissione per il mercato interno, sulla consultazione richiesta dall'Assemblea parlamentare europea da parte del Consiglio della Comunità europea su un primo regolamento di applicazione degli artt. 85 e 86 del Trattato.

rispondere alle domande qualora la risposta rischi di esporle, o di esporre una delle persone che ai sensi del diritto penale nazionale hanno diritto a rifiutarsi di testimoniare, o ancora le imprese o le associazioni di imprese che essi rappresentano, a sanzioni penali».

Anche se tale emendamento non è stato ripreso dal Consiglio nel testo definitivo del Regolamento, la vicenda dimostra come l'idea di un'estensione del diritto al silenzio (inteso come assenza di obblighi di collaborazione attiva) anche alle persone giuridiche (per il tramite dei loro rappresentanti legali) sia presente nel dibattito europeo da diversi decenni.

Peraltro, una simile impostazione non pare trovare ostacoli nel diritto interno. Dal punto di vista del diritto societario, è noto che, a seguito della riforma attuata nell'anno 2003, viene riconosciuto un rapporto 'di tipo societario', caratterizzato dalla immedesimazione organica, tra amministratori e società⁹⁰: da ciò dovrebbe dunque conseguire che le persone fisiche (che siano rappresentanti legali della società) godano non solo del diritto di non incriminare la persona giuridica alla quale sono legate da un rapporto organico, ma altresì del diritto a 'rimanere in silenzio' (ossia, a non collaborare attivamente fornendo risposte su questioni fattuali), anche qualora le loro risposte non siano immediatamente e palesemente auto-incriminanti per la società.

Inoltre, una indicazione in questo senso deriva pure dalla disciplina in materia di responsabilità amministrativa degli enti di cui al d.lgs. 8 giugno 2001, n. 231: nella *'Relazione ministeriale al D.Lgs. n. 231/2001'* si legge, infatti, che «[n]ello schema nulla si dice sulla possibilità di sottoporre ad interrogatorio l'ente attraverso il proprio rappresentante legale, tuttavia deve ritenersi che tale evenienza sia del tutto plausibile, dal momento che è stata operata una piena parificazione dell'ente all'imputato. Il rappresentante legale sarà sottoposto ad interrogatorio "per conto dell'ente" con tutte le facoltà e i diritti riconosciuti all'imputato, compresa la facoltà di non rispondere: la parificazione del rappresentante alla figura dell'imputato ha come conseguenza quella della applicabilità delle regole previste dall'art. 63 c.p.p. È ovvio che quanto più la persona

⁹⁰ Cfr., per tutte, Cass., sez. un., 20 gennaio 2017, n. 1545.

giuridica sarà avvicinata alla figura dell'imputato, tanto maggiori saranno le garanzie di cui potrà godere»⁹¹.

Ad ogni modo, il riconoscimento del diritto al silenzio alle persone giuridiche potrebbe trovare un fondamento costituzionale nell'art. 24 Cost., che riconosce a «*tutti*» l'inviolabilità del diritto di difesa (ed è pacifico che nel nostro ordinamento il diritto di difesa *ex art. 24 Cost.* riguardi anche le persone giuridiche), ma anche nell'art. 27, co. II, Cost., ove si prevede che l'imputato non è considerato colpevole sino alla condanna definitiva (ponendo, per tale via, in capo all'accusa l'onere della prova).

Altro tema è, semmai, 'quale' diritto al silenzio debba essere riconosciuto alle persone giuridiche per il tramite dei loro rappresentanti legali, ossia quale estensione debba avere una simile garanzia⁹².

A questo riguardo, vale la pena ricordare che, secondo quanto indicato nelle 'Spiegazioni' relative alla Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea⁹³, l'art. 48 corrisponde all'art. 6, §§ 2 e 3, della CEDU e, «*conformemente all'art. 52, par. 3*» della Carta, «*[...] ha significato e portata identici al diritto garantito dalla CEDU*»⁹⁴.

⁹¹ Cfr. il § 18 della Relazione cit.

⁹² Cfr. P. OLIVER, *Companies and Their Fundamental Rights: A Comparative Perspective*, in *International and Comparative Law Quarterly*, 2015, 661 ss.

⁹³ Tali spiegazioni, pubblicate nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea del 14 dicembre 2007 (2007/C 303/C), reperibile sul sito web 'Eurlex' (<http://eurlex.europa.eu>), sono state elaborate sotto l'autorità del *presidium* della Convenzione che ha redatto la Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea; nella premessa delle spiegazioni si precisa che le stesse, pur non avendo valore di legge, «*[...] rappresentano un prezioso strumento di interpretazione destinato a chiarire le disposizioni della Carta*».

⁹⁴ Le Spiegazioni relative all'art. 52, § 3, C.D.F.U.E. precisano che «*[i]l paragrafo 3 intende assicurare la necessaria coerenza tra la Carta e la CEDU affermando la regola secondo cui, qualora i diritti della presente Carta corrispondano ai diritti garantiti anche dalla CEDU, il loro significato e la loro portata, comprese le limitazioni ammesse, sono identici a quelli della CEDU. Ne consegue in particolare che il legislatore, nel fissare le suddette limitazioni, deve rispettare gli standard stabiliti dal regime particolareggiato delle limitazioni previsto nella CEDU, che è quindi applicabile anche ai diritti contemplati in questo paragrafo, senza che ciò pregiudichi l'autonomia del diritto dell'Unione e della Corte di giustizia dell'Unione europea*».

Ciò sembrerebbe implicare che il diritto al silenzio nell'ordinamento euro-unitario debba addirittura conformarsi ai più elevati *standard* di tutela riconosciuti dalla giurisprudenza di Strasburgo (la quale esclude, ad esempio, che vi sia sempre un obbligo di produzione documentale), onde non risultare in contrasto con l'art. 52, § 3, della Carta dei diritti fondamentali⁹⁵.

In realtà, pare difficile sostenere che nei confronti delle persone giuridiche debbano valere esattamente tutte le garanzie che valgono per le persone fisiche; e, d'altro canto, la giurisprudenza di Strasburgo relativa all'ostensione di documenti ha sinora riguardato, come si è detto, solo persone fisiche⁹⁶.

Viceversa, la soluzione individuata dalla Corte costituzionale italiana, che limita la garanzia del diritto al silenzio ai soli obblighi di collaborazione 'dichiarativi'⁹⁷ ed esclude viceversa che tale garanzia copra anche il rifiuto di produrre documenti o di comparire in audizione, appare ragionevolmente estendibile alle persone giuridiche, in quanto coerente con il rapporto di immedesimazione organica che lega i rappresentanti della società alla società medesima. Detto altrimenti, così come i comportamenti dell'impresa si imputano a quest'ultima (tanto è vero che essa è responsabile di quanto compiuto dai suoi rappresentanti legali), allo stesso modo l'impresa dovrebbe vedersi riconosciute le garanzie dell'equo processo, almeno nella loro configurazione fondamentale.

Insomma, sembra a chi scrive che davvero la Corte di Giustizia, nella sentenza C-481/19, abbia perso un'occasione importante per rivedere la propria impostazione tradizionale circa la non applicabilità *tout court* alle persone giuridiche (per il tramite dei loro rappresentanti) del diritto al silenzio inteso come 'diritto di restare in silenzio', riconoscendo in

⁹⁵ Ai sensi dell'art. 52, § 3, C.D.F.U.E., infatti, «[l]addove la presente Carta contenga diritti corrispondenti a quelli garantiti dalla convenzione europea per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali, il significato e la portata degli stessi sono uguali a quelli conferiti dalla suddetta convenzione. La presente disposizione non preclude che il diritto dell'Unione conceda una protezione più estesa».

⁹⁶ Altra questione è, semmai, la 'tenuta' di tale ricostruzione ove applicata alle persone fisiche, vista la più garantistica giurisprudenza della Corte di Strasburgo sopra richiamata.

⁹⁷ Cioè, riconosce che l'imputato possa autenticamente restare in silenzio, ossia non rispondere alle domande che gli vengano poste.

capo alle stesse quantomeno l'assenza di obblighi di collaborazione 'dichiarativi'.

In questo contesto, non stupisce che anche il legislatore italiano, nell'approvare la recente legge annuale per il mercato e la concorrenza 2021 (l. 5 agosto 2022, n. 118), e nel prevedere il potere dell'Agcm di richiedere «*in ogni momento*» (e, dunque, anche prima del formale avvio di un'istruttoria) «[...] *a imprese e a enti che ne siano in possesso di fornire informazioni e di esibire documenti utili*», abbia utilizzato una formula che pare incentrata sul mero diritto a 'non auto-incolparsi' e che richiama quella del Considerando n. 23 del Regolamento CE n. 1/2003, nonché quella utilizzata dalla stessa giurisprudenza della Corte di Giustizia («[t]ali richieste di informazioni indicano le basi giuridiche su cui sono fondate le richieste, sono proporzionate e non obbligano i destinatari ad ammettere un'infrazione degli articoli 101 o 102 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea ovvero degli articoli 2 o 3 della presente legge»⁹⁸).

5. Conclusioni

L'espresso riconoscimento del diritto al silenzio (inteso come 'diritto a rimanere in silenzio') delle persone fisiche soggette a un procedimento amministrativo sanzionatorio costituisce certamente un passo importante nella direzione del 'garantismo accusatorio': ciò, a maggior ragione, alla luce dei poteri di indagine sempre più penetranti riconosciuti alle autorità amministrative indipendenti, principali protagoniste, già dagli ultimi decenni del secolo scorso, del c.d. *enforcement* pubblicistico nella regolazione economica.

Tuttavia, in un contesto – quale è quello attuale – in cui la responsabilità tende a essere trasferita dalla persona fisica alla persona giuridica per considerazioni di politica del diritto e alla luce della evidente maggiore incisività della sanzione che viene così inflitta all'impresa (vera detentrica del patrimonio e, comunque, soggetto a cui il più delle volte vanno imputate – nella sostanza – le condotte da sanzionare), appare coerente che la garanzia del '*nemo tenetur*' – almeno nel suo contenuto fondamentale di assenza di obblighi dichiarativi di qualsiasi genere, onde rispettare la volontà dell'accusato

⁹⁸ Cfr. l'art. 35 della l. n. 118/2022 cit.

di ‘rimanere in silenzio’ – debba essere estesa anche alla persona giuridica per il tramite dei suoi organi (persone fisiche).

Detto altrimenti, nel momento in cui le persone giuridiche sono dirette destinatarie di sanzioni aventi un carattere intrinsecamente penale, non si può poi sostenere che nei loro riguardi non si applichino, almeno nel loro nucleo fondamentale, le tutele enucleate dalla giurisprudenza di Strasburgo e dalla Corte costituzionale italiana con riguardo ai procedimenti sanzionatori⁹⁹.

In effetti, il diritto della concorrenza europeo e italiano, laddove impone obblighi di collaborazione alla persona fisica sull’assunto che quest’ultima non sia il soggetto che subisce la sanzione (e, dunque, non sia il soggetto formalmente ‘imputato’), colpisce la società attraverso quello che appare un abile ‘gioco di prestigio’.

Si ripropone insomma, ancora una volta, la ben nota ‘truffa delle etichette’ (vale a dire, il fenomeno per il quale, tramite etichette formali – in questo caso, l’artificiale distinzione tra persona fisica, tenuta a fornire informazioni e documenti, e persona giuridica, vera destinataria della sanzione – si eludono le garanzie penalistiche affermate dalla CEDU): e pensare che, proprio per contrastare tale fenomeno, la Corte di Strasburgo ha elaborato, fin dagli anni Settanta del Novecento, i noti criteri ‘*Engel*’ in tema di illeciti ‘penali’.

Ma la storia, è noto, si ripete¹⁰⁰.

⁹⁹ Per una ricostruzione dello statuto costituzionale delle sanzioni amministrative aventi un carattere intrinsecamente punitivo-afflittivo cfr. F. VIGANÒ, *Garanzie penalistiche e sanzioni amministrative*, cit., 1775 ss.; nonché D. SIMEOLI, *Le sanzioni amministrative ‘punitive’ tra diritto costituzionale ed europeo*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2022, I, 47 ss. e 54 ss.

¹⁰⁰ Cfr. G. VICO, *La scienza nuova*, Milano, 1977, *passim*.

L'opa della Cassa di Risparmio di Bolzano sulla Banca di Cividale ed il preteso coinvolgimento nell'operazione della Fondazione controllante

SOMMARIO: 1. La pretesa improcedibilità dell'opa a causa della partecipazione maggioritaria della "Fondazione di Bolzano" nella società bancaria offerente. - 2. (segue) la paventata acquisizione del controllo indiretto della Fondazione sulla Banca di Cividale – I ricorsi al Tribunale UE ed al T.A.R. Lazio. - 3. Il giudizio cautelare innanzi al T.A.R. sull'approvazione CONSOB del documento di offerta. - 4. L'imputazione giuridica dell'opa alla sola Cassa di Risparmio (e l'insussistenza dell'obbligo di autorizzazione del MEF alla Fondazione). - 5. (segue) l'inapplicabilità alla fattispecie dell'art. 22 del T.u.b. (Partecipazioni indirette). - 6. Insussistenza della violazione del divieto, per la Fondazione, di acquisire una partecipazione di controllo nella Banca di Cividale. - 7. La corretta qualificazione giuridica del rapporto tra la fondazione azionista di maggioranza e la società bancaria: esclusione della direzione e coordinamento della gestione. - 8. Inapplicabilità dell'art. 23 del T.u.b. (Nozione di controllo). - 9. Le FOB come investitrici istituzionali e rentières alla luce della regolazione "multistrati" di settore.

1. La pretesa improcedibilità dell'opa a causa della partecipazione maggioritaria della "Fondazione di Bolzano" nella società bancaria offerente.

La vicenda in commento è un po' curiosa: un'ordinaria procedura di opa¹ tra società bancarie, non infrequente di questi tempi, è divenuta oggetto di un contenzioso "a testata multipla", incentrato su tematiche concernenti un terzo soggetto, del tutto estraneo al procedimento d'offerta, il quale s'è svolto in modo del tutto fisiologico: l'offerente "Sparkasse" già deteneva una partecipazione rilevante nel capitale della società bersaglio, Civibank; gli amministratori di quest'ultima hanno

¹ Sulla regolazione della materia v., *ex multis*, le sintesi di A. TUCCI, *Le offerte pubbliche di acquisto* in Aa.Vv., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, a cura di F., Capriglione, Milano, 2019, 667 ss.; R. LENER, voce *Offerta pubblica di acquisto (OPA)*, in *Il diritto, Enciclopedia giuridica*, vol. 10, Milano, 2007, 277 ss.; F. ANNUNZIATA, *Disciplina del mercato mobiliare*¹¹, Torino, 2021, 407 ss.

qualificato ostile l’offerta, dandone una valutazione di inadeguatezza e di “negatività prospettica” per la banca “target”; infine, una volta superate – come si dirà – le “interferenze” del contenzioso l’offerta s’è conclusa con un numero molto elevato di adesioni e l’assunzione del pieno controllo della “Civibank” da parte della Cassa di Risparmio di Bolzano.

L’accennato contenzioso ha riguardato due procedimenti e provvedimenti presupposti dell’offerta vera e propria:

- l’autorizzazione all’acquisto² rilasciata alla “Sparkasse” dalla BCE, su proposta della Banca d’Italia (avverso tale provvedimento gli amministratori di “Civibank” hanno proposto ricorso al Tribunale UE);
- l’approvazione, da parte di Consob, del documento di offerta (avverso il quale hanno proposto ricorso al T.A.R. Lazio).

Riguardo ad ambedue i provvedimenti le censure si concentravano su un preteso vizio istruttorio del procedimento: il mancato accertamento della ritenuta insussistenza, in capo alla Cassa di Risparmio di Bolzano s.p.a., della capacità di acquisire – mediante l’opa – il controllo di qualsiasi altra banca; incapacità che deriverebbe – a sua volta – dal peculiare *status*³, nell’ordinamento civile, della sua azionista di maggioranza, la Fondazione Cassa di Risparmio di Bolzano.

Si sosteneva, dalla ricorrente, che in caso di esito positivo dell’opa, con l’assunzione del controllo di “Civibank”, da parte di “Sparkasse”, la Fondazione Cassa di Risparmio di Bolzano avrebbe acquisito il controllo indiretto sulla banca friulana, ciò che le sarebbe inibito dalla disciplina di settore (d.lgs. n. 153/1999 e s.m.i.).

La vicenda richiama l’immagine delle complesse figure geometriche costruite con tessere del domino, appoggiate le une alle altre, nelle quali il movimento della tessera “capo fila” determina, a catena, la caduta di tutte le altre.

2. (segue) La paventata acquisizione del controllo indiretto della

² V. TROIANO, *Le banche*, in Aa. Vv., *Manuale di diritto bancario*, cit., 342 ss. ; C. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche*³, Bologna, 2020, 189 ss.

³ Piace, in tema, richiamare le limpide pagine di R. NICOLÒ, *Istituzioni di diritto privato*, Milano, 1962, 65 ss. e quelle – intense – di P. RESCIGNO, *Manuale del diritto privato italiano*, Napoli, 1992, 154 -155.

Fondazione sulla Banca di Cividale – I ricorsi al Tribunale UE ed al T.A.R. Lazio.

Nel caso in esame i difensori della ricorrente hanno suggestivamente individuato nella disciplina legislativa delle fondazioni di origine bancaria (FOB) la “tessera iniziale”, il “presupposto dei presupposti”, dal quale tutto (pretesamente) discendeva “a caduta d’acqua”.

Una suggestione non priva di apparente fondamento sistemico in quanto, sin dal primo commentario⁴, la ratio del plesso normativo sulle FOB era stata individuata nella progressiva, irreversibile separazione tra gli enti conferenti – poi “transustanziati” in fondazioni di diritto civile “speciale” – e le società bancarie, cui essi avevano conferito le aziende di credito.

Nella specie l’art. 6, comma 1, del d.l.gs. n. 153/1999 vieta alle FOB di detenere partecipazioni di controllo in società “non strumentali” ai loro fini istituzionali (in primis, dunque, in tutte le società bancarie).

Una deroga al divieto di detenere partecipazioni bancarie di controllo fu, successivamente, prevista, dall’art. 25, comma 3 bis, per le FOB “minori” (con patrimonio netto non superiore a 200 milioni di euro) e per quelle aventi sedi operative prevalentemente nelle Regioni e Province a statuto speciale – qual è la “Fondazione di Bolzano” – “limitatamente alle partecipazioni di controllo nelle società bancarie conferitarie”.

Dalle citate disposizioni la ricorrente induceva la pretesa inibizione, per “Sparkasse”, di acquisire il controllo di altre banche, perché, in tal caso, la sua azionista di maggioranza, la Fondazione Cassa di Risparmio di Bolzano, avrebbe acquisito il controllo indiretto su una società bancaria ulteriore rispetto alla sua conferitaria.

La ratio della disciplina legislativa speciale in materia implicherebbe logicamente – si sostiene – una sorta di estensione o traslazione “a catena”, in capo a “Sparkasse”, del divieto – per la Fondazione di Bolzano – di acquisire il controllo, pur indiretto, su altre banche.

Conseguentemente, in entrambe le sedi giurisdizionali si è contestato – da un lato a BCE e dall’altra a CONSOB – di aver omesso di accertare la sussistenza di questa sorta di “catena di Sant’Antonio” inibitoria.

⁴ AA. VV., *Le «fondazioni», bancarie*, a cura di S. AMOROSINO e F. CAPRIGLIONE, Padova, 1999 e, ivi, G. ALPA, *Il patrimonio delle fondazioni bancarie*, 39 ss.

L'ambito giurisdizionale primario in cui è stata dedotta la censura è stato il ricorso innanzi al Tribunale UE avverso l'autorizzazione della BCE⁵ all'acquisizione – mediante l'opa – del controllo della Banca di Cividale.

Spettava, infatti, all'Autorità Centrale europea (decidente) e, prima, alla Banca d'Italia (proponente) verificare la compliance dell'operazione alla normazione bancaria, unionale e nazionale, vale a dire la sussistenza, in capo alla richiedente Cassa di Risparmio di Bolzano, delle condizioni, soggettive ed oggettive (organizzative, finanziarie, imprenditoriali), necessarie a garantire un corretto procedimento acquisitivo e, poi, la sana e prudente gestione della banca target.

Ai fini dell'autorizzazione all'acquisizione bancaria le Autorità di supervisione hanno verificato l'idoneità della società bancaria acquirente; viceversa, riguardo al suo azionista di controllo – la Fondazione Cassa di Risparmio di Bolzano – hanno riscontrato – come prescritto nei confronti dei soci “di riferimento” – esclusivamente un profilo finanziario: la disponibilità a “sostenere” la società controllata nell'eventualità che – a valle dell'acquisizione – si presenti la necessità di un apporto di capitale.

La verifica non ha quindi riguardato (né avrebbe potuto farlo) lo status soggettivo della Fondazione (ch'è legittimata a conservare la partecipazione maggioritaria), ma unicamente la sua eventuale, futura, disponibilità, in qualità di socio “di riferimento”, ad intervenire “a sostegno”.

Non si deve confondere, dunque, l'accertamento della disponibilità ad un eventuale, futuro supporto finanziario – previsto per tutti i soci “di riferimento” delle società bancarie, quale che ne sia la forma giuridica (società, fondazione, persona fisica, etc.) – con una sorta di supervisione delle Autorità “bancarie” allargata alle FOB socie di maggioranza (in ragione della loro “origine”, oramai remota?).

⁵ E. VENTURI, *Commento all'art. 19*, in AA. VV., *Commentario al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di, F. Capriglione, Milano, 2018, I, 224 ss.

La vigilanza sull'organizzazione, il patrimonio, l'attività ed i bilanci delle FOB è riservata esclusivamente al Ministero dell'Economia e delle Finanze⁶.

Specularmente il MEF non ha alcuna competenza in materia di supervisione sull'attività delle banche.

3. Il giudizio cautelare innanzi al T.A.R. sull'approvazione CONSOB del documento di offerta

La questione d'apice, la pretesa non autorizzabilità di "Sparkasse" ad acquisire "Civibank" in ragione della sua controllante "Fondazione" – oggetto del ricorso al Tribunale UE – è rimasta impregiudicata in quanto quel gravame non era corredato di istanza cautelare e non è stata accolta la domanda di procedura accelerata.

Per questa ragione, nel cruciale periodo dell'offerta, il Giudice innanzi al quale s'è concentrata – in sede cautelare – la "contesa" è stato il T.A.R. Lazio; una sede autorevole, ma "eccentrica", in quanto oggetto del giudizio amministrativo era unicamente il ricorso avverso il provvedimento Consob di approvazione del documento di offerta.

Innanzi al T.A.R. Consob ha eccepito che non rientra tra le sue competenze riesaminare gli atti di consenso presupposti, adottati dalle Autorità di supervisione bancaria; nel caso di specie non le spettava compiere – come preteso dalla ricorrente – una "verifica del presupposto" (lo status della Fondazione) del presupposto (la legittimazione di "Sparkasse" a procedere all'acquisizione).

Alla stregua dei principi generali di riparto delle competenze e di economicità dell'azione amministrativa Consob ha doverosamente preso atto dell'avvenuto rilascio dell'autorizzazione bancaria.

Ne consegue che, anche nell'ipotesi di accoglimento dell'istanza cautelare, Consob non avrebbe potuto riesaminare, "a ritroso", il provvedimento già adottato dalla BCE né, tantomeno, risalendo ancora, contro corrente, il flusso dell'agire amministrativo, avrebbe potuto

⁶ La vigilanza sulle FOB ha avuto, nella prassi, varie evoluzioni; per il "modello" iniziale, si veda, S. AMOROSINO, *I poteri di vigilanza sulle fondazioni bancarie* in AA. VV., *Le «fondazioni» bancarie*, cit., 161 ss.; ID., *Dalle Casse di Risparmio alle fondazioni di origine bancaria: continuità dell'immanenza del potere pubblico sull'autonomia privata* in S. AMOROSINO, *Regolazioni pubbliche mercati imprese*, Torino, 2008, 199 ss.

accertare la pretesa omissione dell'autorizzazione del MEF alla Fondazione.

4. L'imputazione giuridica dell'opa alla sola Cassa di Risparmio (e l'insussistenza dell'obbligo di autorizzazione del MEF alla Fondazione).

Nel “merito” le censure articolate nel ricorso al T.A.R. e, prima, al Tribunale UE (in quella sede suffragate da riferimenti, invero poco perspicui, a principi di diritto eurounitario) trovavano preteso fondamento, innanzitutto, nell'art. 7, comma 3, del d.lgs. n. 153/1999:

“Le operazioni aventi per oggetto le partecipazioni detenute dalla fondazione nella Società bancaria conferitaria sono previamente comunicate all'Autorità di vigilanza, insieme con un prospetto informativo nel quale sono illustrati i termini, le modalità, gli obiettivi e i soggetti interessati all'operazione. Trascorsi trenta giorni dal ricevimento della comunicazione da parte dell'Autorità di vigilanza senza che siano state formulate osservazioni la fondazione può procedere alle operazioni deliberate”.

E' stato agevole controdedurre che, nel caso in esame, non si era in presenza di alcuna operazione riguardante la partecipazione della Fondazione al capitale della s.p.a. Cassa di Risparmio.

Tale partecipazione era rimasta del tutto immutata, per la dirimente ragione che la Società bancaria ha posto in essere l'operazione di acquisizione esclusivamente con capitali propri, o reperiti sul mercato, senza richiedere alcun apporto finanziario ai soci.

(Naturalmente, a seguito dell'operazione di acquisizione, come di qualsiasi altro evento rilevante di mercato, il valore delle azioni della s.p.a. può subire delle oscillazioni, ma ciò, ovviamente, non potrebbe minimamente dipendere da un'inesistente operazione della Fondazione sul proprio patrimonio).

La Fondazione non aveva quindi alcun obbligo di comunicazione al MEF.

[A prescindere dal fatto che, anche nelle ipotesi di operazioni di una Fondazione sulla propria partecipazione al capitale della società bancaria conferitaria, non è prevista alcuna autorizzazione preventiva, ma una semplice comunicazione, analoga alla SCIA edilizia; in ordine alla comunicazione il MEF può formulare, entro 30 giorni,

osservazioni, cui la Fondazione può ottemperare o anche replicare motivatamente (sospendendo, in questo caso, l'operazione sino all'avvenuta collimazione con la Vigilanza ministeriale)].

5. *(segue) l'inapplicabilità alla fattispecie dell'art. 22 del T.u.b. (Partecipazioni indirette).*

All'inapplicabilità all'opa di "Sparkasse" dell'art. 7, comma 3, la ricorrente ha opposto l'argomentazione "sostanzialistica" che Fondazione e Cassa di Risparmio costituirebbero un aggregato unitario al quale si applicherebbe l'art. 22, comma 1, del T.u.b.⁷, giusta il quale ai fini delle autorizzazioni alle acquisizioni bancarie "si considerano anche le partecipazioni acquisite o comunque possedute per il tramite di società controllate".

Il richiamo normativo risulta fuori bersaglio: è infatti evidente che il legislatore si riferisce alle controllate della società bancaria acquirente, non – al contrario – alla socia controllante (nella specie: la Fondazione) della società acquirente (la Cassa di Risparmio).

Altrettanto erroneo sarebbe sostenere che la Fondazione, in quanto socia di maggioranza della società bancaria acquirente, a seguito dell'acquisizione della Banca di Cividale sia divenuta la capogruppo bancaria.

Il gruppo bancario – nell'ipotesi che qui rileva – è infatti costituito "dalla banca italiana capogruppo e dalle società bancarie, finanziarie e strumentali da questa controllate" (art. 60 T.u.b.).

Che una FOB non possa fungere da capogruppo è esplicitato dalle Istruzioni di Vigilanza di Banca d'Italia (circolare n. 285/2013).

Nello specifico la capogruppo è la stessa Cassa di Risparmio di Bolzano s.p.a.

⁷ A. SACCO GINEVRI, *Sub art. 22*, in Aa. Vv., *Commentario al Testo unico*, cit., I, 241 ss.

6. Insussistenza della violazione del divieto, per la Fondazione, di acquisire una partecipazione di controllo nella Banca di Cividale.

Anche la seconda censura dedotta – la violazione dell’art. 6, comma 4, del d.lgs. n. 153/1999 – atteneva ad una pretesa, illegittima commistione tra la Fondazione di Bolzano e l’attività bancaria.

La disposizione ora richiamata recita: «4. A decorrere dalla data di entrata in vigore del presente decreto le fondazioni non possono acquisire nuove partecipazioni di controllo in società diverse da quelle di cui al comma 1 né conservare le partecipazioni di controllo già detenute nelle società stesse, fatta salva l’applicazione della disposizione di cui all’art. 25». [il cui comma 3 *bis* ha previsto la deroga al principio suora enunciato].

E’ di immediata evidenza che, nella vicenda in esame, la Fondazione non ha acquisito il controllo di alcuna società “non strumentale” (“Civibank”), ma l’ha fatto la Cassa di Risparmio; è altresì incontestato che ciò è avvenuto per autonoma deliberazione del suo c.d.a, avvedutamente comunicata all’azionista Fondazione solo a “percorso giuridico” già avviato.

Anche sotto questo profilo – dunque – nessuna attività giuridica è stata posta in essere dalla Fondazione, la quale è rimasta inerte (prendendo semplicemente atto dell’informativa inviata dalla Cassa di Risparmio), limitandosi a conservare la sua partecipazione azionaria, come consentitole dalla deroga ex art. 25, comma 3 bis. Di ciò ha dato atto il MEF in una nota inviata a Consob in data 29 aprile 2022: l’acquisizione è stata «elaborata e decisa da Sparkasse nell’ambito della sua piena autonomia gestionale, senza alcun intervento e/o ingerenza della fondazione e, soprattutto, con fondi propri di Sparkasse ...».

In conclusione appare privo di fondamento positivo nonché contrario ai principi eurounitari – che sin dalle prime direttive CE hanno configurato le banche come imprese operanti, in concorrenza, nel mercato – inferire dallo status del socio di maggioranza, ove questo sia una FOB, una limitazione della capacità d’agire della società bancaria, quasi essa sia “figlia di un dio minore” nell’ordinamento bancario.

7. Il giudizio cautelare innanzi al T.A.R. sull'approvazione CONSOB del documento di offerta

Ciò chiarito per quanto riguarda la vicenda in esame un doveroso approccio realistico impone di riconoscere che i rapporti tra le FOB azioniste di maggioranza e le s.p.a. bancarie potrebbero assumere, in fatto, una configurazione di controllo societario⁸, sostanziandosi nell'esercizio di poteri di direzione e coordinamento gestori (artt. 2359 e 2497 cod. civ.).

Il codice civile – com'è noto – ritiene la detenzione della maggioranza dei voti in assemblea indice presuntivo di una situazione di controllo ma “ammette il controllante interno a provare ... che esso non esercita influenza dominante effettiva (o «direzione unitaria» o «direzione e coordinamento») sulla società e cioè sulle scelte strategiche e gestionali inerenti all'azione complessiva della società.

Prova che potrà darsi “(...) dimostrando che la nomina degli amministratori esaurisce l'influenza concretamente esercitata sulla società, lasciandosi, da parte del socio “di controllo”, piena autonomia gestionale all'organo amministrativo (...)”⁹.

Il “controllo societario” si articola – com'è noto – in diverse fattispecie.

«L'elemento aggregante delle fattispecie – e cioè il tratto minimale del potere - [ha] un contenuto che va, anche a seconda che ricorra o non ricorra la partecipazione al capitale, lungo una “retta continua”, da un minimo consistente nel potere d'influire in modo determinante sulle deliberazioni assembleari al fine della nomina e revoca degli amministratori della società ad un massimo consistente nella direzione esterna dell'azione imprenditoriale della società, e cioè nell'esercizio concreto di direzione e coordinamento»¹⁰.

È stato dimostrato in giudizio che nel caso in esame la “Fondazione di Bolzano” non ha avuto alcun ruolo attivo.

Più in generale essa si limita, alla scadenza triennale, a nominare gli amministratori ed i sindaci della società bancaria, senza esercitare su di essa alcun potere di influenza dominante.

⁸ Vedi per tutti, l'eccellente sintesi di, M. LAMANDINI, voce *Controllo di società*, in *Il diritto, Enciclopedia giuridica*, Milano, 2007, 4, 382 ss.

⁹ M. LAMANDINI, *op. cit.*, 387.

¹⁰ M. LAMANDINI, *op. cit.*, 387-388

Di conseguenza non può esercitare, né esercita, un potere di controllo effettivo su alcuna delle società che compongono il “Gruppo bancario Cassa di Risparmio di Bolzano”, ivi compresa la neoacquisita “Civibank”.

8. *Inapplicabilità dell’art. 23 del T.u.b. (Nozione di controllo).*

Nè può invocarsi – in senso contrario – l’art. 23 del T.u.b. (Nozione di controllo).

In realtà il comma 1 di tale disposizione¹¹ non si discosta sostanzialmente dall’art. 2359 cod. civ., salvo che per due profili sostanziali:

I) “sussiste il controllo di soggetti diversi dalle società” (mentre il codice prevede solo il controllo “tra società”);

II) a condizione che vi siano “contratti e clausole statutarie che abbiano per oggetto o per effetto il potere di esercitare attività di direzione e coordinamento”.

Precisa il successivo comma 2 – per quanto qui interessa:

«2. Il controllo si considera esistente nella forma dell’influenza dominante, salvo prova contraria, allorché ricorra una delle seguenti situazioni:

1) (omissis);

«2) possesso di partecipazioni idonee a consentire la nomina o la revoca della maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione...».

Anche sul “versante” del T.u.b. è agevole rilevare che, nel caso delle “FOB maggioritarie” – salva l’ipotesi in cui esistano «clausole contrattuali e statutarie che abbiano per oggetto o per effetto il potere di esercitare l’attività di indirizzo e coordinamento» – il controllo in senso stretto, operativo, non è provato.

Anche relativamente all’influenza dominante il potere di nomina degli amministratori, esercitato di norma ogni tre anni, non configura tale influenza se rimane isolato e fine a se stesso.

E’ da ascriversi, quindi, ai “verba generalia ac superficialia” l’affermazione “di principio” sull’incompatibilità, per le FOB, della

¹¹ M. DE POLI, *Sub art. 23*, in AA. VV., *Commentario al Testo unico*, cit., I, 247 ss.

situazione di “proprietaria” di banche con la funzione e natura di enti non profit¹².

9. *Le FOB come investitrici istituzionali e rentières alla luce della regolazione “multistrati” di settore.*

Viceversa, la posizione di socia stabile ed istituzionale – di rentière, per usare un’elegante locuzione francese che fa un po’ “*Belle Epoque*”¹³ – è coerente, e funzionale all’utilizzo della rendita azionaria per l’assolvimento degli scopi di utilità sociale della fondazione. Non a caso, di recente, fondazioni azioniste (minoritarie) di banche ne hanno acquistato ulteriori, limitati, pacchetti azionari.

L’esperienza ultraventennale mostra che, nel tempo, tutte le FOB obbligate ex lege a farlo¹⁴ hanno dismesso il controllo interno (singolo o congiunto) delle società bancarie (ma, prima che ciò accadesse, in alcuni casi, avevano esercitato un incisivo potere di ingerenza esterna nell’azione imprenditoriale della società).

Non è, quindi, oziosa la questione se ed in che misura le “FOB maggioritarie” – legittimate, in deroga, a conservare le rispettive partecipazioni – possano esercitare un potere di direzione esterna sulle società bancarie di cui sono azioniste.

Significative risposte, in tema, si rinvengono nella regolazione specifica delle FOB, la quale si compone di una pluralità di fonti, di natura diversa:

I) il d.lgs. n. 153/1999 e s.m.i., che contiene diverse disposizioni in punto;

II) i provvedimenti dell’Autorità di Vigilanza, che possono essere atti precettivi generali o atti singolari di vigilanza, sia preventiva (e sono speculari all’obbligo, da parte delle FOB, di informare l’Autorità di

¹² V. SANASI D’ARPE, *Le attività delle fondazioni di origine bancaria*, in *Nuovo dir. soc.*, 2015, 10 ss.

¹³ F. ILLIES, *1913 I nodi*, Venezia, 2013, contiene una rappresentazione vivacissima dell’ultimo anno di “*Belle Epoque*” prima della guerra mondiale.

¹⁴ A. PREDIERI, *Fondazioni bancarie, dismissione coattiva della partecipazione di controllo nelle società bancarie e compiti di sviluppo economico degli enti locali* in, AA. VV., *Le «fondazioni» bancarie*, cit., 117 ss., formulò più di un rilievo sulla costituzionalità di tale disposizione.

eventi o eventualità rilevanti, al fine di avere “indicazioni”, anche informali) che correttiva¹⁵;

III) l’Accordo stipulato nel 2015 tra il MEF e le FOB, ch’è un atto programmatico consensuale che conforma i comportamenti futuri dei sottoscrittori;

IV) la “Carta delle Fondazioni”, adottata in sede ACRI nel 2012, atto di autoregolamentazione associativa, anch’esso programmatico;

V) gli Statuti delle singole fondazioni.

Ci si limita a sottolineare la peculiare valenza regolatoria dell’“Accordo”, della “Carta” e degli Statuti, i quali tutti hanno efficacia autoconformativa (in quanto, il primo, è stato liberamente concordato con il MEF e gli altri due sono stati autonomamente deliberati, in sede associativa o singolarmente).

Rientrano, quindi, *optimo iure*, – assieme al d.lgs. e ai provvedimenti di vigilanza del MEF – nella regolazione modernamente intesa, che – con riferimento ai soggetti interessati – è stata definita di diritto privato regolatorio¹⁶.

Per quanto qui specificamente interessa dall’insieme delle fonti richiamate si trae un convergente indirizzo precettivo che configura il ruolo delle FOB – ivi comprese quelle “maggioritarie” – quali meri investitori istituzionali di lungo periodo, doverosamente attenti ai risultati della gestione della s.p.a. bancaria (a tutela del valore e dei frutti della quota del patrimonio tuttora in essa investito, ma estranei alla gestione).

Tale univoco statement precettivo è palesemente una derivata del più generale, già richiamato, indirizzo politico – legislativo di separazione tra le FOB e le società bancarie conferitarie.

A partire – per quanto ci riguarda – dalla disposizione dell’art. 4, comma 2 bis, del d.lgs. n. 153/1999, che vieta agli amministratori delle FOB di ricoprire analoghe cariche nelle s.p.a. bancarie, e viceversa, ed ha posto fine alla “sovrapposizione”, avvenuta, in alcuni casi, negli anni immediatamente successivi al conferimento delle aziende bancarie alle neocostituite società.

¹⁵ Si riprende una nozione coniata in tema di vigilanza bancaria: S. AMOROSINO, *La regolazione pubblica delle banche*, Milano, 2016, 23 ss.

¹⁶ R. NATOLI, *Il diritto privato regolatorio*, in *Rivista della regolazione dei Mercati.*, n. 2/2020.

Il divieto di cumulo delle cariche è ripreso in molti statuti fondazionali.

Conferme di questa tendenza di sempre più netta separazione tra la proprietà e la gestione, escludente il controllo in senso societario, si rinvengono in tutti e cinque i tipi di fonti soprarichiamate.

E' appena il caso di aggiungere che la netta opzione regolatoria a favore di partecipazioni maggioritarie di FOB – ove ammesse – “non interventiste” nell’impresa bancaria, non significa, ovviamente, che – nella realtà effettuale – le scelte strategiche gestionali non siano “annunciate” ed illustrate dagli amministratori agli azionisti “di riferimento”, ma ciò – ad onta dei “puristi dell’irrealtà” e del conflitto d’interessi endemico – avviene sempre ed ovunque).

Di converso esiste un forte deterrente a “sconfinamenti” – riscontrabili dal MEF o in sede giurisdizionale – della “FOB maggioritaria” nella funzione di direzione e gestione strategica della banca ed è la perdita della qualificazione di ente “non economico” e delle connesse agevolazioni fiscali, poiché tale attività di controllo in senso effettivo è considerata, in sede eurounitaria, un’“attività economica” (Corte di Giustizia, sentenza 10 gennaio 2006, in causa C-222/04).

Nel caso dell’opa promossa da “Sparkasse” su “Civibank” tutti i dati documentali escludono qualsiasi ingerenza ideativa, deliberativa o esecutiva della Fondazione Cassa di Risparmio di Bolzano, in conformità ai precetti regolatori delle varie fonti.

Inammissibilità del conseguimento da parte di una fondazione bancaria tramite il lancio di un'offerta pubblica d'acquisto del controllo di una banca terza rispetto a quella conferitaria offerente.

SOMMARIO: 1. La riattualizzazione d'un interrogativo apparentemente superato: possono le fondazioni bancarie acquistare il controllo di altre banche terze rispetto alla conferitaria, eccezionalmente ammesso? – 2. Il superamento della plausibile lettura restrittiva del d. lgs. 153/1999, da parte delle autorità di vigilanza. – 3. La rilevanza obbiettiva della normativa del d. lgs. 153/1999 e della preclusione alle fondazioni conferenti d'acquistare il controllo diretto ed indiretto di banche terze rispetto alla conferitaria. – 4. C'è un'amministrazione posta a presidio dell'osservanza ed effettività del divieto in capo alle fondazioni bancarie?

1. La riattualizzazione d'un interrogativo apparentemente superato: possono le fondazioni bancarie acquistare il controllo di altre banche terze rispetto alla conferitaria, eccezionalmente ammesso?

La recente pubblicazione (fine marzo 2022) del documento relativo all'opa volontaria sulle azioni e sui *warrant* della Banca di Cividale s.p.a. da parte della Cassa di Risparmio di Bolzano s.p.a. rende attuale un interrogativo la cui risposta negativa poteva sembrare scontata da una lettura d'insieme delle disposizioni del d. lgs. 17 maggio 1999, n. 153 recante la «*disciplina civilistica e fiscale degli enti conferenti di cui all'art. 11, comma 1, d. legis., 20 novembre 1990, n. 356*»: può una fondazione bancaria, che ha conservato la maggioranza assoluta delle partecipazioni della società conferitaria, acquistare indirettamente, tramite l'opa lanciata da quest'ultima, il controllo di diritto di una terza banca?¹

¹ Con il documento d'offerta approvato con delibera Consob n. 22281 del 30 marzo 2022, la Cassa di Risparmio di Bolzano s.p.a. – soggetta al controllo di diritto della Fondazione Cassa di Risparmio di Bolzano *Stiftung Südtiroler Sparkasse* (titolare di un pacchetto pari al 65,4 % del capitale sociale) – ha proposto di acquistare tutte le azioni ed i *warrant* emessi di Banca di Cividale s.p.a., a fronte di un corrispettivo unitario predefinito, comunque, subordinando l'efficacia della medesima alla raccolta di almeno il 45 % delle partecipazioni, entità tale da farle conseguire il controllo di diritto dell'emittente.

La normativa posta idealmente a chiusura di un lungo e non lineare processo di separazione tra le vecchie casse di risparmio e le loro aziende bancarie, avviato ad inizio anni '90², ad una prima lettura sembrava poter indirizzare nel senso su indicato e tanto appariva ancora più plausibile anche in considerazione di una delle “giustificazioni storiche” che diedero impulso a quel percorso: la persuasione diffusa che – per rispondere a pieno alle sempre più pressanti spinte europee – si dovesse mettere mano al settore bancario, intervenendo incisivamente anche su quei soggetti ritenuti rientranti nell’orbita pubblica per estrometterli dallo stesso, progressivamente³. Prima separandoli dalle loro aziende, conferite a nuove società, e, poi, rendendo contendibile il loro controllo, imponendone la dismissione⁴.

Se si ragiona seguendo la logica della riforma della fine del secolo scorso, interpretando le disposizioni secondo un criterio di coerenza, dovrebbe, almeno al livello testuale, essere evidente che alle fondazioni bancarie è anche precluso l’acquisto, indiretto, di una posizione di dominio stabile su d’una banca terza rispetto alla conferitaria.

L’ammissione della sola possibilità della detenzione di partecipazioni di controllo in enti e società aventi per oggetto esclusivo l’esercizio di imprese strumentali al conseguimento degli scopi di utilità

² Con l’art. 1, l. 30 luglio 1990, n. 218 concernente le «*disposizioni in materia di ristrutturazione e integrazione patrimoniale degli istituti di credito di diritto pubblico*».

³ Per una sintesi del processo storico di attrazione delle fondazioni nell’area del pubblico, si veda, B. CARAVITA DI TORITTO, *Le fondazioni di origine bancaria come formazioni sociali* (2008), 4 ss, in www.federalismi.it, nonché, per una collocazione del “fenomeno” d’interesse nell’ambito della c.d. “riforma delle banche pubbliche”, si veda, R. COSTI, *L’ordinamento bancario*⁵, Bologna, 2012, 289 ss. e spec. 304 ss.

⁴ Nel sintetizzare gli effetti della disciplina e la ricaduta sugli assetti di potere del sistema bancario, uno dei più autorevoli studiosi – A. PREDIERI, *Fondazioni bancarie, dismissione coattiva della partecipazione di controllo nelle società bancarie e compiti di sviluppo economico degli enti locali*, in AA. VV., *Le «Fondazioni» bancarie*, a cura di S. Amoroso e F. Capriglione, Padova, 1999, 122 – scriveva che le fondazioni erano tenute, prima, a cedere le maggioranze azionarie delle società bancarie conferitarie per, poi, essere sottoposte ad un divieto di ricostituirle per il futuro. Sul punto si veda anche, F. CAPRIGLIONE, *Operatività delle fondazioni bancarie e dismissione del «controllo» sulle s.p.a. conferitarie*, in AA. VV., *Le «Fondazioni» bancarie*, cit., 87 ss.

sociale fissati dai loro statuti (art. 2 d. lgs. 153/1999)⁵, da un lato, e, dall'altro, il divieto per le stesse di acquisire nuove partecipazioni di controllo in società diverse, compreso quello di conservazione delle preesistenti partecipazioni qualificate bancarie (art. 6, comma 1 e 4, d. lgs. 153/1999)⁶, non parrebbe essere tale da sollevare discussioni anche a fronte della previsione derogatoria contenuta in altra parte del provvedimento normativo. La conclusione di fondo, infatti, non sembrerebbe risultare smentita neppure dal tenore delle disposizioni finali (art. 25 d. lgs. 153/1999)⁷, ove il legislatore ha fissato un periodo di tolleranza entro cui attuare le c.d. "dismissione imposte" ed una deroga sostanziale in favore di quelle fondazioni individuate per essere titolari di un patrimonio di "contenuto" valore o per aver concentrato la loro operatività prevalente in ambiti ricadenti in regioni a statuto

⁵ L'art. 2, comma 1, d. lgs. 153/1999, dopo aver premesso che le fondazioni sono persone giuridiche private senza fine di lucro, dotate di autonomia statutaria e gestionale, prosegue prescrivendo che quelle «*perseguono esclusivamente scopi di utilità sociale e di promozione dello sviluppo economico secondo quanto previsto dai rispettivi statuti*». Il successivo comma 2, quindi, prevede un'ulteriore limite costituito dalla concentrazione delle attività di questi enti *non profit*, nell'ambito dei c.d. «*settori ammessi*».

⁶ Art. 6, comma 1, d. lgs. 153/1999, dispone «*Le fondazioni possono detenere partecipazioni di controllo solamente in enti e società che abbiano per oggetto esclusivo l'esercizio di imprese strumentali*» mentre il successivo comma 4, prevede che «*A decorrere dall'entrata in vigore del presente decreto le fondazioni non possono acquisire nuove partecipazioni di controllo in società diverse da quelle di cui al comma 1 né conservare le partecipazioni di controllo già detenute nelle società stesse, fatta salva l'applicazione della disposizione di cui all'art. 25*».

⁷ L'art. 25, comma 1, d. lgs. 153/1999, prevedeva che «*Le partecipazioni di controllo nelle Società bancarie conferitarie, in essere alla data di entrata in vigore del presente decreto, possono continuare ad essere detenute, in via transitoria, sino al 3 dicembre 2005, ai fini della loro dismissione*». Per quanto riguarda le altre partecipazioni non strumentali, il successivo comma 2, prescriveva che «*Le partecipazioni di controllo in società diverse da quelle di cui al comma 1, con esclusione di quelle detenute dalla fondazione in imprese strumentali, sono dismesse entro il termine stabilito dall'Autorità di vigilanza tenuto conto dell'esigenza di salvaguardare il valore del patrimonio e, comunque, non oltre il termine di cui allo stesso comma 1*». In fine, il comma 3-bis, individuava, uno speciale regime per alcune sottocategorie di fondazioni, statuendo che «*Alle fondazioni con patrimonio netto contabile risultante dall'ultimo bilancio approvato non superiore a 200 milioni di euro, nonché a quelle con sedi operative prevalentemente in regioni a statuto speciale*» non si applica il «*comma 1 dell'articolo 6, limitatamente alle partecipazioni di controllo nelle società bancarie conferitarie (...)*».

speciale⁸. L'esenzione dalla regola generale, era concepita, se si vuole – soprattutto nella seconda ipotesi – per casi marginali, le cui peculiarità sarebbero bastate a giustificare la conservazione di particolari legami partecipativi tra le stesse fondazioni conferenti e le loro banche conferitarie⁹.

A fronte del prospettato quadro d'insieme, dunque, già i vecchi criteri posti dal codice civile per l'interpretazione della legge (artt. 12 e 14, disp. prel. al cod. civ.) potevano apparire sufficienti per giungere ad una conclusione attendibile ed al riparo da accuse di “neoformalismo”¹⁰.

L'idea di fondo dell'estromissione delle fondazioni conferenti dalla “stanza dei bottoni” – che sollevò più d'una perplessità¹¹ – indirizza, ragionevolmente, verso interpretazioni restrittive delle deroghe poste a favore delle entità operative nelle “regioni speciali”.

Si può, infatti, rilevare come l'eccezione all'applicazione della disciplina generale operata dall'art. 25 comma 3-*bis*, esclude solo l'obbligo di alienazione delle partecipazioni preesistenti di cui all'art. 6, comma 1, d. lgs. 153/1999 ma non esime, invece, dal divieto – conseguente al vigore del provvedimento – posto dal suo successivo comma 4, d'acquistare nuove partecipazioni di maggioranza in società

⁸ L'art. 25, comma 3-*bis*, d. lgs. 153/1999, che non mi consta abbia attirato l'attenzione della dottrina, pare trovare la sua origine lontana nell'avvertita esigenza, da sempre rappresentata in sede parlamentare, di garantire il mantenimento di un legame qualificato tra le fondazioni bancarie di riferimento di società ad operatività regionale limitata e la stesse società conferitarie, come si trae, ad esempio, dal dibattito sviluppatosi all'interno della Commissione finanze della Camera dei deputati nel 1997 (verbale del 2 luglio 1997, VI Commissione permanente, in www.parlamento.it), in sede di discussione del testo della delega al governo al riordino della disciplina civilistica e fiscale degli enti conferenti.

⁹ In tal senso si veda, Cort. cost., 20 dicembre 2007, n. 438 (par. 6.2, considerazioni in diritto), in www.cortecostituzionale.it, per cui, nell'art. dell'art. 25, comma 3-*bis*, d. lgs. 153/1999, la concentrazione delle attività prevalentemente in regioni a statuto speciale, renderebbe «possibile il mantenimento di uno stretto legame tra la fondazione stessa e l'istituto bancario conferitario».

¹⁰ Nello stesso senso si veda, l'autorevole presa di posizione – nel corso del periodo d'offerta – di A. PISANESCHI, *L'opa Sparkasse ripropone il problema del ruolo delle fondazioni*, in www.adnkronos.com.

¹¹ Oltre alla dottrina citata a nota 3, si veda, F. MERUSI, *Nuova disciplina delle fondazioni bancarie*, in *Giornale dir. amm.*, 1999, 713 ss.

diverse da quelle che hanno per oggetto esclusivo l'esercizio di imprese strumentali.

Continuando, in altra prospettiva, si può dire che l'indicazione della partecipazione di controllo permessa nella società bancaria conferitaria esclude ogni altra ipotesi, sia che si tratti di partecipazione di maggioranza diretta od indiretta, in quanto l'eccezione varrebbe a confermare la regola, ossia l'estromissione delle partecipazioni solitarie dirette ed indirette di controllo in altre realtà tanto più che il decreto, per ragioni (verosimilmente) antielusive, assimilava quella posizione di dominio a quella ottenuta in modo congiunto, tramite il coordinamento di più partecipazioni di minoranza dirette od indirette riconducibili a più fondazioni (art. 6, comma 5-*bis*, d. lgs. 153/1999). Molte disposizioni che hanno riguardo alla composizione patrimoniale delle fondazioni pongono, poi, sullo stesso piano – come è consueto alla normativa economica – la partecipazione diretta o mediata. Nel definire, ai fini dell'applicazione del d. lgs. 153/1999, la nozione di controllo rilevante, l'art. 6, comma 2, d. legis. 153/1999 richiama espressamente anche i «*casi previsti dall'art. 2359, primo e secondo comma, del codice civile*»¹². Ancora, la rilevanza della partecipazione indiretta delle fondazioni nelle società bancarie viene affermata anche ai fini dell'individuazione dell'amministrazione investita della relativa vigilanza, conservandola in capo al MEF, indipendentemente dalla riforma del titolo secondo del libro primo del codice civile, sin tanto che quegli enti non commerciali conservino, anche mediatamente, una partecipazione di controllo in società bancarie (art. 10, comma 1, d. lgs. 153/1999).

In conclusione, se si considera che la legge pone sullo stesso piano sia le partecipazioni di controllo dirette che indirette, si dovrebbe ritenere che la fondazione bancaria non può – tramite la banca conferitaria direttamente controllata – acquistare il controllo di una banca terza, pena la violazione dell'art. 6, comma 4, d. legis. 153/1999 che conserva intatta la propria forza preclusiva rispetto a tutte le ipotesi non contemplate espressamente dall'art. 25, comma 3-*bis*, d. lgs. 153/1999.

¹² Dunque, il controllo di una società su d'un'altra garantito, rispettivamente, da una partecipazione che assicura o la maggioranza dei diritti di voto in assemblea ordinaria o un numero di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante per l'approvazione delle determinazioni del collegio sociale.

2. *Il superamento della plausibile lettura restrittiva del d. lgs. 153/1999, da parte delle autorità di vigilanza.*

La lettura del documento d’offerta, però, sembra evidenziare come l’autorità bancaria che ha autorizzato l’offerente alla raccolta di una partecipazione di controllo nella banca friulana, abbia fatto propria una diversa lettura della disciplina posta dal d. lgs. 153/1999. Infatti, BCE – informata della circostanza che l’offerente ha come azionista di maggioranza assoluta la sua fondazione bancaria conferitaria – non ha ravvisato alcun elemento impeditivo e, dunque, ha assentito (*ex artt. 4 e 6, reg. UE 1024/2013 ed ex artt. 19, 22, 53, 67, T.u.b.*) ad un’operazione che conduceva all’acquisto del controllo di una terza banca da parte di altra direttamente e solitariamente controllata da un’entità il cui statuto normativo ammette solo limitatamente tale eventualità.

In linea con l’impostazione di BCE, poi, sembra apparire quella di Consob che approvava un documento d’offerta in cui, nella sezione dedicata alle informazioni sull’offerente¹³, è laconicamente indicato che il primo è soggetto al controllo di diritto della Fondazione Cassa di Risparmio di Bolzano, titolare di una partecipazione pari al 65,4 % di azioni ordinarie; e, si noti, senza alcun altro riferimento allo statuto normativo di quest’ultima ed ai potenziali profili controversi della vicenda, eventualmente destinati a riflettersi sulla stabilità del nuovo assetto di controllo ed, ulteriormente, sulla realizzabilità dei programmi che l’offerente ha dichiarato di voler realizzare nel documento d’offerta¹⁴. Da lì, dunque, il dubbio relativo ad un’incompletezza non marginale del documento autorizzato, suscettibile d’incidere sulla capacità di assolvere alla sua funzione di «*consentire ai destinatari di pervenire ad un fondato giudizio sull’offerta*» (art. 102, comma 4, T.u.f.). Quello, infatti, non dà conto di due aspetti – oggetto di approfondimento dei successivi paragrafi – quali, rispettivamente, il

¹³ Sez. B.1 e B.1.6, pp. 40-41.

¹⁴ La considerazione, successiva, della disciplina specifica delle fondazioni bancarie, infatti, potrebbe condurre all’annullamento o alla revoca dell’autorizzazione rilasciata da BCE con conseguente obbligo di alienazione delle partecipazioni eccedenti e divieto d’esercizio del diritto di voto da quelle attribuite (art. 24, commi 2 e 3 T.u.b.).

regime sostanziale della controllante ultima e le verifiche preventive cui le scelte patrimoniali più rilevanti di quella sono sottoposte.

3. La rilevanza obbiettiva della normativa del d. lgs. 153/1999 e della preclusione alle fondazioni conferenti d'acquistare il controllo diretto ed indiretto di banche terze rispetto alla conferitaria.

Tanto ricordato, sembra che la rilevanza della legge domestica dello scalatore, che richiede l'autorizzazione all'acquisto di partecipazioni bancarie significative, possa ricavarsi dalla lettura dal plesso integrato della normativa europea ed italiana.

BCE, avvalendosi (per quel che ci interessa) di Banca d'Italia anche per l'assolvimento dei propri compiti autorizzatori specifici (art. 19, comma 5-bis, d. lgs. T.u.b.)¹⁵, deve riscontrare la compatibilità del contenuto della richiesta ricevuta non solo rispetto al diritto nazionale attinente al segmento bancario (art. 4, par. 3, reg. 1024/2013/UE)¹⁶ ma anche quello relativo ai soggetti coinvolti nell'operazione da controllare in quanto le loro specificità possano incidere sulla stabilità degli assetti proprietari e, in prospettiva, aver delle ricadute negative sulla sana e prudente gestione dell'intermediario e sul suo prestigio reputazionale. Ragionevolmente, dunque, alle autorità di vigilanza si impone una verifica di tutte quelle condizioni ricavabili dallo "statuto nazionale dell'acquirente", che possono condizionare l'operazione d'incremento del possesso azionario. Quelle, quindi, devono svolgere

¹⁵ Sul modello di integrazione amministrativa tra BCE e autorità nazionali, tra i più recenti contributi, si veda, A. MAGLIARI, *Vigilanza bancaria e integrazione europea. Profili di diritto amministrativo*, Napoli, 2020, 109 ss.

¹⁶ Per quanto riguarda le autorizzazioni all'acquisto di partecipazioni rilevanti nelle banche, il regolamento di BCE riprende la normativa sostanziale quando delinea le modalità e termini di collaborazione tra quella e le autorità nazionali. Lì si precisa, infatti, che nella spartizione dei compiti, l'autorità nazionale competente (ANC) cui è presentata la richiesta valuta se «*la potenziale acquisizione soddisfa tutte le condizioni stabilite dal pertinente diritto dell'Unione e nazionale*» (art. 86, par. 1, reg. BCE 486/2014) ed a seguito di tale valutazione predispone un progetto di decisione da trasmettere a BCE e destinato a divenire, in caso d'inerzia significativa (la c.d. "non opposizione"), provvedimento assentivo dell'amministrazione europea. Sulle peculiarità e sulle ragioni dell'autorizzazione tramite non opposizione, si veda, G. BARONE, G. DRAGO, C. NICOLOSI, *L'irrompere della vigilanza europea*, in *P.A. Persona e amministrazione*, 2021, 697 ss.

una verifica destinata ad estendersi a tutti a tutti coloro che possono conseguire una partecipazione di controllo anche non immediata atteso che, per effetto dell'art. 22, comma 1, T.u.b., gli accertamenti propedeutici al rilascio dell'autorizzazione prevista dall'art. 19, commi 2 e 3, T.u.b., riguardano anche chi diverrà titolare della partecipazione indiretta, e cioè quel soggetto che, a sua volta, è considerato personalmente obbligato a presentare la richiesta di nulla osta (art. 22, par. 1, dir. 2013/36/UE).

Ora, se l'autorizzazione deve essere adottata anche avendo riguardo alle caratteristiche e capacità di chi acquisisce il controllo indiretto della società bancaria, se ne dovrebbe ricavare che sono da considerare rilevanti i limiti posti alle fondazioni bancarie che, in forza dell'operazione, acquisirebbero il controllo indiretto di una banca terza rispetto alla conferitaria. Considerazione tanto più vera se si ricorda che il controllo, diretto ed indiretto della banca conferitaria preso in considerazione dalla normativa sulle fondazioni (art. 6, comma 2, 3, 5-*bis*, d. lgs. 153/1999) coincide sostanzialmente con quel controllo definito ai fini dell'applicazione del diritto bancario armonizzato del Tub (art. 23 T.u.b.)¹⁷.

Nessuna amministrazione, domestica od europea, in altri termini, sembra possa ignorare quell'incapacità all'assunzione di partecipazioni di controllo da parte dell'ente conferente, ricavabile dalla normativa di riferimento, se è vero che l'autorizzazione è rilasciata anche avendo riguardo alle qualità del potenziale acquirente (art. 19, comma 5, T.u.b.). In tale prospettiva, dunque, non appare trascurabile una normativa che – come da tempo evidenziato dalla più autorevole dottrina – prima obbligava le fondazioni a dismettere e, poi, a non ricostituire pacchetti di maggioranza in qualunque banca anche diversa dalla conferitaria.

Da qualunque prospettiva ci si ponga, comunque, sembra che quelle prescrizioni interdicano alle fondazioni l'acquisto del controllo di una banca terza. Infatti, tanto è impedito dal divieto dell'art. 3, comma 2, d. lgs. 153/1993 – che preclude alle fondazioni l'esercizio di funzioni

¹⁷ Su cui, per tutti, M. DE POLI, *Sub art. 23. Nozione di controllo*, in AA. VV. *Commentario al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di F. Capriglione⁴, I, Padova, 2018, 247 ss. Sul punto, e per un più ampio esame del Capo III del titolo II del T.u.b., si segnala anche, G. ROTONDO, *Sub art. 19 ss.*, in AA. VV. *Commentario al testo unico bancario*, coordinato da G. Falcone, Pisa, 2021, 102.

creditive – per chi reputa che la disponibilità del pacchetto di controllo consenta di imputare al socio l'esercizio indiretto dell'impresa svolta dall'ente nominato¹⁸. Alla stessa conclusione, poi, si giunge avendo riguardo al solo profilo partecipativo, poiché da quell'insieme di prescrizioni limitative si può ricavare un impedimento all'assunzione di partecipazioni di controllo nelle banche per effetto di una valutazione normativa che reputa quella particolare situazione proprietaria assolutamente incompatibile con la funzione e la struttura della particolare categoria di enti *non profit*¹⁹ oggetto del nostro interesse. Vi osta, dunque, in questa seconda prospettiva, una ragione anche coerente con l'indicazione dell'art. 61 T.u.b. che vuole riservato il ruolo di capogruppo bancario – che si realizzerebbe con il controllo, rispettivamente, diretto ed indiretto di due banche – solamente a società bancarie, a società finanziarie o di partecipazione finanziaria²⁰.

L'impostazione qui sostenuta, se non ci si inganna, pare trovare conferma nella disposizione che, eccezionalmente, consente alle

¹⁸ V. SANASSI D'ARPE, *Le attività delle fondazioni di origine bancaria*, in *Nuovo dir. soc.*, 2015, 10 e 30-31.

¹⁹ Tanto si trae, già solo richiamando per le prime conclusioni la dottrina, più risalente, citata nelle note precedenti. Per F. MERUSI, *op. loc. cit.*, l'obbligo di dismissione del controllo – ed il divieto di ricostruzione dello stesso a carico delle fondazioni di diritto privato – poteva essere spiegato solo postulando l'inidoneità di quelle alla detenzione di partecipazioni di maggioranza. Sulla stessa lunghezza, d'onda si possono richiamare le gravi quanto autorevoli affermazioni di F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, 99, per cui «*il testo normativo esclude la detenzione di una partecipazione bancaria, cui consegua la possibilità di esercitare un'influenza dominante (...), in quanto tale evenienza è ritenuta di per sé fattore impediente nel perseguimento dei fini statutari*». In una diversa prospettiva, sempre tesa ad escludere l'assunzione di un'influenza determinante nelle società bancarie, si può rinviare a V. CALANDRA BUONAURA, *Le fondazioni bancarie come investitori di lungo periodo* (2010), 14, in www.astrid.it, per cui tra le coordinate legislative per la gestione del patrimonio delle fondazioni, la legge non pone alcun «*limite (...) alla possibilità di investire in partecipazioni non di controllo in società anche diverse da quelle aventi ad oggetto l'esercizio di imprese strumentali e più in generale in attività finanziarie*». Negli stessi termini, ricava dalla disciplina un divieto per le fondazioni di detenere il controllo di fatto o di diritto di società bancarie, A. PREDIERI, *op. cit.*, 24 s.

²⁰ In tal senso si veda, R. COSTI, *op. cit.*, 307, secondo cui il divieto posto alle fondazioni conferenti di detenere contemporaneamente il controllo di più banche si spiegava anche in ragione della scelta normativa di riservare il ruolo di capogruppo ad enti a struttura societaria e, si può aggiungere, sottoposti a vigilanza dell'autorità bancaria.

piccole fondazioni ed a quelle con attività prevalentemente concentrate nelle regioni a statuto speciale di conservare la partecipazione di maggioranza nelle banche (art. 25, comma 3-*bis*, d. lgs. 153/1999). La deroga all'obbligo di dismissione, in altri termini, sembra confermi l'esclusione della prospettazione alternativa che vorrebbe l'eccezione ricordata idonea a coprire ogni scelta della banca conferitaria che, in ragione della propria autonomia organizzativa, potrebbe determinarsi liberamente, prima, nella progettazione e, poi, nella realizzazione del proprio programma imprenditoriale, anche ad acquisire il controllo di imprese concorrenti per realizzare aggregazioni c.d. "per linee esterne".

In sintonia con le indicazioni della Consulta, valorizzando, da un lato, il legame con il territorio e, dall'altro, la normale limitata importanza economica di enti operanti in realtà geografiche assolutamente circoscritte, la partecipazione di controllo consentita a talune fondazioni può essere letta nella logica dell'integrazione degli strumenti impiegabili per la realizzazione di interventi nel territorio di riferimento. Quella "concessione", in altri termini, permette di considerare, in via del tutto eccezionale, strumentale anche la partecipazione bancaria di maggioranza, ritenendola mezzo idoneo alla realizzazione degli scopi di utilità sociale e di promozione dello sviluppo economico come definiti dai rispettivi statuti (art. 2, d. lgs. 153/1999). Se si vuole, le peculiarità territoriali sono considerate un fattore che amplia le modalità a disposizione delle fondazioni per perseguire i loro scopi (art. 3, comma 1, d. lgs. 153/1999), includendovi anche la società bancaria conferitaria che sarebbe altrimenti esclusa. Quindi, si può ipotizzare che quella "anomalia" sia tollerata perché si reputa che la disponibilità da parte della fondazione di una partecipazione di maggioranza assoluta nella banca conferitaria le consente di esercitare in modo propositivo in favore del territorio di riferimento il proprio potere di direzione e coordinamento²¹. In particolare, indirizzando gli amministratori al perseguimento di politiche aziendali quanto più attente alle esigenze locali, attraverso scelte che, nel limite del pareggio di bilancio, sostengano le realtà e le persone ivi residenti nel territorio di riferimento, magari anche

²¹ Con riguardo alle c.d. "società strumentali" si veda, U. TOMBARI, *L'attività di direzione e coordinamento nelle fondazioni bancarie*, in AA. VV., *Le fondazioni di origine bancaria verso l'autoriforma*, a cura di G. Sala e G. Meruzzi, Bologna, 2016, 186-188.

rivolgendo verso ambiti coincidenti con quelli statuari le iniziative che possono essere annoverate nel c.d. “bilancio sociale” dell’impresa²².

Peraltro, il riconoscimento della natura strumentale della partecipazione bancaria di controllo non risulta neutra rispetto alla direzione e valutazione delle scelte dell’azionista dominante. In aderenza a quella “relazione” il titolare della partecipazione di maggioranza, deve intendersi obbligato a far sì che la banca controllata sviluppi un’attività a connotazione territoriale “concentrata”, coerentemente con le proprie finalità istituzionali. Il primo, quindi, dovrà esercitare le proprie prerogative – tra cui il proprio diritto di voto – “in modo funzionale”, al fine di garantire che le scelte degli amministratori si concentrino sul territorio di riferimento e, dunque, non spostino la loro attenzione altrove. Pertanto, le fondazioni controllanti, per perseguire i loro obiettivi, dovranno avvalersi di tutti gli strumenti a disposizione dell’azionista e, quindi, prima, impartire direttive congruenti e, poi, eventualmente bocciare le proposte dissonanti con le finalità istituzionali ed, al limite, rimuovere gli amministratori che mantengano condotte incompatibili.

In conclusione, la strumentalità della partecipazione di controllo pare confermare l’esistenza di un limite a carico della società partecipata derivante, se si vuole, dalla qualità del suo socio di maggioranza. Azionista, peraltro, obbligato dal suo statuto normativo a prevenire, tramite il monitoraggio assembleare, spinte centrifughe, comprese quelle tese all’acquisto indiretto del controllo di una banca operante in un’altra regione italiana e, dunque, estranea al territorio in cui la fondazione che controlla la banca che vuol acquisire il controllo di una terza è precipuamente attiva.

²² La fondazione, ad esempio, potrebbe impiegare quel potere di “direttiva” sugli amministratori della s.p.a. che è insito nella partecipazione di controllo, per indicare a questi le aree – coincidenti con quelle scelte dall’ente socio – in cui devono concentrare le liberalità che ritengono opportuno realizzare per dare una dimensione anche sociale all’impresa esercitata o per accrescere la reputazione della stessa nell’ambito del territorio in cui essa opera.

4. *C'è un'amministrazione posta a presidio dell'osservanza ed effettività del divieto in capo alle fondazioni bancarie?*

Chiarito che il divieto posto alle fondazioni conferenti si estende anche all'acquisizione indiretta di partecipazioni di controllo in altre banche tramite la propria conferitaria, ci si può chiedere se vi sia un soggetto chiamato a presidiarne l'osservanza.

Per quanto non esista una prescrizione espressa e la disciplina specifica – che suscitò molti dubbi²³ – debba essere riletta in modo non eccessivamente invasivo²⁴, l'eventuale acquisto di “pacchetti d'azioni” che garantiscono anche il controllo indiretto di banche, per il suo rilevante impatto sull'assetto patrimoniale della fondazione, sembra dover essere sottoposto alle verifiche che la legge affida al MEF in ipotesi di operazioni su partecipazioni bancarie compiute direttamente dall'ente conferente (art. 7, comma 3, d. lgs. 153/1999). La disposizione, concepita per garantire un'adeguata diversificazione nel rischio d'investimento quando il soggetto vigilato si accingeva a disporre di tutto o parte del suo più rilevante cespite patrimoniale, trova analoga ragione d'applicazione quando, per mezzo della società partecipata, la fondazione titolare di un controllo di diritto (assoluto)²⁵

²³ Oltre a F. MERUSI, *op. cit.*, per i dubbi sollevati dall'estensione del potere ministeriale, tra i molti, si veda, S. AMOROSINIO, *I poteri pubblici di vigilanza sulle fondazioni bancarie*, in AA. VV., *Le «Fondazioni» bancarie*, cit., 151 ss.;

²⁴ Cfr. M. CLARICH, *L'autonomia delle fondazioni di origine bancaria e vigilanza statale dopo il protocollo d'intesa ACRI/MEF*, in AA. VV., *Le fondazioni di origine bancaria verso l'autoriforma*, cit., 46, per cui, il tendenziale venir meno della afferenza delle fondazioni bancarie all'ordinamento del credito (si può aggiungere, per effetto della perdita delle partecipazioni di controllo), e gli interventi demolitori dei poteri di condizionamento operati dalla Corte costituzionale imporrebbero alla vigilanza di assumere necessariamente “un tocco più leggero” e ciò pur in assenza di modifiche espresse al d. lgs. 153/1999 che si caratterizza per conservare l'impostazione bancaria originaria, cioè, mantenendo in primo piano la finalità di garantire la sana e prudente gestione, la verifica della redditività dei patrimoni gestiti e dell'effettiva tutela degli interessi contemplati negli statuti.

²⁵ L'esame delle deliberazioni delle assemblee ordinarie di Cassa di Risparmio di Bolzano s.p.a. evidenzia come la posizione di controllo garantita dalla dal possesso del 65,5 % delle azioni con diritto di voto le assicurasse un'influenza dominante assoluta, addirittura in grado di escludere l'operatività delle clausole statutarie poste a garanzia della voce delle minoranze. Dalla lettura del verbale dell'assemblea del 22 aprile 2022, con cui vennero rinnovati i componenti degli organi di direzione e

sulla prima si determina a concentrare risorse da quella percepibili – come dividendi e, quindi destinabili alla realizzazione di scopi d'utilità sociale (art. 2, d. lgs. 153/1999) – per l'acquisto delle azioni di una banca terza²⁶. Se si vuole, è la diretta imputabilità alla fondazione della scelta di porre in essere la scalata – che assorbe relevantissime risorse proprie (disponibili) della controllata²⁷ – a giustificare l'estensione della verifica amministrativa atteso che, attraverso l'offerta pubblica, si realizza una sostanziale concentrazione di ricchezza, in tesi non compatibile con il principio della diversificazione del rischio, con

controllo dell'offerente, risulta che l'ente *non profit* riuscì a designare non solo la maggioranza (art. 6, comma 2, lett. b, d.lgs. 153/1999) ma, addirittura, la totalità del c.d.a. e del collegio sindacale. Dai fatti emerge che la posizione egemone della fondazione altoatesina fu tale da dissuadere i soci possessori del residuo 35,5 % del capitale sociale a presentare una o più liste alternative, diritto che, in forza della previsione dell'art. 21 dello statuto di Cassa di Risparmio di Bolzano s.p.a., è riconosciuto a tanti azionisti che rappresentano almeno il 2,5 % del capitale sociale. Infatti, l'unica lista presentata e votata fu quella della fondazione con conseguente (ed evidentemente) “soffocamento” della voce degli altri possessori di partecipazioni.

²⁶ Nel documento d'offerta di Cassa di Risparmio di Bolzano s.p.a. (p. 104 e p. 120) si legge che l'istante ha vincolato a servizio del pagamento dei corrispettivi per le azioni e i *warrant* richiesti una somma pari ad euro 142.560.502 di risorse proprie. Ora è indubbio, in considerazione della posizione di controllo assoluto della fondazione (si veda la nota precedente) che la disponibilità dei mezzi propri da destinare all'offerta sia il risultato di una scelta d'investimento della prima, che, sostanzialmente, si è determinata a rinunciare alla percezione di un dividendo pari ad euro 69.925.926, come si trae facendo un semplice calcolo aritmetico. Se la banca dispone di risorse proprie utilizzabili pari ad euro 142.560.502, ciò significa che detratto il 10 % da destinare a riserva legale e l'ulteriore 15 % da destinare a riserva statutaria, la Fondazione avrebbe potuto, come socio di maggioranza di Cassa di Risparmio di Bolzano s.p.a., all'assemblea ordinaria della partecipata, deliberare la distribuzione come dividendi di una somma pari ad euro 106.920.377, ottenendo per sé un importo pari a euro 69.925.926 corrispondente al 64,5 % della somma distribuibile tra tutti i soci.

²⁷ Se ci si pone in una prospettiva pratica si può apprezzare l'opa come una determinazione della Fondazione Cassa di Risparmio. Infatti, l'iniziativa non può che essere imputata alla *Stiftung* altoatesina, in quanto titolare di una partecipazione che le garantisce il controllo assoluto dell'offerente. La natura ed i fini della Fondazione ed il tipo di investimento in cui si sostanzia l'opa sulle azioni di *CiviBank* confermano poi quell'affermazione. Infatti, nessun organo di supervisione strategica e/o di gestione – tanto più in tempi di Covid e di guerre che reclamano dal *non profit* azioni sempre più intense – avrebbe mai scelto, senza il consenso dell'azionista di controllo, di impiegare oltre 142 milioni di euro di utili accantonati per l'acquisto del controllo di una banca terza.

quello dell'adeguata redditività e, ancora, con il – pur tenue – criterio del collegamento funzionale tra investimento e finalità istituzionali della fondazione stessa (art. 7, comma 1, d.lgs. 153/1999)²⁸.

Se si guarda alla sostanza del fenomeno qui considerato, sembra doversi escludere che un malinteso principio di legalità²⁹ impedisca al MEF di sottrarsi all'obbligo di eseguire un riscontro sull'operazione qui osservata poiché la doverosità della verifica è ricavabile dal principio di efficienza dell'azione amministrativa, vista come momento imprescindibile per garantire, in assenza di efficaci meccanismi di responsabilizzazione interni alle fondazioni³⁰, il perseguimento delle finalità d'utilità sociale che – scegliendo tra quelle fissate dalla legge – le stesse si prefiggono di attuare. Esame dell'amministrazione, destinato a sostanzarsi in una verifica preventiva di compatibilità dell'operazione segnalata con il principio di sana e prudente gestione,

²⁸ Nel caso di specie, appare ragionevolmente dubbia la compatibilità con le finalità di Fondazione Cassa di Risparmio di Bolzano di un investimento di oltre 142 milioni di euro destinato ad acquistare una società bancaria terza al fine di consentire alla società conferitaria di «*perseguire un significativo miglioramento del posizionamento strategico proprio e di CiviBank, mirando a realizzare un'operazione di consolidamento in grado di collocare il potenziale nuovo gruppo bancario, in termini di quote di mercato nel territorio di riferimento, immediatamente dopo i 4 principali gruppi bancari nazionali, con impieghi di circa Euro 10 miliardi e masse amministrate di Euro 26 miliardi.*

A giudizio dell'Offerente, l'operazione permetterà la valorizzazione delle caratteristiche distintive dell'Emittente, il mantenimento dell'identità e del legame storico di CiviBank con il proprio territorio di origine e delle potenzialità delle due banche, la realizzazione di importanti economie di scala e sinergie industriali e la creazione di un gruppo capace di creare valore e conseguire benefici significativi per tutti gli stakeholders dell'Emittente» (33 del documento d'offerta).

²⁹ Il cui contenuto e confini sono ampiamente dibattuti e, per l'assenza di un riconoscimento normativo espresso – M. CLARICH, *Manuale di diritto amministrativo*⁵, Bologna, 2022, 67-68–, continuerà a suscitare discussioni, come ben evidenziato da G. SCOCA, voce *Attività amministrativa*, in *Enc. del dir.*, Agg. VI, Milano, 2002, 85 ss.

³⁰ Cfr. G. PONZANELLI, *Le fondazioni bancarie come enti non profit: problemi e prospettive*, in AA. VV., *Le fondazioni di origine bancaria verso l'autoriforma*, cit., 28. Analogamente, M. CLARICH, *L'autonomia delle fondazioni di origine bancaria e vigilanza statale dopo il protocollo d'intesa ACRI/MEF*, *ivi*, 44, per il quale le peculiarità delle figure e la complessità dei loro compiti giustificavano – in assenza di meccanismi efficaci di responsabilizzazione (interna) – l'introduzione ed il mantenimento (47) di un sistema di vigilanza rinforzata compendiantesi nei vari poteri normativi, prescrittivi ed informativi del MEF.

che, comunque, sembra legittimata e legittimarsi anche alla luce delle relativamente recenti scelte autodisciplinari frutto dell'iniziativa dell'associazione delle fondazioni e delle casse di risparmio italiane (ACRI)³¹.

Se non ci si inganna, il protocollo d'intesa ACRI/MEF del 22 aprile 2015³², considerato espressione di "vigilanza negoziata" - assimilabile ad una circolare interpretativa da cui trarre in modo condiviso le migliori prassi su cui rapportare la corretta gestione³³ - contiene alcune indicazioni che conducono a ritenere dovuta la verifica preventiva del ministero anche nel caso di interesse. In primo luogo, come è stato sottolineato³⁴, il protocollo sancisce un impegno espresso alla riduzione delle partecipazioni delle fondazioni nelle banche conferitarie. Dunque, una decisione che porta all'acquisto del controllo di diritto indiretto su una banca terza rispetto alla conferitaria – ponendosi in controtendenza rispetto a quell'autovincolo – deve, necessariamente, essere sottoposta

³¹ Sembra, peraltro, doversi escludere che alla comunicazione al MEF possa attribuirsi una mera rilevanza informativa, prevista per rendere possibile un controllo da parte del destinatario del rispetto delle condizioni previste dalla legge. Quindi, pare doversi negare che il compimento dell'iniziativa considerata non sia, in qualche modo, condizionata dall'apprezzamento amministrativo perché la legittimità di dipende dalla sussistenza di requisiti completamente predeterminati a livello normativo e perciò tali da escludere qualunque margine d'apprezzamento discrezionale. La diversità dal modello della SCIA – su cui per tutti, M. CLARICH, *Manuale*, cit., 182 ss. – credo sia confermata dal fatto che il tipo di valutazione che si richiede venga compiuta sull'operazione comunicata ha una connotazione di tipo prudenziale, tesa, appunto ad apprezzare la ricaduta dell'iniziativa sul complessivo equilibrio/assetto patrimoniale della fondazione e, quindi, come tale ha un eminente carattere discrezionale. Dunque, ci si trova di fronte ad una valutazione diversa da quella di tipo vincolato - presupposta dalla SCIA (art. 19, l. 7 agosto 1990, n. 241) o dagli istituti assimilabili - che certamente non è superata dalla circostanza che la legge assegna al Ministero un termine entro cui provvedere, trascorso il quale la «fondazione può procedere alle operazioni deliberate». Ora - a prescindere dalla differente formulazione dell'art. 19, comma 2, l. 241/1990 che, a diversamente dall'art. 7, comma 3, d. lgs. 153/1999, ammette l'inizio dell'attività in costanza di comunicazione - si deve ricordare come è frequente che poteri di valutazione discrezionali sia accompagnano alla previsione dell'attribuzione di un valore significativo positivo all'inerzia dell'amministrazione che ne è investita.

³² Per la cui consultazione: <https://www.mef.gov.it/inevidenza/documenti/acri.pdf>.

³³ Cfr. M. CLARICH, *op. ult. cit.*, 51

³⁴ M. CLARICH, *op. loc. ult. cit.*

all'esame preventivo dell'amministrazione vigilante, per consentirle l'eventuale formulazione di osservazioni correttive. In secondo luogo, il protocollo contiene due altri elementi significativi: nelle premesse si dichiara che una delle sue finalità è garantire il rispetto dell'art. 6 d. lgs. 153/1999 ed, in specie, che le fondazioni non controllino più in futuro le banche neppure attraverso accordi in qualunque forma conclusi. Dunque, neppure indirettamente aggregandosi, contando su partecipazioni di altre fondazioni e, quindi, in modo non dissimile da ciò che accade con la partecipazione indiretta rispetto cui l'indicazione del controllante sulla sub controllata è mediata dalla collaborazione della controllata diretta. Il successivo art. 6 impegna le fondazioni a comunicare al MEF tutti gli accordi in qualunque forma conclusi da cui possa derivare l'attribuzione alle stesse dei diritti e dei poteri di cui all'art. 6, comma 2, d.legis. 153/1999 vale a dire il controllo diretto ed indiretto di società strumentali e, dunque, necessariamente deve intendersi dovuta anche la comunicazione nell'ipotesi di acquisizione indiretta da parte di una fondazione del controllo di banche terze rispetto alla conferitaria.

A conclusione, peraltro, si deve fare una precisazione relativamente al rapporto corrente tra verifica del MEF e quella di Consob sul documento d'offerta.

Per quanto possa considerarsi obbligato il controllo ministeriale, si deve segnalare come il suo avvio, così come il suo esito, non paiono poter interferire con il procedimento di spettanza della Commissione. La disciplina applicabile al controllo sul documento d'offerta, infatti, consente di distinguere un duplice ordine di "fattori", diversi tra loro in considerazione dell'idoneità solo d'alcuni ad incidere sull'attività amministrativa di Consob.

Escluso che l'intervento del MEF possa ricadere tra le c.d. "ipotesi di autorizzazione preventiva" richiesta ad altre autorità – cui è subordinata la conclusione del procedimento di Consob (art. 104, comma 4, ultimo periodo, T.u.f.) – non di meno, sembra che la menzione dell'adempimento non possa essere omessa dal documento d'offerta. Infatti, stando alle indicazioni regolamentari della Commissione – ed all'interpretazione dalla stessa fornita³⁵ – il

³⁵ La necessità dell'acquisizione di ogni autorizzazione prevista dalle diverse fonti normative, sia pur con diversa rilevanza, risulta confermata dal regolamento emittenti

documento d'offerta deve garantire un panorama informativo più ampio, indicando tutte le domande e comunicazioni richieste dalla normativa applicabile. Dunque, nel caso di interesse, a fronte dell'emersione della mancata considerazione nel prospetto d'un aspetto normativo rilevante, Consob avrebbe dovuto richiederne l'inserimento "aggiuntivo" nello strumento assentito, subordinando, al limite, il decorso del periodo utile per l'accettazione della proposta d'acquisto allo spirare del termine che la legge (art. 7, comma 3, d. lgs. 153/1999) assegna al MEF per la formulazione delle proprie osservazioni.

e dall'interpretazione fornite dalla stessa autorità quando pose in pubblica consultazione la prescrizione subprimaria, oggi confluita nell'art. 37, comma 1, lett. l, reg. emittenti (delib. Consob n. 11971/1999). Questa prevede che la comunicazione dell'offerta, tanto al pubblico quanto all'autorità, deve indicare *«le comunicazioni o domande di autorizzazione richieste dalla normativa applicabile all'operazione, fornendo indicazioni circa l'avvio dei relativi procedimenti dinanzi alle competenti autorità»*. Nello spiegare la portata normativa del precetto oggi riprodotto nella lettera l dell'art. 37, la Commissione ha precisato che quella richiede le siano fornite informazioni in merito a *«tutti i procedimenti di autorizzazione connessi con l'intera operazione societaria, non limitandosi a dare evidenza, quindi, dei soli procedimenti autorizzatori di cui all'art. 102, co. 4, seconda parte del TUF la cui pendenza comporta una sospensione del procedimento istruttorio innanzi alla Consob»* [documento consultazione 6.10.2010, all. 1, pp. 32 ss.]. La prescrizione relativa al comunicato dell'offerta trova, peraltro, un corrispondente nella disposizione che individua l'avvio del procedimento autorizzatorio secondo cui oltre al documento d'offerta il richiedente presenta a Consob (art. 37-ter, comma 1, lett. b, reg. emittenti) *«un'attestazione circa l'avvenuta presentazione alle autorità competenti delle comunicazioni o domande di autorizzazione richieste dalla normativa applicabile all'operazione»*.

Are stablecoins good money? Finding a balance between innovation and consumers' protection: the European and the United States' perspective

SOMMARIO: 1. Stablecoins: definition and taxonomy of a global phenomenon – 2. The means of payment: when is private money good money? – 3. Why is private money good money? The comparable solutions adopted by the European Union and the United States – 4. The case of Money Market Funds – 5. Are stablecoins good money? And can they be used as means of payment? – 6. The answer of the United States and the European Union – 7. Conclusions.

1. Stablecoins: definition and taxonomy of a global phenomenon

Stablecoins are a type of crypto-assets¹ that lack of an agreed definition²; their designs and features can vary greatly, the only element that is common to these digital assets is the use of stabilization mechanisms in order to minimize the fluctuations of their price. These mechanisms ensure that the value of the cryptocurrency is backed by reserve assets that can be either money (in one currency or a basket of

¹ Crypto-assets have been defined as «an asset that a. depends primarily on cryptography and distributed ledger technology (DLT) or similar technology as part of its perceived or inherent value; b. is neither issued nor guaranteed by a central bank or public authority, and c. can be used as a means of exchange and/or for investment purposes and/or to access a good or service»: European Banking Authority, *Report with advice for the European Commission. On crypto-assets*, 9 January 2019, 10; see also R. HOUBEN, A. SNYERS, *Crypto-assets. Key developments, regulatory concerns and responses*, *European Parliament Study*, 2020, 17, available at [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/648779/IPOL_STU\(2020\)648779_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/648779/IPOL_STU(2020)648779_EN.pdf).

² D. BULLMANN, J. KLEMM, A. PINNA, *In Search for Stability in Crypto-Assets: Are Stablecoins the Solution?*, *European Central Bank, Occasional Paper Series*, no. 230, 2019. Some stablecoins' definitions have been proposed as underlined by A. FERREIRA, *The Curious Case of Stablecoins-Balancing Risks and Rewards?*, in *Journal of International Economic Law*, 2021, 760.

different currencies³), or securities and commodities such as gold, or crypto-assets or even users' expectations about future purchasing power⁴. Stablecoins, as the word “stable” suggests⁵, aim at differing from other cryptocurrencies that have no such stability mechanism and whose values fluctuate substantially⁶.

Depending on the stabilization tool used in order to stabilize their value, stablecoins can be organized in different categories⁷: tokenized funds (also fiat-backed stablecoins) have a reference peg made by funds (i.e. commercial money, e-money or central bank money) held by a custodian⁸; off-chain collateralized stablecoins are backed by other traditional assets (such as gold) held by a custodian, as well; on-chain collateralized stablecoins, whose reference peg is made by crypto-assets, recorded in a decentralized manner, without a custodian⁹, and

³ D. AWREY, *Bad Money*, in *Cornell Law Review*, 106, 2020, 43, defines them as «financial instruments the value of which is contractually pegged to the value of another currency».

⁴ EUROPEAN CENTRAL BANK, *Stablecoins: no coins, but are they stable?*, In *Focus*, no. 3, 2019, 2.

⁵ Even if it has been concluded, as this paper will analyze more deeply, that stablecoins «are neither stable in absolute terms - they are too volatile - nor stable in relative terms - they are too volatile compared with stable benchmarks such as major fiat currencies»: L.T. HOANG, D.G. BAUR, *How stable are stablecoins?*, 2020, 17, available at https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3519225.

⁶ Cryptocurrencies other than stablecoins are also called “non backed cryptocurrencies”. See R. HOUBEN, A. SNYERS, *Crypto-assets. Key developments, regulatory concerns and responses*, *European Parliament Study*, 2020, 19; European Central Bank-Crypto-Assets task force, *Crypto-Assets: implications for financial stability, monetary policy and payments, and market infrastructures*, *Occasional papers Series*, no. 223, 2019, 14.

⁷ Many other classification criteria have been proposed: G. HILEMAN, *State of Stablecoins*, 2019, 14, available at www.ssrn.com, distinguishes between asset-backed and algorithmic stablecoins; M. MITA, K. ITO, S. OHSAWA, H. TANAKA, *What is Stablecoin?: A Survey on Price Stabilization Mechanisms for Decentralized Payment Systems*, 2019, 49, available at <https://arxiv.org/pdf/1906.06037.pdf>, depending on the collateral, as well, distinguish stablecoins in four categories: fiat, crypto, commodity and non-collateralized.

⁸ These stablecoins are called also fiat-backed stablecoins: Tether is the most famous example. D. BULLMANN, J. KLEMM, A. PINNA, *In Search for Stability in Crypto-Assets: Are Stablecoins the Solution?*, cit., 12.

⁹ As, for example, Dai, that is backed by Ether, a crypto-asset on the Ethereum blockchain. See EUROPEAN CENTRAL BANK, *Stablecoins: no coins, but are they stable?*, 3.

algorithmic stablecoins that do not use any reserve (they are non-collateralized) but include a working mechanism to retain the stable price (for example they refer to users' expectations about the future purchasing power of their holdings)¹⁰.

Any type of stablecoins uses a distributed ledger technology (DLT)¹¹, since they are crypto-currencies, but depending on which of the above mentioned categories they belong to, their features change deeply. While tokenized funds and off-chain stablecoins must have a custodian and an issuer, for both the safekeeping of the collateral and for the redemption of the stablecoins, on-chain and algorithmic stablecoins do not need the collaboration of any other party: if the collateral is made by crypto-assets, it is recorded directly on a distributed ledger and in the custody of the network participant¹².

Another important difference between the four types of stablecoins relates to their process of issuance and redemption¹³. Fiat-backed stablecoins are issued after the transfer of funds by an user to the account of an issuer, opened with a custodian¹⁴. As soon as the funds have been received by the custodian, the issuer creates and transfers an equivalent amount of stablecoins through a smart contract. When the user requires redemption, he must transfer back the tokenized funds to the issuer or to the account opened with a custodian. When the

¹⁰ D. BULLMANN, J. KLEMM, A. PINNA, *In Search for Stability in Crypto-Assets: Are Stablecoins the Solution?*, cit., 3. One example of these stablecoins is Nubits. Assets-backed stablecoins are the great majority: only 17% of all stablecoins are algorithmic. See G. HILEMAN, *State of Stablecoins*, cit., 14.

¹¹ EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Report with advice for the European Commission. On crypto-assets*, cit., 8: «A distributed ledger can be described as a record of information or database, shared across a network, without the need for a central validation process»; see also BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS, COMMITTEE ON PAYMENTS AND MARKET INFRASTRUCTURES, *Distributed ledger technology in payment, clearing and settlement. An analytical framework*, cit., <https://www.bis.org/cpmi/publ/d157.pdf>.

¹² D. BULLMANN, J. KLEMM, A. PINNA, *In Search for Stability in Crypto-Assets: Are Stablecoins the Solution?*, cit., 4.

¹³ K. GROBYS, J. JUNTILA, W. KOLARI, N. SAPKOTA, *On the stability of stablecoins*, in *Journal of Empirical Finance*, 64, 2021, 209; M. MITA, K. ITO, S. OHSAWA, H. TANAKA, *What is Stablecoin?: A Survey on Price Stabilization Mechanisms for Decentralized Payment Systems*, 52; R. HOUBEN, A. SNYERS, *Crypto-assets. Key developments, regulatory concerns and responses*, cit., 35.

¹⁴ The issuer may hold the funds also itself, without a custodian.

stablecoins are burnt, the custodian transfers an equal amount of fiat currency to the user¹⁵.

Unlike tokenized funds, any collateralized stablecoin (off-chain and on-chain) is backed by assets whose value in the currency of reference can fluctuate over time. Off-chain collateralized stablecoins are issued by posting off-chain assets as collateral. Actually, holders do not transfer the collateral, they correspond fiat or crypto-currencies in an equal amount that are used by the issuer or the custodian to buy the collaterals. Since collaterals are physical assets, the custodian must hold it outside the network. After the purchase of the collateral, the custodian sends to the issuer a note confirming the purchase and the issuer records that note on the distributed ledger. In this way, there is proof of the custody of collateral and network is informed¹⁶. Off-chain asset-backed stablecoins entitle holders to redeem their stablecoins by obtaining the collateral value in fiat currencies or the posted collateral itself¹⁷.

On-chain asset-backed stablecoins are entirely based on blockchain technology, they can be managed in a decentralized way through smart contracts and network nodes. To buy stablecoins, holders send crypto-assets directly to the smart contract governing the stablecoin initiative and then the smart contract issues back the corresponding stablecoins. Holders can redeem their stablecoins by sending them back to the smart contract. In exchange, they receive an amount of the crypto-assets initially posted as collateral equal to the value of the stablecoin in the currency of reference¹⁸.

Stablecoins stand out from other crypto-assets for their purpose of value stabilization and became an important element of the digital asset

¹⁵ D. BULLMANN, J. KLEMM, A. PINNA, *In Search for Stability in Crypto-Assets: Are Stablecoins the Solution?*, cit., 12.

¹⁶ For example, for Digix, a stablecoin backed by gold, there is a third party acting as a custodian, who acquires and holds the necessary gold to back the stablecoins' value. When the stablecoins are sold, the necessary gold to back their value is bought from identified suppliers by the custodian. Once received the gold, the custodian provides Digix issuer with a delivery note confirming the receipt of gold. Then, within a timeframe of a few days, the delivery note is recorded on the distributed ledger by the issuer to inform Digix holders and ensure transparency.

¹⁷ D. BULLMANN, J. KLEMM, A. PINNA, *In Search for Stability in Crypto-Assets: Are Stablecoins the Solution?*, cit., 17.

¹⁸ D. BULLMANN, J. KLEMM, A. PINNA, *In Search for Stability in Crypto-Assets: Are Stablecoins the Solution?*, cit., 20.

ecosystem¹⁹. They are employed as a store of value and as investment, but there is an increasing trend to use them as a mean of payment, since their stabilization tool holds the potential to unlock their use for day-to-day payments as price stability is a key missing element for the adoption of cryptocurrencies by merchants and retailers all over the world²⁰. The most important example of this trend is Diem (formerly Libra)²¹, the global stablecoin that the Libra Association, formed by Facebook, announced in 2019. Libra has the capacity to function on a global scale and access billions of potential users, introducing a global, fast, cheap, easy, and seamless payment solution²².

The employment of stablecoins as means of payment could have many pros²³, but it is relevant understanding whether there are also drawbacks and whether legal systems should allow these cryptocurrencies to function as means of payment. In the next paragraphs, the paper will try to answer to these questions, analyzing first the concept of official mean of payment under the current European and United States' legal systems and, secondly, the EU and the US' proposals to address the problem of the possible use of stablecoins as official means of payment.

2. *The means of payment: when is private money good money?*

To fulfill the functions of money, and to perform as an official mean of payment, an instrument must be trusted widely and consistently: in order to have moneyness and to be considered as good money, it must

¹⁹ A. FERREIRA, *The Curious Case of Stablecoins-Balancing Risks and Rewards?*, cit., 767.

²⁰ G. HILEMAN, *State of Stablecoins*, cit., 18.

²¹ For a detailed analysis see D.A. ZETZSCHE, R.P. BUCKLEY, D.W. ARNER, *Regulating Libra*, *Oxford Journal of Legal Studies*, 41, No. 1, 2021, 80. Libra is a stablecoin tied to a basket of major government-issued currencies, and for each Libra issued, an equal value of such currency or highly liquid government bonds, would be placed on deposit with a reliable repository.

²² As D.A. ZETZSCHE, R.P. BUCKLEY, D.W. ARNER, *Regulating Libra*, cit., 92, underlined: «The most important function will be cash equivalence. Libra will be a mean of payment».

²³ Such as financial inclusion, especially in developing countries, and costs saving. See, referring to Libra, D.A. ZETZSCHE, R.P. BUCKLEY, D.W. ARNER, *Regulating Libra*, cit., 91.

be credible. Public money²⁴, meaning money issued by central banks, is good money by definition, since the law guarantees its value and enforces its use and acceptance as a mean of payment and as the only form of legal tender²⁵. Private money, meaning money issued by private institutions, has always coexisted with public money, throughout history: the moneyness of private money comes from its capacity to ensure to its holders a right of redemption at par value²⁶. Other means

²⁴ The means of payment that are directly issued by central banks are defined as public money, they are represented only by banknotes and coins. Public money is by definition good money since the law guarantees its value and enforces its use and acceptance as a mean of payment and as the only form of legal tender (The legal tender status of euro banknotes is laid down by Article 128 of the Treaty on the Functioning of the European Union. See also the European Commission recommendation 2010/191/EU. However, national arrangements relating to the legal tender status continue to apply and, in practice, each Member State determines the concrete effects of the legal tender in daily payment transactions).

²⁵ I.e. in the EU, they cannot be ordinarily refused by any person in the EU when they are offered in performance of a monetary obligation – equally, denominated in euro. The legal tender status of euro banknotes is laid down by Article 128 of the Treaty on the Functioning of the European Union. See also the European Commission recommendation 2010/191/EU. However, national arrangements relating to the legal tender status continue to apply and, in practice, each Member State determines the concrete effects of the legal tender in daily payment transactions.

With reference to the United States, 31 U.S. Code, §§5103 states that «United States coins and currency (including Federal reserve notes and circulating notes of Federal reserve banks and national banks) are legal tender for all debts, public charges, taxes, and dues. Foreign gold or silver coins are not legal tender for debts». For a detailed analysis, see C.P. GILLETTE, *American Legal Tender Rules and Risk Allocation*, in *The Euro as Legal Tender. A Comparative Approach to a Uniform Concept*, R. Freitag, S. Omlor (eds.), Berlin/Boston, 2020, 103; J. CHENG, J. TORREGROSSA, *What is Money? A Lawyer's Perspective on U.S. Payment System Evolution and Dollars in the Digital Age*, 2020, 4, available at https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3885031.

²⁶ T. ADRIAN, T. MANCINI-GRIFFOLI, *Public and Private Money Can Coexist in the Digital Age*, in *International Monetary Fund Blog*, 2021, available at <https://blogs.imf.org/2021/02/18/public-and-private-money-can-coexist-in-the-digital-age/>; J. CHENG, J. TORREGROSSA, *What is Money? A Lawyer's Perspective on U.S. Payment System Evolution and Dollars in the Digital Age*, cit., 3, with efficacy divide the US payment system into three levels: the first one consists of central bank money (public money); the second one of commercial bank money (private money), and the third one, whose legitimacy is under discussion in the paper, of non-bank payment companies, such as stablecoins issuers. D. GABOR, J. VESTERGAARD, *Chasing Unicorns: the European single safe asset project*, in *Competition and*

of exchange could coexist in some jurisdictions (e.g., regional or local currencies) but, according to European and United States' law, they cannot confer to their holder a redemption right at par value²⁷. Furthermore, all official means of payment represent a direct claim on the balance sheet of the issuer – being either public or private – for their nominal value²⁸.

The requirement of the redeemability at par value is justified by two objectives: *i*) protecting consumers and *ii*) preserving monetary sovereignty. In relation to the first objective, consumers that seek to conclude a payment transaction need instruments that ensure the stability of their nominal value²⁹. In relation to the second objective,

Change, 2018, 143: «Full moneyness captures the ability to convert an asset into higher money at par and on demand throughout financial cycles».

²⁷ «Member States shall prohibit persons or undertakings that are not credit institutions from carrying out the business of taking deposits or other repayable funds from the public» (Article 9, Directive 2013/36/EU). «Member States shall prohibit natural or legal persons who are not electronic money issuers from issuing electronic money» (Article 10, EMD2). For example, in France, complementary local currencies (CLMs) are to be indexed to the euro and convertible only from euro to CLMs but not from CLMs to euro. A. CARSTEN, *Money in the digital age: what role for central banks?*, Lecture at the House of Finance, Frankfurt, 6 February 2018, available at <https://www.bis.org/speeches/sp180206.htm>, cites one example of private money: the Mexican *túmin*, a local currency that circulated for sometimes around 2010 in the region of Espinal, and other historical examples of private moneys. The first one is the case of Germany, during the Thirty Years War (1618-1648); the second one is the United States period known as the Free Banking Era (1837-1863) and the third one occurred in Mexico at the beginning of the 20th century. The main reasons of their disappearance were their high instability, the lack of public trust and the fact that they were used mainly for illicit purposes.

²⁸ For a deep analysis about the difference between public money and private money and for a definition of the concept of moneyness see: A. NUSSBAUM, *Money in the Law National and International: a Comparative Study in the Borderline of Law and Economics*, Brooklyn, 1950, *passim*; B. INZITARI, *Moneta e valuta. La moneta*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, F. Galgano (diretto da), Padova, *passim*, 1983; C.A.E. GOODHART, *The Development of Monetary Theory*, in *Reflections on Money*, D.T. Llewellyn (Ed.), London, 1989, 25 ss.; A. RAHMATIAN, *Credit and Creed. A Critical Legal Theory of Money*, 2021, London, *passim*.

²⁹ T. ADRIAN, T. MANCINI-GRIFFOLI, *Public and Private Money Can Coexist in the Digital Age*, cit. Redeemability at par value is needed to ensure the stability of monetary liabilities nominal value and the possibility for users to exit the payment scheme and obtaining an equal amount of legal tender in any time. Users should not

private official means of payment are always linked to a State-backed money and consequently to a State territory. In order to transfer a nominal, stable value (payment) and not an asset or a basket of assets (exchange) it is – and should ordinarily be – irrelevant to the payer and the payee the composition of the reserve or the underlying referenced assets that aims at stabilize/safeguard such value.³⁰ One-to-one convertibility is essential to allow consumer to exit the payment scheme at any moment and to redeem their sovereign money. Redeemability at par value also ensures that central bank money continues to perform its fundamental functions of setting a common unit of account and settling payments³¹. As such, concurrent privately issued means of payment can be interoperable. This feature reduces the risk that private money substitutes public money and it contributes to avoid lock-in situations that could likely occur when commercial money is issued by large and powerful networks.

3. Why is private money considered as good money? The comparable solutions adopted by the European Union and the United States

The ability to convert an asset into money at par and on demand depends on its regulation. Under the current EU legal framework, only banknotes, coins, scriptural money (i.e. bank deposits)³² and electronic money³³ - as defined by the Second Payment Services Directive (PSD2)

have to question the value of the monetary liability or the soundness of the issuing entity; they should always be able to use the monetary liabilities as a mean of payment for its original nominal value and to exit the payment scheme receiving an equal amount of fiat currencies. To this purpose, under private money, holders should not bear the risk of value fluctuations and related losses.

³⁰ The payee shouldn't worry about scrutinizing which firm issued the instrument to assess the soundness of the underlying reserve.

³¹ «Reserve accounts shall be denominated in euro» (Article 6, Regulation (EC) No 1745/2003).

³² Scriptural money is money in book-entry form created by commercial banks and mainly represented by deposits.

³³ As defined in point (2) of Article 2 of Directive 2009/110/EC (Second Electronic Money Directive – EMD2). Article 11, EMD2 states that «Member States shall ensure that electronic money issuers issue electronic money at par value on the receipt of funds. Member States shall ensure that, upon request by the electronic money holder, electronic money issuers redeem, at any moment and at par value, the monetary value of the electronic money held».

- are acknowledged as official means of payment³⁴. In the north American system, the great majority of good money issued by private institutions is made by bank deposits³⁵. Only authorized firms could issue private money in the form of scriptural and electronic money (i.e., respectively, commercial banks and electronic money institutions). Authorization is envisaged to safeguard the one-to-one convertibility of the instrument into official currencies³⁶.

To ensure the moneyness of private money, the European Union and the United States adopted similar solutions: they implemented sound regulation and supervision and, when needed, they put in place backstops such as deposit insurance and accessibility to central bank liquidity, as well as partial or full backing in central bank reserves - which are denominated in the relevant official currency. Regulation (in particular, prudential), involvement of insurance schemes and central bank liquidity assistance should vary/apply depending on the risks posed by the issuer. Such risks depend mostly by the rules governing the management of the funds received by clients. Stricter these rules, lighter the prudential requirements. Overall, private providers of commercial money need to assure that they can meet the obligation to convert such money into fiat money at par and on demand so that households and businesses can have confidence in being able to regard different types of money as indistinguishable from cash and be able to change it one-to-one on demand.

With reference to bank deposits, one of the backstop in place is the accessibility that private banks in need for liquidity have to central banks, as lenders of last resort³⁷. In ordinary circumstances, banks can

³⁴ Banknotes, coins, scriptural money and electronic money are defined as “funds” by Article 4, para. 1, n. 25, Directive (EU) 2015/2366 (PSD2).

³⁵ D. AWREY, *Bad Money*, cit., 3.

³⁶ Fiat money is central bank money (i.e. banknotes and coins - cash) denominated in the national currency. See Y. MERSCH, *Virtual or virtueless? The evolution of money in the digital age*, Lecture at the Monetary and Financial Institutions Forum, London, 8 February 2018, available at <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp180208.en.html>, 3: the author underlines that «The implicit promise underlying bank deposits is that customers can redeem them whenever they wish and one to one with public sector cash, if they need a safe refuge in a time of crisis».

³⁷ See A. STEINBACH, LENDER OF LAST RESORT IN THE EUROZONE, in *Common Market Law Review*, 53, 2016, p. 361; S.E. DIETZ, *The ECB as Lender of Last Resort*

face withdraw requests by a limited percentage of their depositors thanks to the fractional reserve system: private banks set aside only a part of the collected savings as reserves and employ the remaining part to lend to the real economy. Since not all depositors need to withdraw simultaneously their savings, only a part of deposits are used to satisfy withdraw requests, whereas the rest can be employed conceding loans to the real economy. When stressed conditions occur, for example in the case of bank runs³⁸, one main function of the central banks lies in their capacity as emergency lenders for credit institutions³⁹. In such a situation, central banks provide credit to solvent banks with liquidity problems. In the euro area, national central banks have the capacity of lenders of last resort under the European Central Bank (ECB) supervision⁴⁰; in the United States, that role is performed by the Federal Reserve⁴¹.

in the Eurozone? An analysis of an optimal institutional design of Emergency Liquidity Assistance competence within the context of the Banking Union, in *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, 26(5), 2019, 628; R.M. LASTRA, *Legal Foundations of International Monetary Stability*, Oxford, 2006, 116; A. CAMPBELL, R.M. LASTRA, *Revisiting the lender of last resort*, in *Banking & Finance Law Review*, 24, 2009, 468.

³⁸ A bank run occurs when depositors “run” to withdraw their savings in the fear of an insolvency of their own financial institution. See G. HOGGART, P. JACKSON, E. NIER, *Banking Crises and the Design of Safety Nets*, in *Journal of Banking and Finance*, 20, 2005, 145.

³⁹ R. GROSSMAN, *Unsettled Account. The Evolution of Banking in the Industrialized World since 1800*, Princeton, 2010; A. STEINBACH, *Lender of Last Resort in the Eurozone*, cit., 363.

⁴⁰ A bank can receive emergency liquidity assistance under four conditions: (i) it must be solvent (ii) the central bank should lend without limitation, but charging a penalty rate, (iii) private banks should provide good collateral, and (iv) the central bank retains discretion as to whether or not to provide assistance on an individual case basis (constructive ambiguity). A. STEINBACH, *Lender of Last Resort in the Eurozone*, 364; S.E. DIETZ, *The ECB as Lender of Last Resort in the Eurozone? An analysis of an optimal institutional design of Emergency Liquidity Assistance competence within the context of the Banking Union*, cit., 632.

⁴¹ D. DOMANSKI, R. MOESSNER, W. NELSON, *Central banks as lender of last resort: experiences during the 2007-2010 crisis and lessons for the future*, in *Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs*, Federal Reserve Board, 2014. As under the European framework, only private banks that are solvent have the right to access the Federal Reserve as lender of last resort.

Another backstop is the deposit insurance, whose object is to ensure that all deposits are protected through deposits guarantees. Under the European Union framework the guarantee insures deposits up to 100.000 euros⁴², and it is organized at a national level, although a minimum set of rules is envisaged at EU level with the Deposit Guarantee Scheme Directive (DGSD)⁴³. In the north American framework, the deposit guarantee mechanism was introduced in 1933, by the Banking Act⁴⁴ that created the Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC): today, the FDIC insures covered deposits up to a maximum of 250.000 dollars per depositor per bank⁴⁵. Differently from the lender of last resort mechanism, the deposit guarantee does not operate when the bank is solvent, but when the bank is *not able to fulfil its obligations (...) because of a lack of available financial means*⁴⁶. The protection set by the deposit insurance ensures that the crisis of a bank does not produce a potential impact on the macroeconomic health of the country where that credit institution operates and, secondly, discourages bank runs.

Finally, both systems provide for special resolution procedures that apply to banks in financial distress. In the European framework, banks that are determined to be failing or likely to fail⁴⁷ are submitted to a special resolution procedure, introduced through the *Bank Recovery*

⁴² The original version of Directive 94/19, Article 7(1), fixed this threshold at 20.000 ECU (European Currency Unit), later converted into 20.000 euros. In the aftermath of the financial crisis of 2007/2008, the EU legislator increased the minimum limit of protection. Directive 2009/14 stipulated that the minimum limit should be 100.000 euros. See P. DE GIOIA-CARABELLESE, C. CHESSA, *The So-Called Pan-European Depositors' Protection Scheme: A Further Euro Own-Goal - A Critical Analysis of Directive 2014/49*, in *Maastricht Journal of European and Comparative Law* 23, no. 2, 2016, 246.

⁴³ Directive 2014/49/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014.

⁴⁴ Banking Act of 1933, Pub. L. No. 73-66, 48 Stat. 162.

⁴⁵ Federal Deposit Insurance Act, Pub. L. No. 81-797, 64 Stat. 873 (FDIA).

⁴⁶ Art. 12(1) Directive 2014/49/EU.

⁴⁷ Art. 32 (1)(a) Directive 2014/59/EU. There is public interest if the bank's failure and its following submission to insolvency proceedings can generate financial instability by impacting the system. M. BODELLINI, *To Bail-In, or to Bail-Out, that is the Question*, in *European Business Organization Law Rev.* 19, 2018, 370.

and Resolution Directive (BRRD)⁴⁸, if the handling of the crisis is deemed to be in the public interest⁴⁹ and there is no reasonable prospect that any alternative private sector measures would prevent the failure of the bank. The BRRD's aim is to ensure continuity of bank critical functions avoiding adverse effects on the financial system, protecting public, depositors and client funds through an adequate burden sharing among shareholders and creditors⁵⁰. If the Authorities assess that the bank's crisis cannot generate financial instability by impacting the system, national ordinary insolvency procedures apply. In the north American framework, the same Banking Act that introduced the deposit guarantee scheme, established also a special resolution regime for failing banks giving to the FDIC the duty to maximize the value of the assets of a failed bank. The FDIC has several tools in pursuing this objective, such as the ability to write down a bank's liabilities, convert its outstanding debt into equity, repudiate its contracts, and transfer some or all of its assets to either a private sector purchaser or public sector bridge bank⁵¹.

To complete the legal framework, the two legal systems provide for tight regulation and supervision of private banks in order to limit their potential too risky management. Indeed, one of the counterproductive effects of the backstops described (the central banks' role as lenders of last resort, the deposit insurance and the special resolution regimes)

⁴⁸ Directive 2014/59/EU. R. LOCATELLI, C. SCHENA, E. COLETTI, F. DABBENE, *Gestione e costi delle crisi bancarie dopo la BRRD*, in *Banca imp. soc.*, 2018, 27.

⁴⁹ Art. 32 Directive 2014/59/EU.

⁵⁰ Under Art. 2 para. 1(1) of the BRRD, "resolution" means «the application of a resolution tool or a tool referred to in Article 37(9) in order to achieve one or more of the resolution objectives» which, under Art. 31(2), are: «(a) to ensure the continuity of critical functions; (b) to avoid a significant adverse effect on the financial system, in particular by preventing contagion, including to market infrastructures, and by maintaining market discipline; (c) to protect public funds by minimising reliance on extraordinary public financial support; (d) to protect depositors covered by Directive 2014/49/EU and investors covered by Directive 97/9/EC; (e) to protect client funds and client assets». See G. RINGE, *Bail-in between liquidity and solvency*, in *University of Oxford Legal Research Paper Series*, no. 33, 2016, 3; L. PANCOTTO, O. AP GWILIM, J. WILLIAMS, *The European Bank Recovery and Resolution Directive: A market assessment*, in *Journal of Financial Stability*, 2019, 2; M. BODELLINI, *To Bail-In, or to Bail-Out, that is the Question*, cit., 369.

⁵¹ D. AWREY, *Bad Money*, cit., 29. See FDIA, § 8, 11.

could be to encourage banks in taking excessive risks (moral hazard)⁵². The two systems seek to address the potential moral hazard deriving from the safety net provided by the abovementioned four mechanisms through bank regulation, in three principal ways. The first one is liquidity regulation that ensures that banks hold sufficient reserves⁵³; the second is minimum capital requirements⁵⁴ and the last one is the intensive prudential supervision that banks are subject to⁵⁵.

With reference to the second category of private money that have been abovementioned (electronic money), the European regulatory framework⁵⁶, in order to guarantee holders with a redemption right at par value against the issuer, provides for different requirements. First of all, only authorized institutions can issue electronic money: credit institutions; the European central bank and national central banks; post office giro institutions according to what envisaged by national law and public authorities⁵⁷. According to the European regulatory framework on electronic money, the safeguards are different from the ones of banking deposits because the underlying activity is substantially different. Institutions that issue electronic money only favor the circulation of funds, while banks, through banking deposits, create

⁵² Referring to the deposit insurance, see: A. DEMIRGÜC-KUNT, E.J. KANE, *Deposit Insurance Around the Globe: Where Does It Work?*, in *Journal of Economic Perspectives* 16, no 2, 2002, 176. The ceiling of the compensation's amount (100.000 euros) was provided mainly for the mitigation of the moral hazard problem: C. GORTSOS, *The role of deposit guarantee schemes (DGSS) in resolution financing*, *EBI working paper series* 37, 2019, 5. For an overview of alternative means for reducing the moral hazard problem in general see P. GARONNA, S. CROSETTI, A. MARCELLI, *Deposit insurance in the European Union: in search of a third way*, *Working Paper Series*, Luiss, 2021.

⁵³ For a detailed analysis, see J. ARMOUR, D. AWREY, P. DAVIES, L. ENRIQUES, J.N. GORDON, C. MAYER, J. PAYNE, *Principles of Financial Regulation*, Oxford, 2016, 316.

⁵⁴ J. ARMOUR, D. AWREY, P. DAVIES, L. ENRIQUES, J.N. GORDON, C. MAYER, J. PAYNE, *Principles of Financial Regulation*, cit., 290.

⁵⁵ D. AWREY, *Bad Money*, cit., 31.

⁵⁶ Directive 2009/110/EC of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 (EMD2). For a general overview see N. VANDEZANDE, *Virtual currencies. A legal framework*, Cambridge, 2018, 171.

⁵⁷ Article 1, EMD2.

money⁵⁸. This is clear from the fact that, to receive electronic money, users must already hold and transfer the corresponding monetary value. Only once the issuing institution receives funds, electronic money is issued, as the result of an exchange (between funds and electronic money)⁵⁹. Raised resources can only be invested in circulating and existing instruments. Consistently, institutions cannot grant interests or other benefits on electronic money issued, as electronic money pursues solely a payment purpose rather than a saving purpose. Consequently, as their activity is different, the safeguards that ensure that electronic money is good money are also different. Stricter safekeeping rules on client funds are in place for electronic money institutions⁶⁰: firstly, electronic money institutions must insulate client funds from other creditors' claims, depositing client funds in a separate account within a credit institution or invest them in secure, liquid, low risk assets⁶¹. Moreover, electronic money institution must protect client funds with an insurance policy⁶². As previously highlighted, stricter are the rules governing management of funds, lighter is the prudential regime. Accordingly, electronic money institutions have a lighter prudential supervisory regime than banks⁶³. Initial and ongoing capital

⁵⁸ As deeply analyzed by M. MCLEAY, A. RADIA, R. THOMAS, *Money creation in the modern economy Commercial*, in *Quarterly Bulletin*, 1, 2014, 16. The authors underline that: «banks create money, in the form of bank deposits, by making new loans. When a bank makes a loan, for example to someone taking out a mortgage to buy a house, it does not typically do so by giving them thousands of pounds worth of banknotes. Instead, it credits their bank account with a bank deposit of the size of the mortgage. At that moment, new money is created». See also R.H. WEBER, *Legal issues in mobile banking*, in *Journal of Banking Regulation*, 11, 2010, 135.

⁵⁹ Under Article 2(2) EMD2, “electronic money” means «electronically, including magnetically, stored monetary value as represented by a claim on the issuer which is issued on receipt of funds for the purpose of making payment transactions [...], and which is accepted by a natural or legal person other than the electronic money issuer». N. VANDEZANDE, *Virtual currencies. A legal framework*, cit., 213.

⁶⁰ These rules are the same of payment institutions and are stated in art. 10 Directive (EU) 2015/2366 as envisaged by art. 7 of EMD2.

⁶¹ In accordance with art. 10, par. 1, lett. a) of Directive (EU) 2015/2366, national competent authority must identify the secure, liquid and low-risk assets in which electronic money institutions can invest client funds.

⁶² Art. 10, par. 1, lett. b) of Directive (EU) 2015/2366.

⁶³ In EU, the prudential regime for electronic money institutions is the same of payment institutions, as it is stated in art. 3, EMD2.

requirements are limited than the ones of banks and so are the internal risk management and corporate governance rules. All the mentioned safeguards and measures aim at ensuring electronic money moneyness in a going-concern perspective⁶⁴.

4. *The case of Money Market Funds*

In order to understand the concept of moneyness and the requirements that are needed to qualify an instrument as good money, it is useful analyzing the case of Money Market Funds (MMF), whose shares' moneyness has been debated for long.

MMF are an example of the shadow banking system⁶⁵ and have been in the center of the 2007-2008 economic crisis. They are collective funds that invest in short-term instruments and promise redemptions at any time at a stable Net Asset Value (NAV)⁶⁶, allowing investors to withdraw their investment at a pre-established and fixed value⁶⁷. Therefore, they are typically used for cash management purposes or as a short-term funding option: investors, especially institutional ones, see them as an equivalent of cash.

The moneyness of MMF has been identified as their weakness because, even if they aim at guaranteeing the redeemability at par value, they are not adequately protected from the risk of runs, as in other form of money (such as bank deposits). If investors start to mistrust MMF's capacity to maintain the value of shares unchanged, they will be

⁶⁴ R.H. WEBER, *Legal issues in mobile banking*, cit., 136.

⁶⁵ F. FORNASARI, *L'organizzazione dei fondi comuni monetari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, 97.

⁶⁶ Net Asset Value is equal to the difference between MMF total assets minus and its total liabilities.

⁶⁷ F. FORNASARI, *De-Moneynising MMF Shares: Third Party Support in the United States and the European Union*, in *New York University Journal of International Law and Politics* 51, no. 4, 2019, 1315; J. MORLEY, *The Regulation of Mutual Fund Debt*, in *Yale J. On Reg.*, 2013, 343, («One of mutual funds' key features is that they allow their shareholders to "redeem" their shares. In other words, shareholders can turn over their shares to the funds and receive cash in exchange. The cash amount is equal to the value of the portion of a fund's net assets (i.e., its assets minus its liabilities) that corresponds to each share. This amount is known as a fund's "net asset value", or "NAV". Mutual funds typically allow their shareholders to redeem every day»).

incentivized to redeem their units as soon possible to benefit from the first mover advantage⁶⁸. Investors' requests of redemption force MMF to sell their assets. Asset sales could lead to a dumping effect on the market, thus inducing more investors to redeem their shares and potentially giving rise to runs on MMF⁶⁹. That is what happened during the crisis of 2007-2008. MMF benefit from safeguards that work in ordinary circumstances, such as portfolio and liquidity restrictions, but they are not covered by mechanisms that enable them to face market stressed conditions. In particular, in case of liquidity shortage due to a massive selling of assets, MMF do not benefit from central bank liquidity support (as lender of last resort). They could receive a financial support (liquidity put) from external sponsors⁷⁰ that, however, are not contractually obligated: they are not obliged to put aside reserves to provide eventually financial support to MMF. Therefore, as the need arouses, sponsors may not have the necessary resources to save MMF from runs.

To overcome the MMF's vulnerabilities emerged from the crisis, and to make them safer, some regulatory reforms have been enacted in the EU and in the US, with the aim of depriving them, at least partially,

⁶⁸ The investor that redeems his shares first can obtain a higher price than their real value, especially if their price is likely to decrease further. Federico Fornasari, "L'organizzazione dei fondi comuni monetari," *Banca borsa titoli di credito* (2021): 104.

⁶⁹ T. ADRIAN, A. ASHCRAFT, *Shadow banking regulation*, in *Federal Reserve Bank of New York Staff Report* 46, https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr559.pdf.

⁷⁰ H. MAY, *Money Market Funds-An Economic Perspective: Matching short term investments and funding needs*, 2015, 5, available at https://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD000000000441776/Money_market_funds_-_an_economic_perspective:_Matc.pdf?undefined&reload=4SIOgAm33/LkEVTv4ZnDwgQwm2KOQoQghANmXzcXqy95Im63MW8MvtKEVgh1aH6V: «The term "sponsor" is used for an affiliated or parent company of the money market fund's manager. This will usually be an asset management firm running various funds or a bank. A sponsor is not legally or contractually obligated to support its money market fund in case of financial stress, but might do so in order to avoid reputational damage and to prevent a loss of investor confidence from spilling over to its other lines of business».

of their moneyness (de-moneynising)⁷¹: MMF's moneyness, from the one hand, could increase the risk of runs, and, from the other hand, could alter the perception of investors, considering MMF's shares as substitutes of bank deposits.

In 2017 the EU issued its final Regulation on MMF (the Regulation)⁷², whose core element is to restrict the cases of redemption at par value. Under the Regulation, three types of MMF are envisaged according to the assets in which they must invest and the NAV accounting method employed: only two of them seek to maintain an unchanged NAV and, as a consequence, aim at guaranteeing their shares redeemability at par value. The first one is the Constant Net Asset Value MMF (CNAV)⁷³, that invests mostly in public debt and can pursue NAV stability by adopting the amortized cost accounting method⁷⁴. The second one is the Low Volatility Net Asset Value MMF (LVNAV), that invests a specific percentage of the portfolio in short-term assets, and, unlike CNAV, can also invest in instruments issued by private entities⁷⁵. The third type of MMF, the Variable Net Asset Value (VNAV), cannot redeem the shares at par value: it has been completely deprived from its moneyness. Even if CNAV and LVNAV can pursue principal stability, however, they cannot guarantee a stable value of the investment, regardless of the safeguards they benefit from, they can only seek to pursue principal stability as an objective⁷⁶.

In the US, the reform was enacted by Rule 2a-7, whose final version was adopted on July 23, 2014, and officially entered into force in

⁷¹ F. FORNASARI, *De-Moneynising MMF Shares: Third Party Support in the United States and the European Union*, in *New York University Journal of International Law and Politics* 51, no. 4, 2019, 1314: «Two potential solutions were posed: Recognize that MMFs provide services that are functionally equivalent to bank deposits, and therefore align, at least partially, MMF regulation to bank regulation; or implement reforms that would make MMF shares different than bank deposits, thereby depriving them of their “moneyness”».

⁷² Regulation (EU) 2017/1131 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017.

⁷³ Art. 2, n. 11) Reg. 2017/1131.

⁷⁴ Art. 29, par. 6 Reg 2017/1131.

⁷⁵ LVNAV may value their assets using the amortized cost accounting method if the assets have a residual maturity of up to 75 days as long as their price does not deviate from the market price by more than 10 basis points (Art, 29, par. 7 Reg. 2017/1131).

⁷⁶ Recital 16, Regulation (EU) 2017/1131.

November 2016⁷⁷. For the purpose of this paper, suffice it to say that the Rule requires prime institutional MMF to implement a floating NAV, but it exempts retail and government funds from this requirement: as in the EU, the NAV has been limited only partially. Retail funds are defined as funds that have “policies and procedures reasonably designed to limit all beneficial owners of the fund to natural persons”, while Government money market fund means a money market fund that invests 99.5 percent or more of its total assets in cash, government securities, and/or repurchase agreements that are collateralized fully⁷⁸.

The second core element of the reforms was the regulation of the financial external support: while both systems recognized that external support to MMF was one of the main factors that induced investors to misunderstand the risks associated with MMF, the solutions adopted in this field by the EU and the US differ greatly.

The EU approach was to ban the financial external support (Article 35 of the Regulation)⁷⁹: one of the reason of this prohibition is identified in the fact that the sponsor is not obliged to put aside reserves to provide the liquidity put to MMF and, as a consequence, support could exceed the available reserves of the sponsor (Recital 5 of the Regulation). Moreover, as underlined by Recital 49, the external support could increase the contagion risk between the MMF sector and the rest of the financial sector, and the uncertainty over the amount and the extent of the amount of the support could fuel rather than stop a run⁸⁰.

The US, on the contrary, did not prohibit the external support, underling that the main problem during the crisis was the lack of transparency, rather than the support per se; therefore, the reform imposed some strict transparency requirements against the opacity of

⁷⁷ F. FORNASARI, *De-Moneynising MMF Shares: Third Party Support in the United States and the European Union*, cit., 1318.

⁷⁸ For a deep analysis see J.E. FISCH, *The Broken Buck Stops Here: Embracing Sponsor Support in Money Market Fund Reform*, in *North Carolina Law Review* 93, no. 4, 2015, 935.

⁷⁹ For a description of the external support see supra note n. 69. Article 35 of the Regulation defines very broadly the external support and raised many interpretative issues: see F. FORNASARI, *De-Moneynising MMF Shares: Third Party Support in the United States and the European Union*, cit., 1323.

⁸⁰ F. FORNASARI, *De-Moneynising MMF Shares: Third Party Support in the United States and the European Union*, cit., 1322.

sponsor support⁸¹, in order to avoid the misunderstanding of the risk associated with MMF⁸². Specifically, each money market fund is required to disclose any occasion during the last ten years on which a sponsor provided any form of financial support to the fund, allowing investors to understand better whether a particular fund has required financial support in the past and the extent of sponsor support across the fund industry. MMF are required to describe some details of the support, such as the identity of the sponsor, the relationship between the sponsor and the fund, the amount of support, the security supported and its value on the date support was initiated, the reason and the term of support, and any contractual restrictions relating to support⁸³.

The case of MMF is useful to the purpose of this paper because it shows clearly how the moneyness of an instrument depends on the presence of two core elements⁸⁴: the redeemability at par value and the mechanisms that guarantee that convertibility (first of all the role of central banks as lenders of last resort). The process of de-moneynising of MMF's shares derives from the limitation of cases of redeemability at par (by implementing the cases of floating NAV) and the intervention on the external support. Even if the external support is allowed, as in the US, it must be clear to the investors that it differs from the public guarantee of central banks.

Therefore, the promise of an instrument's redeemability at par cannot per se makes it comparable to money because in case of stress conditions it wouldn't be protected from the risk of runs. These principles are particularly important for means of payment because, as already underlined, consumers that seek to conclude a payment transaction need instruments that ensure the stability of their nominal value: these rules must be applied to address the question if stablecoins can or should be used as official means of payment.

⁸¹ F. FORNASARI, *De-Moneynising MMF Shares: Third Party Support in the United States and the European Union*, cit., 1321.

⁸² SEC, Amendment to Form PF, available at <https://www.sec.gov/rules/final/2014/33-9616.pdf>, 23.

⁸³ SEC, Amendment to Form PF, available at <https://www.sec.gov/rules/final/2014/33-9616.pdf>, 317.

⁸⁴ The moneyness ultimately depends on the State. See D. GABOR, J. VESTERGAARD, *Chasing Unicorns: the European single safe asset project*, cit., 143.

5. Are stablecoins good money? And can they be used as means of payment?

As it was underlined in the first paragraph of this paper, stablecoins stand out from other crypto-assets for their purpose of value stabilization: they provide for some mechanisms that aim at minimizing the fluctuations of their price, backing their value by reserve assets. Stablecoins' stability contributed to increase the willingness of their private issuers to use them as a common means of payment: this can have many pros, making payments easier, cheaper, faster, and easily accessible. However, it is crucial to verify if they enjoy the features needed to have moneyness and if they can be qualified as official means of payment: the answer to the question is different depending on the category of stablecoins considered.

Stablecoins backed by a single fiat-currency that guarantee their redeemability at par (equal to the funds received in exchange) can be qualified as good money⁸⁵, and, particularly, a new form of private money. These stablecoins are representation of monetary value and are issued on receipt of banknotes, coins, or scriptural money, meaning that the crypto currency has a “prepaid” nature and grants holders a redemption right at par value against the issuer⁸⁶: they would substantially be a new representation of a national currency⁸⁷: potentially, this cryptocurrency can be used as an official mean of payment.

Stablecoins of these kinds present a different shortcoming: they could be considered in conflict with the prohibition to persons or entities that are non-bank institutions to carry on the business of taking deposits. In the US, under section 21 of the Glass-Steagall Act⁸⁸, it is

⁸⁵ Examples are Terra stablecoins or Tether stablecoins.

⁸⁶ M. SOKOLOV, *Are Libra, Tether, MakerDAO and Paxos Issuing E-Money? Analysis of 9 Stablecoin Types Under the EU and UK E-Money Frameworks*, 2020, 33, available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3746250> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3746250>

⁸⁷ G.B. GORTON, J. ZHANG, *Taming Wildcat Stablecoins*, in *University of Chicago Law Review* 90, (2021), 5, available at <https://ssrn.com/abstract=3888752>.

⁸⁸ 12 U.S.C. § 378(a)(2). Interestingly, one of the applications of this provision occurred in the late 1970s and it concerned MMFs: federal authorities took up the question of whether MMFs should be considered Glass-Steagall deposits governed by section 21. Assistant Attorney General Philip Heymann concluded that Section 21 of

unlawful for a non-bank entity to engage in deposit-taking, and in the EU, under Article 9 of the Directive 2013/36/EU, “the Member States shall prohibit persons or undertakings that are not credit institutions from carrying on the business of taking deposits”. Stablecoins backed by single fiat currency that gives a right of redemption is a deposit-like product and their holders are creditors for the depository, and, consistently, stablecoins’ issuers -i.e., non-banking institutions- take deposits, potentially violating the above-mentioned provisions⁸⁹.

With reference to the other types of stablecoins, both off-chain (backed by different fiat currencies or other assets), on-chain⁹⁰ (backed by cryptocurrencies) and algorithmic⁹¹ the answer to the question should be negative: they cannot be considered as good money and, consequently, cannot be used as official means of payment. Even if they aim at guaranteeing the maintenance of their value, they do not guarantee the redeemability at par because the value of the assets that form the reference peg can fluctuate and any actual redemption at par based on the price of that assets would be purely coincidental. Therefore, stablecoins could be prone to the risk of runs if token holders expect a decrease of the value of the reference peg assets and therefore of the redemption price or perceive the issuer as incapable of honoring his obligations. This would force stablecoins’ issuer to liquidate the assets to raise resources, thus potentially generating destabilizing

the Glass-Steagall Act had not been violated, opining instead that a holder of money market mutual funds was “a holder pro tanto of the fund” subject to market fluctuations, based on the performance of the underlying assets. See H.E. JACKSON, M. RICKS, *Locating Stablecoins within the Regulatory Perimeter*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 2021, <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/08/05/locating-stablecoins-within-the-regulatory-perimeter/>.

⁸⁹ G.B. GORTON, J. ZHANG, *Taming Wildcat Stablecoins*, cit., 34.

⁹⁰ Holders of on-chain asset-backed stablecoins do not have a proper redemption claim against an accountable subject, since smart contracts operate redemption in a decentralized way. However, even if there was a responsible party managing the stablecoin initiative in a centralized way, on-chain asset-backed stablecoins would still not be considered as money or as a proper payment instruments as they do not ensure convertibility into fiat currencies. In case of redemption, holders receive crypto-assets initially posted as collateral, not the corresponding amount in fiat currencies. They could obtain that only turning to an external provider offering exchange services.

⁹¹ For a definition of these types of stablecoins see above under paragraph n. 1.

effects on the crypto-asset market or in the traditional financial system, depending on the investment policy employed by the issuer⁹². Effects of such kind could be worse than the ones of MMF, since stablecoins issuers have no obligations to set aside reserve assets or invest in specific instruments.

Moreover, transactions and in general legal contracting would become very difficult because consumers could not know in advance the value of the stablecoins and would have to engage in due diligence about it every time they need to execute a payment⁹³. Consequently, the economic system would be inefficient⁹⁴.

For the abovementioned reasons, stablecoins should only have the capacity to serve as a store of value or as a mean of investment, that can be less risky than other crypto-assets due to their stabilization mechanisms, however, since they do not guarantee redeemability at par, they could not be considered akin to official means of payments.

6. *The answer of the United States and the European Union*

The willingness to use stablecoins as means of payment is growing and evolving, as the example of Diem demonstrates, but neither the EU, nor the US provided for a regulation on them, yet. The main question is how policymakers will adjust the regulatory framework to handle their growth and evolution in the coming years⁹⁵.

The problem is not straightforward because it involves different and contrasting interests: from the one hand, stablecoins, as the cryptocurrency system in general, have the capacity to provide a faster, more convenient, and cheaper payment system that leverages technological innovation; from the other hand, if not properly regulated, they can pose systemic risk. Policymakers can address the issue putting the fewest limitations on it, giving to stablecoins the possibility to expand and improve their capacities. A reason that can motivate this choice could be also the fear that banning the use of stablecoins would bring the enormous capitals invested in cryptocurrencies to other legal systems that likely will adopt less severe legislations to attract those

⁹² G.B. GORTON, J. ZHANG, *Taming Wildcat Stablecoins*, cit., 7.

⁹³ See above under paragraph n. 2.

⁹⁴ G.B. GORTON, J. ZHANG, *Taming Wildcat Stablecoins*, cit., 29.

⁹⁵ G.B. GORTON, J. ZHANG, *Taming Wildcat Stablecoins*, cit., 4.

capitals, used also for illicit activities. The opposite option is to prohibit the use of stablecoins that do not guarantee the redeemability at par as means of payment, as suggested in the previous paragraph, to avoid the risk of systemic crisis.

Even if the US and the EU have not provided yet for a regulation on this problem, some official documents from the authorities and a proposal of a directive are in place and can furnish some clues on the attitude of the two regulators.

With reference to the US, on November, 1st 2021, the President's Working Group on Financial Markets (PWG)⁹⁶, joined by the Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) and the Office of the Comptroller of the Currency (OCC), released a report on stablecoins⁹⁷ that addresses also the problems related to payment stablecoins. The report takes into consideration only stablecoins backed by a single fiat currency that guarantee redeemability at par and it is favorable to the use of these stablecoins as means of payment. In the document it is recommended that Congress act promptly to ensure that payment stablecoins are subject to appropriate federal prudential oversight on a consistent and comprehensive basis, to address prudential risks, and particularly risks of run, that could be associated with the use of stablecoins as means of payment. The three agencies underline that legislation should limit the issuance of payment stablecoins (and the activities of redemption and retaining of reserve assets) to entities that are insured deposit institutions⁹⁸. Like other insured depository institutions, the ones that issue stablecoins would be subject to supervision and regulation at the depository institution level by a

⁹⁶ Executive Order 12631 of March 18, 1988 (Working Group on Financial Markets) established the President's Working Group on Financial Markets, which is chaired by the Secretary of the Treasury, or their designee, and includes the Chair of the Board of Governors of the Federal Reserve System, the Chair of the Securities and Exchange Commission, and the Chair of the Commodity Futures Trading Commission, or their designees.

⁹⁷ PRESIDENT'S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS (PWG), THE FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION (FDIC) AND THE OFFICE OF THE COMPTROLLER OF THE CURRENCY (OCC), *Report on Stablecoins*, November 2021, available at https://home.treasury.gov/system/files/136/StableCoinReport_Nov1_508.pdf.

⁹⁸ 12 U.S.C. § 1813(c)(2) defines a insured deposit institution as «any bank or savings association the deposits of which are insured by the Corporation pursuant to this chapter».

federal banking agency and consolidated supervision and regulation by the Federal Reserve at the holding company level. Moreover, they would be subject of special resolution regimes, would have access to the Federal Reserve as lender of last resort, and would benefit from deposit insurance, as others bank institutions⁹⁹. The report recommends, then, that also other entities¹⁰⁰ - different from the issuers -, that perform activities that are critical to the functioning of the stablecoin arrangement, should be subject to a prudential framework that would include compliance with appropriate risk-management, liquidity, and capital requirements. All these measures would protect users and the economic system in general, preventing stablecoins from the risk of runs and from systemic risks.

The European Union has taken the initiative to regulate and supervise this emerging crypto assets market through a Proposal for a Regulation on Markets in Crypto-assets (“MiCa”)¹⁰¹. Throughout the proposal, the Commission emphasized the intention to proceed cautiously so as to not hinder innovation in a still emerging field of technological development. The European Council, in November 2021, adopted its position on the Commission’s Proposal (the “Council General Approach”)¹⁰².

As in the United States, the European authorities recognized that stablecoins backed by a single fiat currency must be admitted under the legal framework also as a valid mean of payment. The European Commission and the Council underlined that asset-referenced tokens (such as stablecoins) backed with a single existing fiat currency are substantially alike electronic money, as regulated under 2009/110/EC (EMD2), and should fall under that legal framework. As a consequence, such e-money tokens must be issued either by a credit institution as defined in Regulation n. 575/20138 of the European Parliament and of the Council, or by an electronic money institution authorized under

⁹⁹ PRESIDENT’S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS (PWG), THE FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION (FDIC) AND THE OFFICE OF THE COMPTROLLER OF THE CURRENCY (OCC), *Report on Stablecoins*, cit., 16, available at https://home.treasury.gov/system/files/136/StableCoinReport_Nov1_508.pdf.

¹⁰⁰ Such as custodial wallet providers.

¹⁰¹ Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-assets, COM(2020) 593 final, 24 September 2020.

¹⁰² Available at <https://www.consilium.europa.eu/media/53105/st14067-en21.pdf>.

Directive 2009/110/EC. Issuers should also grant the users with a right to redeem their crypto currency at any moment and at par value against the currency referencing those tokens¹⁰³.

Unlike the American report on stablecoins, the Commission and the Council addressed also the problem of stablecoins backed with multiple fiat currencies (such as Diem) or other assets: they can fall under the definition of the asset-referenced tokens («a type of crypto-asset that is not an electronic money token and that purports to maintain a stable value by referencing to any other value or right or a combination thereof, including one or several official currencies of a country»¹⁰⁴). For the purpose of this paper, it is relevant noting that the European authorities did not ban the use of these stablecoins as means of payment, fixing only some restrictions on their use as such. In particular, article 19b of the General Approach of the Council states that «if the estimated quarterly average number and value of transactions per day associated to uses as means of exchange is higher than 1.000.000 transactions and euro 200 million respectively» the issuer shall (i) stop issuing the asset-referenced token and (ii) must present a plan to the competent authority to ensure that the number and value of transactions per day associated to uses as means of exchange within a single currency area is kept below that threshold. The competent authority may allow the issuer to issue again asset-referenced tokens if there is evidence that it is respecting the fixed threshold. The possibility to use stablecoins as means of payment, however, is not followed by the right of the users to redeem at par value the asset-referenced tokens¹⁰⁵; moreover, the traditional backstops provided for other forms of issuers of private money, such as the deposit guarantee and the role of the central banks as lender of last resorts, are not in place for the issuers of stablecoins¹⁰⁶.

¹⁰³ Article 44 Mica and Principle 10 and article 44 of the Council General Approach.

¹⁰⁴ Article 3(1) (3) Council General Approach.

¹⁰⁵ Article 35 Council General Approach provides only for a right to redemption at the market value: Upon request by the holder of asset-referend tokens, the respective issuer must redeem at any moment by paying in funds the market value of the asset-referenced tokens held or by delivering the referenced assets.

¹⁰⁶ Article 19b has not been modified in its essential elements by the agreement on the Regulation on Markets in Crypto-assets reached by the EU Trilogue negotiators on June 30th 2022.

7. Conclusions

The willingness to use stablecoins as a mean of payment is a global phenomenon and must be addressed by the regulators that have the arduous duty to find a balance between the innovation, represented by stablecoins, and the protection of the economic system that this cryptocurrency may threaten. Innovation can bring many positive effects, especially in the field of the means of payment, making payment easier, more accessible, and cheaper. As analyzed in the paper, an instrument different from public money can be used as an official mean of payment only if it has moneyness and, as a consequence, if it can be considered good money. The moneyness of an instrument depends basically on its capacity to be redeemed at par, and its redeemability is guaranteed by its regulation. This is how some types of private money, such as banks deposit and electronic money, are recognized as official means of payment under the EU and the US' legal systems: they have the capacity to be redeemed at par and the legislators provided for some backstops that aim at guaranteeing that redeemability. Recognizing moneyness to instruments that do not have the two abovementioned requirements can cause systemic crisis, as it happens with MMF: this is why regulators decided to de-moneyize them. For these reasons, stablecoins that do not guarantee their redeemability at par cannot have moneyness and should not be considered as a valid mean of payment.

The US and the EU seem to be consistent to these principles with reference to the case of stablecoins backed by a single fiat currency that guarantee redeemability at par: both systems concluded that these cryptocurrencies can be used as means of payment but they must be subject to appropriate prudential oversight on a consistent and comprehensive basis. The PWC proposal recommends to extend to these stablecoins' issuers the rules provided for insured deposit institutions; the European Commission and Council qualify these stablecoins as electronic money and suggest to extend to them the regulation already in place for e-money.

Different proposals have been adopted with reference to the stablecoins that cannot guarantee the redeemability at par. While the US did not mention these stablecoins among the ones that could be used as official means of payment, the EU seems to be more open to this

innovation, allowing their employment as means of payment -only- under certain limits of number and value of the transactions, but without guaranteeing their redeemability at par. Even if those thresholds on the use of stablecoins can have a strong impact on their diffusion, the possibility to employ them as official means of payment could still cause systemic crisis: in this case the balance between innovation and protection of the consumers and the economic system should be revisited and the solution proposed in the US could be used as a model.

Il vantaggio economico negli aiuti di stato alle banche per la rimozione degli NPLs

SOMMARIO*: 1. Obiettivo del lavoro. – 2. Aiuti di Stato alle banche: cenno alle condizioni di legittimità. – 3. Origine pubblica delle risorse e forma del sostegno. – 4. La selettività degli aiuti alle banche. – 5. Il vantaggio economico e la distorsione della concorrenza: il *market economy investor principle* nel settore bancario. – 6. In particolare: dal criterio dell'investitore privato al valore economico reale dei portafogli di NPLs. – 7. Un diverso punto di vista: il vantaggio economico nel mercato secondario delle attività deteriorate. – 8. Conclusione: l'applicazione "prolungata" dell'art. 107 TFUE.

1. Obiettivo del lavoro

Obiettivo del presente lavoro è dare un contributo ai quesiti emergenti dalle recenti posizioni della Commissione europea in merito agli effetti delle regole sugli aiuti di stato nel mercato secondario dei crediti deteriorati¹.

* Ricercatore t.d.a., in diritto dell'Economia, Università Telematica Pegaso.

¹ Nel presente lavoro, nella consapevolezza della difficoltà di effettuare una compiuta definizione della locuzione "crediti deteriorati", sarà omessa la trattazione della relativa definizione, che meriterebbe un lavoro autonomo, e ci si servirà delle due locuzioni utilizzate dalla Commissione europea nelle sue comunicazioni, ossia "attività deteriorate", "crediti deteriorati", "attività a valore ridotto" e "attività non performanti", con ciò intendendosi tutte le attività bancarie che hanno subito una riduzione di valore nel bilancio di banche che hanno ricevuto una forma di compensazione dallo Stato a fronte di tale riduzione (per ciò comprendendosi, quindi anche le posizioni "UTP", *unlikely to pay*). Si può, in particolare, usare come riferimento la definizione contenuta nella Comunicazione della Commissione europea relativa all'applicazione delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria (La comunicazione sul settore bancario, 2013/C 216/01, in GUUE 30.7.2013, C 216, 1: «attività bancarie che hanno subito una riduzione di valore (le cosiddette "attività deteriorate" o "*impaired asset*")»). In dottrina, tra le molte definizioni, si può fare riferimento alla descrizione di F. CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, 4: «le fattispecie operative nelle quali l'eventualità della perdita risulta non più contenibile in limiti fisiologici; per cui diviene necessario valutarne la entità e i relativi caratteri distintivi al fine di procedere all'inquadramento di quanto residua

L'indagine muove dal documento di consultazione, denominato “*Improving transparency and efficiency in secondary markets for non-performing loans*”², del 16 giugno 2021, che sviluppa in termini propositivi ed interrogativi alcuni contenuti già proposti nella Comunicazione della Commissione europea³ del 16 dicembre 2020 denominata “*Far fronte ai crediti deteriorati all’indomani della pandemia di COVID-19*” che affronta il rapporto tra gestione dei crediti deteriorati e aiuti di stato, nel delicato frangente della pandemia da Covid-19.

In particolare, la Commissione europea parte dall’esigenza di trasparenza dei mercati della circolazione degli NPL quale presupposto necessario per un’applicazione effettiva delle norme in materia di aiuti di stato.

Si tenterà, quindi, di precisare alcuni criteri di applicazione dell’art. 107 TFUE in materia bancaria (residuale rispetto alla Direttiva BRRD⁴) con specifico riferimento al sostegno per la rimozione delle attività non performanti (o *non performing loans* – NPL)⁵.

dell’originario credito erogato (solitamente da banche) nelle sofferenze (NPL) ovvero, allorché trattasi di fattispecie meno gravi, nelle inadempienze probabili (*Unlikely-to-pay*, UTP)».

² Commissione europea, *Consultation document: Improving transparency and efficiency in secondary markets for non-performing loans*, 16 giugno 2021, https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/2021-non-performing-loans-consultation-document_en.pdf.

³ Comunicazione della Commissione europea del 16.12.2020, *Far fronte ai crediti deteriorati all’indomani della pandemia di COVID-19*, COM (2020) 822.

⁴ Direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica la direttiva 82/891/CEE del Consiglio, e le direttive 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE e 2013/36/UE e i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 648/2012, del Parlamento europeo e del Consiglio, in *GUUE* L 173 del 12.6.2014, 190-348, cfr. Per un approfondimento sul rapporto tra aiuti di stato e Direttiva 2014/59/UE, si legga M. LIBERATI, *La crisi del settore bancario tra Aiuti di Stato e meccanismi di risanamento e risoluzione*, in *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, 2014, 1339.

⁵ F. CAPRIGLIONE, *Il Covid 19 e la faticosa ricerca di nuovi paradigmi operativi*, in questa *Rivista*, 2021, 35: «il settore bancario è destinato ad andare incontro a criticità che possono alterarne gli equilibri, determinando anche le condizioni per inevitabili dissesti».

In ragione della rilevanza dell'analisi economica nella materia degli aiuti di stato⁶, l'indagine giuridica non può prescindere dall'analisi dei dati sui volumi degli NPL e sui relativi rendimenti.

Dai dati di *Debtwire*⁷ si evince che, nel 2018, il paese in cui si è registrato il volume maggiore di transazioni avente ad oggetto la cessione di crediti deteriorati è stato l'Italia, arrivando a 103 miliardi di euro. Il secondo paese europeo è la Spagna con 43 miliardi di euro e il terzo è l'Irlanda con 14 miliardi di euro. Secondo la medesima analisi, il successo delle transazioni in Italia sugli NPL sarebbe dovuto al forte sostegno pubblico grazie allo schema di garanzia pubblico (GACS). Il 2018 era, chiaramente, un anno particolare in cui sono state risolte alcune importanti crisi bancarie.

A partire dal 2019, è stato erogato il flusso di aiuti di stato per sostenere imprese e famiglie durante la pandemia attraverso le banche⁸. Tale flusso trova riscontro nell'analisi dei dati consuntivi del 2020. Infatti, il volume registrato nel 2020, considerato che molte crisi bancarie sono state nel frattempo risolte, avrebbe dovuto riportare numeri più bassi. Invece, riporta un *trend* di stabilità delle transazioni registrate che, sempre su base dati *Debtwire*, ammontano a circa 30 miliardi di euro mentre, nel mercato secondario, sono state circa 8,5 miliardi di euro.

⁶ Sulla cui importanza si rinvia a D. MARESCA, *Il tasso di interesse dei prestiti e il rendimento del capitale nel temporary framework sugli aiuti di stato per il COVID-19: un esempio per il futuro?* in *Concorrenza e Mercato*, 2020, 259 ss.

⁷ Principale banca dati sui dati di credito, ripresa dallo studio pubblicato da Ashurst in <https://www.readkong.com/page/a-global-npl-perspective-sellers-and-investors-look-to-586230>.

⁸ Si fa riferimento alle seguenti misure approvate con legge: Decreto legge 28 ottobre 2020, n. 137, Ulteriori misure urgenti in materia di tutela della salute, sostegno ai lavoratori e alle imprese, giustizia e sicurezza, connesse all'emergenza epidemiologica da Covid-19, in Gazz. Uff. 28 ottobre 2020 n. 269, Decreto legge 9 novembre 2020, n. 149, Ulteriori misure urgenti in materia di tutela della salute, sostegno ai lavoratori e alle imprese e giustizia, connesse all'emergenza epidemiologica da COVID-19 (Decreto Ristori bis), in Gazz. Uff., 9 novembre 2020, n. 279 e Decreto-legge 23 novembre 2020, n. 154, Misure finanziarie urgenti connesse all'emergenza epidemiologica da COVID-19 (Decreto Ristori Ter), in Gazz. Uff., 23 novembre 2020, n. 291.

In sostanza, due programmi di garanzia pubblica dei debiti, prima il GACS⁹ e poi i finanziamenti garantiti dallo Stato per la pandemia, hanno prodotto il mantenimento di un alto numero di transazioni su crediti deteriorati (il cui volume fino al 2018 era, invece, ricondotto alle varie crisi bancarie).

Si tratta di numeri ancora elevati se paragonati agli altri paesi europei: l'attrattività del mercato italiano degli NPL rimane molto alta in ragione del fatto che, combinate alla garanzia statale di molti dei crediti ceduti (con conseguente abbassamento del rischio), si sono verificate *performance* di rendimento molto interessanti che variano dal 16% al 20%, netto. Secondo un recente studio¹⁰, addirittura, il tasso di rendimento degli NPL varia tra il 15% e il 25% annuo, in un contesto in cui il valore atteso dell'incasso non supera il 47% del valore del credito iniziale¹¹.

Con tutta evidenza, i rendimenti conseguiti vanno ben oltre quanto ci si aspetterebbe da un investimento garantito dallo Stato, che dovrebbe tendere ad una remunerazione simile a quella dei titoli di Stato¹². Ed a questi fini, nella citata Comunicazione del 2021, la Commissione pare domandarsi se la normativa in materia di aiuti di stato ponga limiti alla remunerazione degli NPL, nei casi in cui il sottostante abbia beneficiato di garanzia statale o, comunque, di una forma di sostegno pubblico.

⁹ Decisione della Commissione europea, caso SA.43390 (2016/N), Italian securitisation scheme, in GUUE C/161/2016.

¹⁰ L. G. CIAVOLIELLO, F. CIOCCETTA, F. M. CONTI, I. GUIDA, A. RENDINA, G. SANTINI, *Quanto valgono i crediti deteriorati?*, in *Note di stabilità finanziaria e vigilanza* n. 3, aprile 2016, <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/note-stabilita/2016-0003/n3-note-stabilita-finanziaria.pdf>.

¹¹ Sugli aspetti giuridici del rendimento dei prestiti garantiti dallo Stato si rinvia al precedente lavoro, D. MARESCA, *Il tasso di interesse dei prestiti e il rendimento del capitale nel temporary framework sugli aiuti di stato per il COVID-19: un esempio per il futuro?*, in *Concorrenza e Mercato*, 2020, 259 ss.

¹² L. G. CIAVOLIELLO, F. CIOCCETTA, F. M. CONTI, I. GUIDA, A. RENDINA, G. SANTINI, *Quanto valgono i crediti deteriorati?*, cit.

2. Aiuti di Stato alle banche: cenno alle condizioni di legittimità

La risposta presuppone un inquadramento della normativa e della giurisprudenza in materia di aiuti di stato per il sostegno delle banche¹³.

A partire dall'approvazione della direttiva BRRD, gli aiuti di Stato alle banche, ivi inclusi quelli connessi alla svalutazione di attività a valore ridotto sulla base della Comunicazione del 2013, sono vietati. In caso di dissesto (o rischio di dissesto) lo Stato membro deve provvedere alla relativa risoluzione¹⁴.

Ai sensi dell'art. 32.4 della citata direttiva vi sono due eccezioni.

In primo luogo, possono essere beneficiarie le banche *in bonis*, ossia che non siano in una condizione di dissesto o a rischio di dissesto¹⁵.

In secondo luogo, le banche che sono a rischio di dissesto possono, comunque, essere destinatarie del sostegno pubblico solo ed esclusivamente al fine di evitare o rimediare a una grave perturbazione dell'economia di uno Stato membro e preservare la stabilità finanziaria. Si segnala che la Comunicazione della Commissione di giugno 2021 includeva la pandemia da Covid-19 come una "grave perturbazione

¹³ Per un inquadramento della materia rispetto alla prassi della Commissione europea e alla giurisprudenza della Corte di giustizia, si rinvia a V. IFTINCHI, "State aid and the financial sector: the evolution of the legal framework of State aid law", in *Research handbook on State Aid in the Banking Sector*, a cura di F.C. LAPREVOTE, J. GRAY, F. DE CECCO, Cheltenham, 2017, 54-86.

¹⁴ Emblematico è il caso del *Banco Popular Español*, dalla cui risoluzione è stata salvata una porzione di correntisti e obbligazionisti senior, traghettati in una *good bank*, acquisita dal Banco di Santander, Decisione (UE) 2017/1246 della Commissione del 7 giugno 2017 che approva il programma di risoluzione per il *Banco Popular Español S.A.*, in *GUUE*, dell'11 luglio 2017, L 178/15.

¹⁵ Secondo l'art. 32.4 della direttiva BRRD, «l'ente è considerato in dissesto o a rischio di dissesto in una o più delle situazioni seguenti: a) l'ente viola, o vi sono elementi oggettivi a sostegno della convinzione che nel prossimo futuro violerà i requisiti per il mantenimento dell'autorizzazione in modo tale da giustificare la revoca dell'autorizzazione da parte dell'autorità competente, perché, ma non solo, ha subito o rischia di subire perdite tali da privarlo dell'intero patrimonio o di un importo significativo dell'intero patrimonio; b) le attività dell'ente sono, o vi sono elementi oggettivi a sostegno della convinzione che nel prossimo futuro saranno, inferiori alle passività; c) l'ente non è, o vi sono elementi oggettivi a sostegno della convinzione che nel prossimo futuro non sarà, in grado di pagare i propri debiti o altre passività in scadenza».

dell'economia" tale da giustificare l'applicazione dell'art. 32 della direttiva BRRD.

Le forme di sostegno finanziario pubblico straordinario ammesse, in questi due casi, dalla Direttiva BRRD sono le seguenti: i) una garanzia dello Stato a sostegno degli strumenti di liquidità forniti da banche centrali alle condizioni da esse applicate; ii) una garanzia dello Stato sulle passività di nuova emissione; oppure iii) un'iniezione di fondi propri o l'acquisto di strumenti di capitale a prezzi e condizioni che non conferiscono un vantaggio all'ente.

Nell'indicato quadro normativo, si inserisce, in via residuale, l'applicazione dell'art. 107 TFUE, sulla base del quale i provvedimenti pubblici di sostegno alle banche costituiscono aiuti di Stato nella misura in cui esonerano il beneficiario dalla necessità di registrare una perdita, o di segnare una riserva, per le sue attività deteriorate¹⁶.

Anche in questo caso, l'art. 107 TFUE va applicato senza deroghe secondo la tradizionale verifica della presenza delle seguenti condizioni cumulative¹⁷: origine pubblica delle risorse, selettività, vantaggio economico, distorsione della concorrenza e pregiudizio al commercio tra gli Stati membri¹⁸. Nel caso in cui anche uno solo dei requisiti non sia riscontrato, la misura non costituisce un aiuto e, di conseguenza, non è soggetta al divieto di aiuti di Stato né all'obbligo di notifica ai sensi dell'art. 108 TFUE¹⁹.

¹⁶ Cfr. A. ANTONUCCI, *Gli "aiuti di Stato" al settore bancario: le regole d'azione della regia della Commissione*, in *Studi sull'integrazione europea*, n. 3, 2018, 3, 589.

¹⁷ Cfr. sentenza del 13 settembre 2017, C-329/15, *ENEA*, in *GUUE*, 2017, 671 ss., punto 17. Per un inquadramento, tra i molti contributi, si rinvia a E. TRIGGIANI, *Aiuti di Stato (dir. Un. Eur.)*, in *Enc. Dir. – Annali*, vol. VI, 2013, 19 ss. e G. LUCHENA, *Gli aiuti di Stato*, in A. URICCHIO, V. PERAGINE, M. AULENTA, *Manuale di scienza delle finanze, diritto finanziario e contabilità pubblica*, Molfetta (Ba), 2017, 555 ss.

¹⁸ Decisione della Commissione europea, caso SA.43390 (2016/N), *Italian securitisation scheme*, cit., par. 43: «To constitute State aid within the meaning of Article 107(1) TFEU, a measure has to fulfil four conditions. First, the aid is granted by a Member State or through State resources. Second, the measure confers a selective advantage to certain undertakings or the production of certain goods. Third, the measure must be liable to affect trade between Member States. Fourth, the measure must distort or threaten to distort competition in the internal market».

¹⁹ Cfr. F.C. LA PREVOTE, J. GRAY, F. DE CECCO, *State Aid in the banking sector*, Cheltenham, 2017, 54

3. Origine pubblica delle risorse e forma del sostegno

In primo luogo, per ricadere nel divieto di cui all'art. 107 TFUE, la misura deve essere imputabile allo Stato²⁰: deve, cioè, impiegare risorse che siano nella disponibilità dello Stato²¹ in modo diretto, ossia erogate per mezzo di una pubblica amministrazione²².

Sono considerate di origine pubblica anche le risorse assegnate in modo indiretto, ossia erogate per mezzo di un soggetto privato che le gestisce sulla base degli indirizzi della pubblica amministrazione²³.

La Commissione europea riferisce il requisito dell'origine pubblica delle risorse alla riconducibilità della decisione di intervento alla sfera pubblica: «All those support measures will be decided directly by the Italian government»²⁴.

La Corte di giustizia ha infatti precisato che il diritto dell'Unione «non può tollerare che il semplice fatto di creare enti autonomi incaricati della distribuzione di aiuti permetta di aggirare le norme in materia di aiuti di Stato»²⁵. In altri termini, tale giurisprudenza è tesa a contrastare un rischio di sotto-inclusione. Tuttavia, la decisione di includere i vantaggi concessi tramite enti diversi dallo Stato fa altresì emergere un rischio particolare di sovra-inclusione, qualora si

²⁰ Nel presente lavoro si farà riferimento ad un'unica nozione di origine pubblica delle risorse, nella consapevolezza che la dottrina (e poi la Commissione) ne ha sdoppiato l'accertamento in due requisiti cumulativi: l'origine pubblica e la natura delle risorse, cfr. G. LUCHENA, *An overview of the main issues set forth in the Notice on the notion of State aid: a new "code of conduct" for the States*, in *Il diritto dell'economia*, 2018, 756.

²¹ Cfr. Corte di giustizia, 5 aprile 2006, T-351/02, *Deutsche Bahn/Commissione*, in *GUUE*, 2006, 104, punto 103 ss.

²² Cfr. Corte di giustizia, C-329/15, 13 settembre 2017, *ENEA*, cit., 671 ss., punto 20.

²³ Cfr. Decisione della Commissione europea, caso n. SA.45664, del 6 luglio 2018, in *GUUE C/236/2018*, par. 70. Sotto il profilo della disponibilità di risorse pubbliche erogate in modo indiretto, un esempio può essere rinvenuto rispetto alla tariffa autostradale che, benché applicata da una società privata concessionaria, Decisione n. 2435/2018

²⁴ Cfr. F.C. La PREVOTE, J. GRAY, F. DE CECCO, *State Aid in the banking sector*, cit., 56: «Public support granted to banks in difficulty takes the following forms: liquidity support, capital support and impaired assets measures».

²⁵ Cfr. Corte di giustizia, 16 maggio 2002, causa C-482/99, *Francia/Commissione*; in *GUUE*, 2002, 294, punto 23.

comprendano vantaggi che non siano imputabili allo Stato o che non comportino l'utilizzo di risorse statali²⁶.

Sotto questo profilo, il Tribunale dell'Unione europea ha poi specificato la necessità di un approccio sostanzialista: la disponibilità delle risorse in capo esclusivamente a soggetti privati, come il Fondo interbancario (FITD) di natura volontaria, fa venire meno la relativa origine pubblica nonostante il relativo utilizzo sia soggetto ad un monitoraggio dello Stato²⁷.

Nel caso delle banche, la giurisprudenza ha individuato le seguenti forme di aiuto con origine pubblica: supporto alla liquidità, al capitale e alle attività a valore ridotto.

Il sostegno alla liquidità avviene tipicamente attraverso la prestazione di una garanzia pubblica per i titoli di debito erogati dalla banca. Si tratta di strumenti di nuova emissione al fine di consentire alla banca di incrementare le possibilità di ottenere fondi dal mercato. Per tale ragione, attraverso la garanzia pubblica, la banca può emettere strumenti di debito maggiormente sicuri e più facilmente commerciabili sul mercato. Con tutta evidenza, qualora lo Stato abbia una scarsa reputazione creditoria, ossia uno scarso *rating*, i titoli garantiti possono essere utilizzati dalle banche come collaterale per ottenere liquidità dalla Banca Centrale Europea²⁸.

In alternativa alla garanzia sugli strumenti di debito, le misure di aiuto alle banche per supportare la liquidità possono prendere la forma dell'emissione diretta di strumenti di debito dallo Stato alle banche in

²⁶ Cfr. Conclusioni dell'avvocato generale *Saugmandsgaard* nella causa *ENEA*, C-329/15, cit., 233, paragrafi 68 e 69.

²⁷ Tribunale dell'Unione europea, cause riunite T-98/16, *Italia / Commissione*, T-196/16, *Banca Popolare di Bari SCpA, già Tercas-Cassa di risparmio della provincia di Teramo SpA (Banca Tercas SpA) / Commissione*, T-198/16, *Fondo interbancario di tutela dei depositi / Commissione*, del 19 marzo 2019, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2, 2019, 1 ss., con nota di D. ROSSANO, *Il Tribunale UE boccia la Commissione europea sul caso Tercas*. Si veda inoltre il contributo di N. SPADARO, *Aiuti di Stato alle banche. Il Tribunale di primo grado dell'UE apre la strada ad un'interpretazione meno rigorosa da parte della Commissione*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, n. 2/2018, reperibile su www.rivistadellaregolazioneideimercati.it nonché P. NICOLAIDES, *The boundaries between State and private resources*, in stateaidhub.eu.

²⁸ Per una panoramica sugli aiuti di stato erogati attraverso una garanzia su strumenti collaterali rispetto agli strumenti della BCE si vedano le misure autorizzate dalla Commissione europea: http://ec.europa.eu/competition/state_aid/scoreboard/financial_economic_crisis_aid_en.html.

modo che queste ultime possano utilizzare tali titoli come collaterali per acquisire liquidità dalla Banca Centrale Europea²⁹.

Le erogazioni da parte della Banca Centrale configurano un aiuto di Stato quando sono soddisfatte cinque condizioni: a) la banca beneficiaria non è in situazione di insolvenza, b) il prestito è una misura di un pacchetto più ampio dedicato al rilancio dell'istituto di credito, c) la Banca Centrale ottiene un collaterale come contropartita dell'erogazione del titolo, d) il tasso di interesse praticato è significativamente più alto rispetto a quello normalmente applicato per normali operazioni di rifinanziamento ed e) la Banca Centrale non gode di una garanzia pubblica sui prestiti erogati³⁰.

Il sostegno al capitale delle banche è generalmente subordinato al preventivo utilizzo delle garanzie sul debito, in quanto si tratta di misure maggiormente invasive e tendenzialmente non reversibili. Tale supporto può avere la forma dell'acquisto di quote o dell'aumento di capitale per conseguire la titolarità azioni ordinarie piuttosto che dell'acquisizione di strumenti ibridi tra debito e capitale proprio (es. obbligazioni convertibili in azioni)³¹. L'intervento nel capitale ha la finalità di rafforzare i valori patrimoniali in modo diretto per soddisfare i livelli richiesti dal Regolamento CRR e dalla Direttiva CRD affinché la banca possa riprendere (o proseguire) la propria attività principale, ossia, la fornitura di debito alle imprese e alle famiglie.

A tal fine la Commissione europea ha adottato una specifica Comunicazione³² avente ad oggetto le linee guida³³ che gli Stati membri

²⁹ Questo è il caso della Decisione della Commissione europea sulle misure di supporto delle Istituzioni di Credito in Grecia, Caso N 560/2008, in *GUUE* C126, 6.

³⁰ Sezione 5 della Comunicazione della Commissione europea sugli aiuti di Stato alle banche del 2013.

³¹ F.C. La PREVOTE, J. GRAY, F. DE CECCO, *State Aid in the banking sector*, cit., 57.

³² Comunicazione della Commissione, *La ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie nel contesto dell'attuale crisi finanziaria: limitazione degli aiuti al minimo necessario e misure di salvaguardia contro indebite distorsioni della concorrenza*, in *GUUE* C 10, 15 gennaio 2009, 2-10

³³ La Comunicazione sulla ricapitalizzazione prevede requisiti specifici per valutare il profilo di rischio di una banca: a) l'adeguatezza prospettica del capitale, b) l'ammontare della ricapitalizzazione necessaria, c) la differenza (*spread*) rispetto al Credit Default Swap medio e d) il *rating* della banca. Cfr. Decisione della Commissione europea C18/09 (N 546/2009), *Bank of Ireland*, in *GUUE*, 2011, L 40, 9.

devono seguire per la ricapitalizzazione degli istituti bancari, sempre nei soli casi consentiti dall'art. 32.4 della direttiva BRRD, con la duplice finalità di garantire livelli di fornitura di debito per le imprese ad, al tempo stesso, evitare le distorsioni della concorrenza. Le regole applicabili sono fondamentalmente diverse nei casi di banche in difficoltà (che hanno un rischio di insolvenza) rispetto a quelle finanziariamente sane. In particolare, gli aiuti alle banche in difficoltà hanno requisiti maggiormente stringenti e sono sempre subordinati ad una ristrutturazione dell'istituto³⁴.

Tuttavia, non si può non sottolineare una certa contraddizione dei provvedimenti della Commissione che stabiliscono criteri molto rigidi per la ricapitalizzazione delle banche in difficoltà che, però, sono le uniche ad avere bisogno di tali misure³⁵.

In particolare, elemento centrale per la verifica della compatibilità è il calcolo del prezzo delle azioni in modo tale che il rischio specifico della banca sia adeguatamente riportato nel calcolo e lo Stato, quindi, abbia una adeguata remunerazione (su questo tema, il prezzo, ci si soffermerà in seguito). Infatti, la maggior parte delle decisioni di autorizzazione ex art. 108 TFUE, sotto forma di ricapitalizzazione di istituti bancari, hanno avuto come destinatarie banche in difficoltà³⁶.

Il sostegno per la rimozione degli NPL, anch'esso disciplinato dalla Comunicazione della Commissione europea del 2009, ha la finalità di consentire alle banche di avere un maggiore respiro tanto sotto il profilo dei requisiti di capitale quanto sotto il profilo della liquidità. I principi su cui si basa la Comunicazione sono la trasparenza, la condivisione

³⁴ La ristrutturazione deve consentire alla banca di tornare operativa sul mercato a lungo termine, Decisione della Commissione europea C18/09 (N 360/09), *KBC*, in *GUUE*, 2010, L 188, 24, Decisione della Commissione europea, *Fortis*, in *GUUE*, 2009, C 80, 7, Decisione della Commissione europea C2009/9000 (N 360/09), *ING*, in *GUUE*, 2010, L 274, 139.

³⁵ Cfr. M. VENTORUZZO, G. SANDRELLI, *O tell me the truth about bail-In: theory and practice*, in *ECGI Working Paper Series in Law*, n. 442/2019, 61 ss.

³⁶ Cfr. D. DIVERIO, *Le misure nazionali di sostegno al mercato bancario: un'applicazione à la carte della disciplina europea degli aiuti di Stato alle imprese?*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 2017, 604 ss. Nonché, per i profili pubblicistici, S. FORTUNATO, *Aiuti di Stato e mercato creditizio fra orientamenti comunitari e interventi nazionali*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2010, 379 ss. e A. ALDISIO, *Le nuove regole europee sulla risoluzione. L'intervento pubblico tra Scilla e Cariddi*, in *Analisi giur. econ.*, 2016, 333 ss.

degli oneri (c.d. *burden sharing*)³⁷ tra banca beneficiaria e Stato e, infine, la prudente valutazione delle attività sulla base del valore economico reale (tema su cui ci si soffermerà in seguito).

La prassi ha, tuttavia, mostrato che gli aiuti per la rimozione delle attività a valore ridotto possono assumere diverse forme³⁸, tra cui, l'acquisto diretto degli NPL da parte di un soggetto controllato dallo Stato (c.d. AMC, *asset company* o *bad bank*) oppure la compensazione (attraverso supporto al capitale o alla liquidità) dell'eventuale riduzione delle poste nel bilancio³⁹ per via delle perdite generate dalla mancata riscossione totale o parziale⁴⁰. In questo caso, il beneficiario effettivo della misura è il debitore finale che potrà ristrutturare il proprio debito nei confronti dello Stato o del soggetto terzo acquirente (che ha fruito di un prezzo calmierato grazie al sostegno dello Stato)⁴¹.

Come noto, è, invece, irrilevante la forma del provvedimento pubblico attraverso cui l'aiuto viene erogato⁴². Ad esempio, nel caso degli aiuti di stato aventi ad oggetto lo schema di garanzia per la cessione di crediti deteriorati da parte delle banche italiane lo stanziamento avvenne attraverso decreto legge, tipico caso di imputabilità allo Stato delle risorse⁴³. Va ricordato il recente caso della

³⁷ Sul tema del *burden sharing*, si rinvia a K. LANNON, *Bank State Aid under BRRD and SRM*, in *European State Aid Law Quarterly*, n. 4/2014, 630.

³⁸ Cfr. I. E. LINARTIS, *Asset Protection-State Guarantee Schemes in systemic European Non-Performing Loans Securitizations: Contractual structure, State aid and Bank corporate law issues*, EBI Working Paper Series n. 74/2020, 7.

³⁹ Cfr. Decisione della Commissione europea C2009/9807 (N 428/2009), *Lloyds Banking Group*, in *GUUE*, 2010, C 46 e Decisione della Commissione europea C2011/5157 (SA.28264), *Hypo Real Estate*, in *GUUE*, 2012, L 60, 24.

⁴⁰ Cfr. Decisione della Commissione europea sulla ristrutturazione della *Royal Bank of Scotland*, Caso N422/2009 e N621/2009 in *GUUE*, 2010, c 119, 1, nonché Decisione della Commissione europea per l'aiuto della Germania a Nordbank AG, caso SA29338, in *GUUE*, 2012, L225, 1.

⁴¹ Sull'identificazione del beneficiario si veda il contributo di A. TRAVI, *Note introduttive in materia di aiuti di stato*, in E. BRUTI LIBERATI, M. De FOCATIS, A. TRAVI (a cura di), *Gli aiuti di stato. La tutela del Consumatore*, Padova, 2019, 3 ss.

⁴² Per un inquadramento sulla forma degli aiuti di stato si rinvia a K. BACON, *European Union Law of State Aid*, Oxford, 2017.

⁴³ Nella decisione di autorizzazione della Commissione europea si legge quanto segue relativamente a tale accertamento: «The Scheme will be implemented by governmental decree law. The law foresees a budget to be created. Individual guarantees will be granted under the Scheme by the Italian Minister of Economy and Finance. The Commission therefore concludes that the Scheme is imputable to the

banca Tercas in occasione del quale il tribunale dell'Unione europea ha dichiarato che il FITD italiano non opera in virtù di un mandato pubblico in quanto le relative risorse sono fornite dalle consorziate partecipanti⁴⁴.

4. *La selettività degli aiuti alle banche*

Come anticipato, l'aiuto non può essere assegnato in modo diretto ad una o più imprese ma deve essere destinato a tutti gli attori del mercato o prevedere un meccanismo di assegnazione attraverso una procedura non discriminatoria.

La selettività può essere riscontrata tanto in modo esplicito, ossia attraverso l'ambito di applicazione ristretto ad una o più imprese, quanto in modo implicito, ossia attraverso la previsione di una deroga alla norma generale da cui consegue una disciplina speciale. Come specificato dalla dottrina, «State aid intervention can be classified as irregular if it results from the application of derogation from a general provision. Here, a major element in recognizing a State aid takes on great significance, namely selectivity»⁴⁵. In quest'ultimo caso, sebbene la misura sia astrattamente a portata generale la sua applicazione concreta porta a selezionare una o più imprese⁴⁶.

Ad esempio, nel caso del salvataggio della Banca Popolare di Vicenza e Banca Antonveneta da parte di Intesa San Paolo⁴⁷, la

State and that it is financed through State resources», Decisione della Commissione europea, caso SA.43390 (2016/N), Italian securitisation scheme, cit., par. 44.

⁴⁴ Trib. UE, cause riunite T-98/16, *Italia / Commissione*, T-196/16, *Banca Popolare di Bari SCpA, già Tercas-Cassa di risparmio della provincia di Teramo SpA (Banca Tercas SpA) / Commissione*, T-198/16, *Fondo interbancario di tutela dei depositi / Commissione*, del 19 marzo 2019, cit., 1 ss., con nota di D. ROSSANO, *Il Tribunale UE boccia la Commissione europea sul caso Tercas*. Si veda inoltre il contributo di N. SPADARO, *Aiuti di Stato alle banche. Il Tribunale di primo grado dell'UE apre la strada ad un'interpretazione meno rigorosa da parte della Commissione*, cit., nonché P. NICOLAIDES, *The boundaries between State and private resources*, cit.

⁴⁵ Una efficace definizione di selettività si rinviene in G. LUCHENA, *An overview of the main issues set forth in the Notice on the notion of State aid: a new "code of conduct" for the States*, cit., 760.

⁴⁶ Questo è il caso tipico delle esenzioni fiscali per categoria.

⁴⁷ Decisione della Commissione europea, caso n. SA.45664, del 6 luglio 2018, cit. In dottrina, sull'imputabilità, si veda G. CARULLO, *State resources in the case law*:

Commissione ha riscontrato la mancanza di selettività in ragione dell'esperimento di una procedura di gara per la scelta del compratore del portafoglio di attivi patrimoniali delle banche in difficoltà. Nonostante Intesa San Paolo risultasse l'unico soggetto partecipante alla procedura, la Commissione ritenne che non vi fosse selettività e che pertanto non occorresse un accertamento degli altri requisiti dell'art. 107 TFUE.

Nel caso dello schema di garanzia per i crediti deteriorati a favore delle banche italiane (GACS), la selettività è stata ritenuta sussistente in ragione del fatto che la garanzia per la cessione dei crediti deteriorati era stata prevista a favore esclusivamente delle banche e non anche delle altre imprese di carattere non finanziario⁴⁸.

La selettività va intesa anche nel senso di individuare categorie di imprese, soprattutto quando operano in un settore dell'economia che è trasversale rispetto agli altri e, di conseguenza, un vantaggio competitivo potrebbe riverberarsi anche su altri anelli della filiera. In senso analogo, nel caso dei salvataggi delle banche greche, la Commissione ha ritenuto che vi fosse selettività in quanto tutti (e solo) i soggetti bancari in Grecia potevano beneficiare di una garanzia pubblica sui titoli di debito erogati dalla Banca Centrale⁴⁹.

Va, inoltre, specificato che la selettività può essere riscontrata anche sotto il profilo meramente geografico; in altre parole, sono vietati gli aiuti ad imprese localizzate in un territorio o in uno Stato membro specifico, sebbene, all'interno di detto Stato, siano erogati in modo non discriminatorio. Infatti, anche se una misura statale è diretta a sostenere tutte le imprese operanti in un dato mercato, qualora i beneficiari debbano necessariamente avere una sede, o semplicemente operare, in

imputability under an organizational perspective, in *European State Aid Law Quarterly*, n. 3, 2013, 453 ss.

⁴⁸ Decisione della Commissione europea, caso SA.43390 (2016/N), Italian securitisation scheme, cit., par. 44: «Given that the Scheme is designed to address banks with portfolios of NPLs, it is by its nature selective».

⁴⁹ Cfr. Decisione della Commissione europea sulla ricapitalizzazione di Alpha Bank, Caso SA.34823 (2012/C) in *GUUE* L80, 1, 2015, Decisione della Commissione europea sulla ricapitalizzazione della Banca Nazionale della Grecia, Caso SA.34824 (2012/C) in *GUUE*, 2015, L 183, 29, Decisione della Commissione europea Ricapitalizzazione di EFT Eurobank, Caso SA.34825 (2012/C) in *GUUE* 2015, L357, 112 ss., Decisione della Commissione europea, Ricapitalizzazione della Banca del Pireo, (2012/C), in *GUUE*, 2015, L80, 49 ss.

uno Stato membro specifico, l'aiuto è ritenuto selettivo e, di conseguenza, vietato⁵⁰.

5. Il vantaggio economico e la distorsione della concorrenza: il market economy investor principle nel settore bancario

Ai fini dell'applicazione dell'art. 107 TFUE, occorre che il provvedimento attribuisca un vantaggio di carattere economico che sia suscettibile di una valutazione a prescindere dalla forma⁵¹. Un vantaggio è un beneficio che un'impresa non potrebbe ricevere in condizioni normali di mercato, ossia in assenza di intervento dello Stato⁵².

La presenza di un vantaggio va valutato sulla base di un'analisi economica da cui emergano gli effetti concreti della misura di aiuto⁵³. Pertanto, anche un semplice miglioramento delle condizioni finanziarie del beneficiario comporta l'erogazione di un aiuto⁵⁴. Nel caso delle banche, il miglioramento strutturale avviene, principalmente, attraverso la ricapitalizzazione o cessione del capitale allo Stato, come nel caso della Banca Popolare di Vicenza e Antonveneta⁵⁵, o attraverso la garanzia sull'emissione di titoli di debito, come nel caso dello schema

⁵⁰ cfr. G. LUCHENA, *La selettività geografica nelle leggi di incentivazione economica alle imprese: il caso delle agevolazioni fiscali nelle zone franche urbane*, in *www.osservatorioaic.it*, 6 giugno 2016. Per un esempio in giurisprudenza, Corte di giustizia dell'Unione europea, 21 dicembre 2016, *European Commission v. World Duty Free Group, formerly Autogrill Espana SA, Banco Santander SA, Santusa Holding SL*, cause riunite, C-20/15 P and C-21/15 P.

⁵¹ Come specificato da G. LUCHENA, *An overview of the main issues set forth in the Notice on the notion of State aid: a new "code of conduct" for the States*, cit., 748, «the variety of forms constituting "aid" calls for great caution from the Commission's control activities. By means of its action, the Commission is capable of directing State conduct, acting as an arbitrator amid the "Internal" policies and the "European" ones».

⁵² Sentenza della Corte di giustizia dell'11 luglio 1996, SFEI e altri, C-39/94, in GUUE, C:1996:285, punto 60; sentenza della Corte di giustizia del 29 aprile 1999, Spagna/Commissione, C-342/96, in GUUE, C:1999:210, punto 41.

⁵³ Sentenza della Corte di giustizia del 2 luglio 1974, Italia/Commissione, C-173/73, in GUUE, C:1974:71, punto 13.

⁵⁴ Sentenza della Corte di giustizia del 2 luglio 1974, Italia/Commissione, C-173/73, cit., punto 13.

⁵⁵ Decisione della Commissione europea, caso n. SA.45664, del 6 luglio 2018, cit.

di garanzia per la cessione degli NPL⁵⁶.

Inoltre, la misura deve avere un effetto distorsivo della concorrenza (distorsione alla concorrenza) nonché recare un pregiudizio al commercio tra gli Stati membri⁵⁷.

Vantaggio economico e distorsione della concorrenza costituiscono valutazioni tra loro collegate e sintetizzabili nel rispetto del *market economy investor principle*⁵⁸, ossia nell'accertamento del fatto che un investitore privato non avrebbe effettuato la medesima operazione realizzata dallo Stato, o dal soggetto da esso delegato⁵⁹.

Ad esempio, nella Decisione della Commissione europea relativa al salvataggio della Banca Popolare di Vicenza e della Banca Antonveneta, si legge che gli aiuti costituirebbero una distorsione della concorrenza ed un vantaggio economico alle banche beneficiarie nella misura in cui le banche concorrenti non avrebbero potuto fruire dei

⁵⁶ Decisione della Commissione europea, caso n. SA.43390 (2016/N), Italian securitisation scheme, cit.

⁵⁷ La Commissione europea sintetizza la nozione di pregiudizio al commercio tra gli Stati membri come segue: «Those State support measures are also likely to affect trade between Member States as the financial services market is open to competition from banks of other Member States and, by its nature, affects trade between Member States.», Decisione della Commissione europea, caso n. SA.45664, del 6 luglio 2018, cit., par. 70. In giurisprudenza, *ex multis*, si rinvia alla sentenza della Corte di giustizia 21 marzo 1990, *Belgio c. Commissione*, causa C-142/87.

⁵⁸ Per una ricostruzione del principio del MEIP si rinvia a C. MALINCONICO, *Aiuti di stato*, in M. P. CHITI e G. GRECO (a cura di), *Trattato di diritto amministrativo europeo*, Milano, 1997; F. GHELARDUCCI, M. CAPANTINI, *Gli aiuti di stato e il principio dell'investitore privato negli orientamenti della Commissione e nella giurisprudenza comunitaria*, in A. MASSERA (a cura di), *Il diritto amministrativo dei servizi pubblici tra ordinamento nazionale ed ordinamento comunitario*, Pisa, 2004, 127 ss.; A. PAGANO, *Sull'applicazione del criterio dell'investitore privato operante in un'economia di mercato*, in *Diritto pubblico comparato ed europeo*, 2010, 1282 ss.; R. F. BALDUCCI, *Lo stato può investire nel capitale di imprese pubbliche anche per mezzo di esenzioni fiscali: è la fine del "market economy investor principle"*, in *Diritto pubblico comparato ed europeo*, 2012, 1710 ss.; P. DE LUCA, *Il criterio dell'investitore privato in economia di mercato*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 2012, 519 ss.

⁵⁹ Per un approfondimento dell'applicazione del *market economy investor principle* agli aiuti alle banche, si veda P. NICOLAIDES, *State aid to banking: application of the Market economy investor principle*, in F. C. LAPREVOTE, J. GRAY, F. DE CECCO, (a cura di), *Research handbook on State Aid in the Banking Sector*, cit., 87.

medesimi vantaggi, se avessero posto in essere l'operazione di salvataggio senza il supporto dello Stato: «Measures A to J distort or threaten to distort competition as they allow the activities of VB and BPVi to be sold to the Buyer with an advantage that competitors did not receive, whereas those activities would have been wound down in the absence of State support»⁶⁰.

In breve, un intervento pubblico, a condizioni più favorevoli rispetto a quelle che accetterebbe un investitore privato, implica un vantaggio economico e viene, quindi, qualificato come aiuto di Stato⁶¹: la misura deve essere notificata alla Commissione europea, ai sensi dell'art. 108 TFUE, che effettuerà una valutazione di compatibilità dell'aiuto con il mercato interno⁶².

In questo caso, lo Stato membro è gravato dal c.d. obbligo di *stand still*, ossia deve astenersi dall'applicare la misura fino a che la Commissione non l'abbia autorizzato, come previsto dal comma 3 dell'art. 108 TFUE.

Nella prassi si trovano diversi casi di misure di sostegno alle banche che non sono state considerate aiuto di Stato in ragione dell'aderenza al *market economy investor principle*⁶³. Ciò accade quando il valore del sostegno pubblico per la misura di aiuto (cessione dei portafogli di crediti, l'immissione di capitale o di strumenti di debito) viene considerato pari al prezzo che sarebbe accettabile per un investitore privato⁶⁴.

⁶⁰ Decisione della Commissione europea, caso n. SA.45664, del 6 luglio 2018, cit., par. 69.

⁶¹ La base giuridica del *market economy investor principle* è l'art. 345 del TFUE che prevede la parità tra impresa pubblica e impresa privata: «[i] trattati lasciano del tutto impregiudicato il regime di proprietà esistente negli Stati membri».

⁶² A. BIONDI, *Gli Aiuti di Stato*, in A. FRIGNANI, R. PARDOLESI (a cura di), *La Concorrenza*, Torino, 2006, 447 ss.

⁶³ Cfr. Corte di giustizia dell'Unione europea, cause riunite, C-214/12, C-215/12 e C-223/12, *Land Burgenland and others c. Commissione*, in *GUUE*, C/2013/682, par. 52.

⁶⁴ Si vedano, *ex multis*, le seguenti sentenze della Corte di giustizia: sentenza della Corte di giustizia del 21 marzo 1990, Belgio/Commissione (Tubemeuse), C-142/87, in *GUUE*, C:1990:125, punto 29; la sentenza della Corte di giustizia del 21 marzo 1991, Italia/Commissione (ALFA Romeo), C-305/89, in *GUUE*, C:1991:142, punti 18 e 19; la sentenza del Tribunale del 30 aprile 1998, Cityflyer Express/Commissione, T-16/96, in *GUUE*, T:1998:78, punto 51; la sentenza del Tribunale del 21 gennaio 1999, Neue Maxhütte Stahlwerke e Lech-

Parimenti, quando il creditore parte della rinegoziazione del debito è un soggetto pubblico (ad esempio una banca controllata dallo Stato) la giurisprudenza ha elaborato specificamente il criterio del creditore privato sulla base del quale è possibile stabilire se le condizioni di rinegoziazione siano aderenti agli standard di mercato⁶⁵.

Analogamente, quando una banca partecipata dallo Stato, o ricapitalizzata dallo Stato, esegue un'operazione di vendita (anche di crediti deteriorati) occorrerà valutare l'operazione rispetto al c.d. criterio del venditore privato, come già elaborato dalla Corte di giustizia⁶⁶.

Infatti, il pagamento di un giusto prezzo configura l'assenza di un vantaggio economico selettivo. Tale accertamento è avvenuto, ad esempio, nel caso della *bad bank* ungherese *Mark*⁶⁷, avente ad oggetto il trasferimento di un pacchetto di crediti deteriorati nel mercato immobiliare nonché nel caso del, già citato, schema di garanzia degli strumenti di debito in Italia (GACS)⁶⁸.

Nei suddetti casi, infatti, il prezzo è stato determinato attraverso un'operazione tecnica di *benchmarking*, come stabilito dal Tribunale dell'Unione europea⁶⁹. In alternativa, è possibile stabilire un giusto prezzo attraverso una procedura pubblica, come avvenuto nel caso di Intesa San Paolo⁷⁰: secondo quest'ultimo schema il prezzo non può poi essere messo in discussione da studi indipendenti da cui emerga un

Stahlwerke/Commissione, cause riunite T-129/95, T-2/96 e T-97/96, in *GUUE*, T:1999:7, punto 104; la sentenza del Tribunale del 6 marzo 2003, Westdeutsche Landesbank Girozentrale e Land Nordrhein-Westfalen/Commissione, cause riunite T-228/99 e T-233/99, in *GUUE*, T:2003:57.

⁶⁵ Sentenza della Corte di giustizia del 22 novembre 2007, Spagna/Commissione, C-525/04 P, in *GUUE*, C:2007:698, sentenza della Corte di giustizia del 24 gennaio 2013, Frucona/Commissione, C-73/11 P, in *GUUE*, C:2013:32; sentenza della Corte di giustizia del 29 giugno 1999, DMTransport, C-256/97, in *GUUE*, C:1999:332.

⁶⁶ Sentenza del Tribunale del 28 febbraio 2012, Land Burgenland e Austria/Commissione, cause riunite T-268/08 e T-281/08, in *GUUE*, T:2012:90.

⁶⁷ Si veda la Decisione del 10 febbraio 2016, SA.38843, in *GUUE* C/104/2016.

⁶⁸ Si veda la Decisione del 10 febbraio 2016, SA.43390, cit.

⁶⁹ Sentenza del Tribunale del 6 marzo 2003, Westdeutsche Landesbank Girozentrale e Land Nordrhein-Westfalen/Commissione, cause riunite T-228/99 e T-233/99, in *GUUE*, T:2003:57, punto 251.

⁷⁰ Decisione della Commissione europea, caso n. SA.45664, del 6 luglio 2018, cit.

diverso *benchmark* applicabile⁷¹.

6. *In particolare: dal criterio dell'investitore privato al valore economico reale dei portafogli di NPLs*

Il criterio dell'investitore privato consente di includere nella valutazione molteplici fattori di carattere finanziario⁷² al fine di verificare «se, in circostanze analoghe, un investitore privato di dimensioni paragonabili che opera alle normali condizioni di un'economia di mercato avrebbe realizzato l'investimento in questione»⁷³.

Con specifico riferimento agli aiuti finalizzati a promuovere la rimozione delle attività deteriorate, la valutazione si concentra sulla sussistenza di una remunerazione per lo Stato che tenga conto del

⁷¹ Sentenza della Corte di giustizia del 24 ottobre 2013, Land Burgenland/Commissione, cause riunite C-214/12 P, C-215/12 P e C-223/12 P, in *GUUE*, C:2013:682, punti 94 e 95.

⁷² Tale tendenza si può evincere chiaramente dalle decisioni della Commissione europea più recenti e più rilevanti per l'Italia, in cui l'intervento pubblico era spesso provvisorio, relative all'Ilva (Decisione della Commissione del 21 dicembre 2017, SA.38613 (2016/C) (ex 2015/NN), *sugli aiuti di stato e sulle misure cui l'Italia ha dato esecuzione a favore dell'Ilva S.p.A. in Amministrazione Straordinaria*, in *Gazzetta Ufficiale - 2a Serie Speciale - Unione Europea* n. 96 del 10-12-2018, 96 ss.), Alitalia (Decisione della Commissione europea, *Aiuto di Stato SA.48171 (2018/C) (ex 2018/NN, ex 2017/FC) – Italia Presunto aiuto di Stato a favore di Alitalia*, in *GUUE*, 20 luglio 2018, C 256, 4 ss.), Banca Marche (Decisione della Commissione europea, *State Aids SA.39543 (2017/N-2), SA.41134 (2017/N-2), SA.43547 (2017/N-2) – Italy – Sale of the bridge banks Marche, Etruria and Carichieti to UBI Banca (third amendment to the resolution of the banks Marche, Etruria and Carichieti)*, in *GUUE*, 16 febbraio 2018, C 61, 1 ss.), Banca Popolare di Vicenza (Decisione della Commissione europea, *State Aid SA. 45664 (2017/N) – Italy – Orderly liquidation of Banca Popolare di Vicenza and Veneto Banca - Liquidation aid*, in *GUUE*, 6 luglio 2018, C 236, 1 ss.). Cfr. D. ROSSANO, *La gestione dei crediti deteriorati nelle crisi bancarie*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, 85, G. SCIASCIA, *La risoluzione ex lege delle c.d. «quattro banche»*, in G. SCIASCIA, *I profili pubblicistici del credito tra dimensione nazionale e innovazioni sovranazionali*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 2017, 413 ss. e M. CLARICH, *Sostegno pubblico alle banche e aiuti di Stato*, in *Giur. Comm.*, 2017, 702 ss.

⁷³ Punto 74 della Comunicazione della Commissione europea sulla nozione di aiuto di stato, cit. Per un commento recente si veda G. LUCHENA, *An overview of the main issues set forth in the Notice on the notion of State aid: a new “code of conduct” for the States*, cit., 747 ss.

rischio di future perdite e di tutti i rischi supplementari derivanti da un valore di trasferimento superiore al valore economico reale⁷⁴.

La valutazione riveste particolare complessità quando il trasferimento è diretto ad una entità giuridica separata, c.d. *asset management company*, comunemente chiamata *bad bank*. Si tratta del ricorso a forme di cessione ad «un'apposita società veicolo sperimentato nel nostro ordinamento in epoca antecedente alla legge n. 130/1999 con la costituzione di una bad bank denominata S.G.A - costituita per la realizzazione di un unico affare, l'acquisto la gestione e il realizzo degli attivi del Banco di Napoli, secondo lo schema della *societas unius negotii*» che trova ora «rinnovata possibilità applicativa, alla quale contribuiscono i variegati benefici (tra cui rileva l'emissione di titoli obbligazionari in deroga ai limiti disposti dall'art. 2410 cod. civ.) che nell'ultimo decennio del secolo scorso erano stati introdotti dal regolatore per mitigare gli effetti negativi di un'eccessiva rigidità disciplinare»⁷⁵. Attraverso tale trasferimento la *bad bank* subentra nella posizione creditoria relativa ad un portafoglio di attività deteriorate (o deteriorate) e paga un prezzo di acquisto alla banca venditrice.

Generalmente, le *bad bank* possono derivare da una banca autonoma o dalla cooperazione di più banche all'interno di un medesimo Stato membro (es. *NAMA* in Irlanda, *SAREB* in Spagna e, seppur con forma diversa, il fondo Atlante in Italia)⁷⁶.

Nella maggior parte dei casi la *bad bank* è finanziata o sottoposta a garanzia dello Stato e, per tale ragione, la relativa attività è soggetta allo scrutinio di cui all'art. 107 TFUE.

Amesso che vi sia sostegno dello Stato, occorre indagare se il trasferimento delle attività deteriorate alla *bad bank* sia avvenuto nel rispetto del *market economy investor principle* (MEIP). Tale

⁷⁴ Comunicazione della Commissione sul trattamento delle attività che hanno subito una riduzione di valore nel settore bancario comunitario, 2009/C/72/01, in GUUE C 72, 26.3.2009, 1-22, par. 40.

⁷⁵ Cfr. F. CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, cit., 28.

⁷⁶ Nel presente lavoro non si affronta il tema dell'individuazione del migliore strumento giuridico per la rimozione delle attività deteriorate. Si prende atto del dibattito rinvenibile nei contributi di F. CAPRIGLIONE, *Il Covid 19 e la faticosa ricerca di nuovi paradigmi operativi*, cit., 13 e A. ENRIA, *ECB: the EU needs a regional "bad bank"*, *Financial Times*, 26 ottobre 2020. Verranno esclusivamente effettuate alcune considerazioni che discendono dall'applicazione delle norme in materia di aiuti di stato e che prescindono dai diversi modelli di gestione.

valutazione può essere effettuata attraverso il confronto tra il valore a libro delle attività, quello di mercato e il prezzo di trasferimento dal venditore (la banca) al compratore (la *bad bank*)⁷⁷.

Il prezzo che un investitore privato sarebbe disponibile a pagare per il portafoglio di attività deteriorate corrisponde al valore di mercato. Affinché non vi sia un aiuto di stato l'importo di pagato dalla *bad bank* (grazie al supporto statale) alla banca non deve eccedere il prezzo di mercato. Tuttavia, dal momento che le attività deteriorate non sono oggetto di negoziazione in mercati regolamentati, la valutazione della congruità del valore è necessariamente soggetto ad una stima secondo la citata metodologia del valore economico reale (REV).

In breve, qualora, grazie al sostegno dello Stato, il prezzo di trasferimento non ecceda quello di mercato, la misura non conferisce alcun vantaggio economico alla banca venditrice. Dall'altro lato se il prezzo eccede quello di mercato, ossia se la *bad bank* paga un prezzo maggiore di quello che un operatore privato pagherebbe, si configura un vantaggio economico per la banca cedente. La misura del vantaggio è pari alla differenza tra il prezzo di vendita e il valore di mercato.

Se è fisiologico che vi sia un minimo di differenza tra il prezzo valutato dalla banca e il prezzo che gli operatori sono disposti ad offrire, è stato ampiamente dimostrato che tale discrepanza deve poter essere spiegabile sulla base della diversa valorizzazione del tempo per lo sconto dei flussi di cassa⁷⁸.

Sotto il profilo metodologico, pertanto l'operazione di stima è vincolata e non presenta margini di discrezionalità; la Commissione europea precisa che essa va fatta in due fasi: «in una prima fase, le attività dovrebbero essere valutate, per quanto possibile, sulla base del loro valore corrente di mercato. In linea di massima, qualsiasi trasferimento di attività cui si applica un regime e la cui valutazione superi il prezzo di mercato costituirà un aiuto di Stato. Il valore corrente di mercato, tuttavia, può discostarsi notevolmente dal valore contabile di queste attività nelle circostanze attuali o può essere inesistente in mancanza di un mercato (per determinate attività, il valore può

⁷⁷ Tale analisi, presuppone che la valorizzazione del credito a libro abbia rispettato la disciplina dell'art. 166 del CRR e le linee guida della BCE sulla gestione dei crediti deteriorati (87).

⁷⁸ L. G. CIAVOLIELLO, F. CIOCCETTA, F. M. CONTI, I. GUIDA, A. RENDINA, G. SANTINI, *Quanto valgono i crediti deteriorati?*, cit.

effettivamente essere nullo)»⁷⁹.

In sostanza la Commissione invita gli Stati membri a promuovere operazioni di trasferimento che non comportino una differenza tra il valore contabile delle attività e il valore di mercato. In questo modo, si è certi che non vi sia alcuna misura di aiuto di stato.

Qualora il trasferimento ad un prezzo pari al valore contabile non sia possibile, è consentito effettuare una seconda fase di valutazione che porti ad un sostegno dello Stato membro che sia minore possibile: «in una seconda fase, il valore attribuito alle attività deteriorate nell'ambito di un programma di sostegno (“valore di trasferimento”) supererà inevitabilmente i prezzi correnti di mercato per ottenere l'effetto di sostegno. Per garantire coerenza nel valutare la compatibilità dell'aiuto, la Commissione considererebbe un valore di trasferimento che rifletta il valore economico a lungo termine (“valore economico reale”) delle attività, sulla base dei flussi di cassa sottostanti e di orizzonti temporali più ampi, un parametro accettabile da cui risulti la compatibilità dell'importo dell'aiuto in quanto minimo necessario. Si dovranno prendere in considerazione scarti di garanzia (“haircut”) uniformi applicabili a determinate categorie di attività per avvicinarsi al valore economico reale di attività talmente complesse da rendere impossibile una proiezione affidabile degli sviluppi nel prossimo futuro»⁸⁰.

La seconda fase della valutazione prende in considerazione l'ipotesi in cui il prezzo di trasferimento superi il valore mercato ed individua un parametro di riferimento: il valore economico reale (REV). Quest'ultimo deve includere il valore attuale ipoteticamente liquidabile e uno sconto dei flussi cassa⁸¹ che siano prevedibili oltre ad «un'adeguata remunerazione per lo Stato»⁸². L'adeguata

⁷⁹ Comunicazione della Commissione sul trattamento delle attività che hanno subito una riduzione di valore nel settore bancario comunitario, 2009/C/72/01, cit., 1-22, par. 39.

⁸⁰ Comunicazione della Commissione sul trattamento delle attività che hanno subito una riduzione di valore nel settore bancario comunitario, 2009/C/72/01, cit., 1-22, par. 40.

⁸¹ Con riferimento al metodo del *discounted cash flow* si rinvia a D. MARESCA, *I parametri finanziari dello Stato imprenditore*, Torino, 2021.

⁸² Comunicazione della Commissione sul trattamento delle attività che hanno subito una riduzione di valore nel settore bancario comunitario, 2009/C/72/01, cit., 1-22, par. 41. Non ci si soffermerà in questa sede sul tema dell'adeguata remunerazione

remunerazione va intesa tanto per lo Stato per entrambi i casi possibili: se lo Stato controlla l'acquirente, l'IRR, cioè il tasso di rendimento previsto, deve essere almeno pari a quello di mercato, se lo Stato, invece, ha supportato la banca cedente, potrà accettare che il cessionario privato consegua una remunerazione non superiore a quella di mercato (ossia nel *range* indicato in premessa tra il 15% e il 25%).

Per questa ragione la combinazione tra valore economico reale e dati effettivi di cessione (sia primari che secondari) consente una valutazione dei flussi di cassa anche prospettica, quindi in un mercato non necessariamente influenzato da un generale abbassamento dei tassi in virtù degli interventi statali o delle banche centrali.

In sostanza, il valore economico reale è il parametro che la Commissione europea identifica al fine di accertare che la misura di sostegno pubblico non attribuisca un vantaggio economico anticompetitivo. L'importo dell'aiuto corrisponde alla differenza tra l'importo della misura di aiuto dello Stato (ricapitalizzazione, acquisto di portafogli o garanzia) e il valore economico reale degli *assets* oggetto del supporto⁸³.

Tale operazione può apparire più agevole quando l'aiuto è conferito attraverso l'acquisto di portafogli di crediti o la prestazione di una garanzia in quanto si tratta di valori direttamente confrontabili con i prezzi di mercato di operazioni economiche analoghe. La valutazione può rivelarsi più complessa quando il supporto pubblico ha avuto la forma della immissione di capitale che va comparato con il valore che avrebbe avuto il capitale se le attività deteriorate fossero state cedute ad un prezzo pari al valore economico reale, in ragione di prospettive di

che è stata già trattata in D. MARESCA, *I parametri finanziari dello Stato imprenditore*, cit.

⁸³ Ad esempio nel caso della bad bank ungherese Mark, Decisione del 10 febbraio 2016, SA.38843, cit., par. 60, il calcolo relativamente alle poste di debito garantite da immobili è stato effettuato nel modo seguente: «the theoretical maximum price will be calculated by: (a) Deducting a [1% – 8%] operational and risk cost from the validated valuation of the Real Estate; and (b) Discounting the resulting amount with a weighted cost of capital (“WACC”) of [7% – 15%] over the appropriate time to sale (which will depend on the property type and location)».

ristrutturazione bonaria⁸⁴ o di *enforcement* in giudizio⁸⁵.

Infatti, nel caso sia possibile una ristrutturazione del credito la posizione non è nemmeno classificabile come NPL, dovendosi, piuttosto, inquadrarla come UTP (*unlikely to pay*) e prevedere da subito una ristrutturazione secondo un'analisi terza che valuti un ipotetico *business plan* per consentire un rientro almeno parziale e la ripresa dell'attività in quanto «i crediti in parola non devono essere assoggettati ad un trattamento che ne mortifichi il reale valore, in una logica che impropriamente li equipari agli NPLs» prevedendone invece una «valutazione peritale che sappia valutare correttamente le potenzialità di ripresa del soggetto ceduto»⁸⁶, giungendo ad una valutazione che si aggira intorno al 65-70% del valore nominale del credito⁸⁷.

Tuttavia, la Commissione ha specificato che il valore economico reale può essere stimato anche con riferimento a misure di ricapitalizzazione funzionali alla vendita delle attività. Nella Comunicazione della Commissione sugli *assets* a valore ridotto si

⁸⁴ Decisione del 10 febbraio 2016, SA.38843, cit., par. 62: «If (...) the NPL is restructurable, the theoretical maximum price will be calculated by: i. Deducting a [1% – 8%] operational and risk cost from the validated valuation of the Real Estate, and then deducting a [4% – 10%] restructuring cost from that amount to arrive at the theoretical amount of a restructured loan; and ii. Discounting the resulting amount with a WACC of [7% – 15%] over the restructuring time [...]».

⁸⁵ Decisione del 10 febbraio 2016, SA.38843, cit., par. 64: «If the NPL is to be enforced, the theoretical maximum price will be calculated by: i. Deducting a [1% – 8%] operational and risk cost from the validated valuation of the CRE, and then deducting the enforcement cost from this amount. If the borrower has been assessed to be cooperative, the enforcement cost is [6% – 11%]; otherwise, the enforcement cost is [8% – 13%]31; and ii. Discounting the resulting amount with a WACC of [7% – 15%] over the enforcement time [...] and the appropriate time to sale (which will depend on the property type and location)».

⁸⁶ Cfr. F. CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, cit., 19 che aggiunge la necessità di predisporre: «un accurato business plan che – nel riferimento ai “flussi” degli incassi attesi e alle particolarità delle singole posizioni – sia in grado di evidenziare se, e in qual misura, sia verosimile ipotizzare un recupero della situazione deteriorata sottoposta ad esame».

⁸⁷ Banca d'Italia, *Attuazione del Regolamento Delegato (Ue) n. 171/2018 della Commissione Europea del 19 Ottobre 2017 e degli Orientamenti sull'applicazione della definizione di default ai sensi dell'articolo 178 del Regolamento (Ue) n. 575/2013*, Marzo 2019, visionabile su https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/consultazioni/2019/attuazione-regolamento-delegato/Documento_di_consultazione.pdf.

specifica infatti che «le misure di sostegno a fronte di attività deteriorate possono essere paragonate, in un certo qual modo, a conferimenti di capitale, in quanto procurano un meccanismo di assorbimento delle perdite e hanno un'incidenza sul capitale obbligatorio. Le misure di sostegno comportano tuttavia un rischio maggiore per lo Stato, legato a un portafoglio specifico di attività deteriorate senza contributi diretti delle attività e dei fondi generatori di reddito di altre banche e oltre la sua possibile partecipazione nella banca. Considerati i maggiori svantaggi e i minori lati positivi, di norma la remunerazione per il sostegno a fronte di attività deteriorate dovrebbe essere superiore a quella per i conferimenti di capitale»⁸⁸.

Pertanto, eventuali conferimenti di capitale in banche, *in bonis* o in difficoltà nei casi di grave perturbazione dell'economia come il Covid, vanno inquadrati come misure di compensazione delle attività deteriorate e non come un normale conferimento di capitale, qualora abbiano la finalità di consentire alla banca di compensare le perdite per la riduzione del valore contabile delle attività non performanti e mantenere la *compliance* con i requisiti del regolamento CRR⁸⁹ e con la direttiva CRD⁹⁰. Di conseguenza la congruità del valore del conferimento e della remunerazione attesa dallo stesso devono essere valutate rispetto al parametro del valore economico reale delle attività che verranno, poi, trasferite alla *bad bank*.

7. Un diverso punto di vista: il vantaggio economico nel mercato secondario delle attività deteriorate

Una volta individuati i parametri di valutazione per la legittimità del

⁸⁸ Comunicazione della Commissione sul trattamento delle attività che hanno subito una riduzione di valore nel settore bancario comunitario, 2009/C/72/01, cit., 1–22, par. 23

⁸⁹ Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, *relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012*, in *GUUE* L 176, del 27 giugno 2013, 1–337.

⁹⁰ Direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, *sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE*, in *GUUE* L 176, del 27 giugno 2013, 338–436.

trasferimento tra banca e cessionario, la circolazione successiva degli NPL è completamente libera da vincoli?

Per mercato secondario si intende l'insieme delle operazioni di cessione delle attività deteriorate successive al primo conferimento nella *bad bank*. La Commissione individua il mercato secondario come uno dei principali strumenti per consentire di contenere gli effetti della crisi e massimizzare le misure di sostegno pubblico⁹¹.

Tuttavia, le citate norme in materia di aiuti di Stato sono state ad oggi applicate esclusivamente al "primo mercato" degli NPL, mentre i mercati secondari non sono mai stati soggetti a controllo da parte della Commissione europea⁹². Ad oggi, l'art. 107 TFUE ha avuto un'applicazione temporalmente limitata al momento della erogazione senza spingersi alla valutazione delle fattispecie successive di cessione dei crediti.

Tuttavia, la Commissione, tanto nel citato documento di consultazione di giugno 2021 quanto nella comunicazione di dicembre 2020, non estende in modo esplicito le considerazioni effettuate sulla trasparenza nel mercato secondario fino ad un ipotetico utilizzo di tali dati in sede di controllo degli aiuti di stato alle vicende successive all'autorizzazione ex art. 108 TFUE.

Tale mancanza, in effetti, potrebbe essere integrata dal riferimento (seppur generico) alla necessità di un approccio giuridico dedicato al mercato secondario delle attività deteriorate. Nella citata Comunicazione del 2020, infatti, si legge che «Uno degli ostacoli che impedisce ancora l'acquisto dei crediti deteriorati da parte delle banche sul mercato secondario riguarda il trattamento normativo delle attività

⁹¹ Obiettivo della Commissione è proteggere i debitori attraverso uno sviluppo trasparente del mercato secondario: «(i) further develop secondary markets for distressed assets, which would allow NPLs to be moved off the banks' balance sheets while ensuring adequate protection for debtors».

⁹² A questo proposito, la Commissione specifica che «Un mercato secondario liquido e profondo per le attività deteriorate fornirebbe alle banche la possibilità di ridurre i propri crediti deteriorati vendendoli a investitori terzi. Ciò le aiuterebbe a concentrarsi sulle attività principali liberando spazio nei propri bilanci per nuovi prestiti, consentendogli così di finanziare la ripresa economica»⁹². In sostanza, lo sviluppo del mercato secondario degli NPL consente di incrementare le *chances* di cessione dei portafogli di attività deteriorate liberando, quindi, la provvista nel bilancio delle banche per incrementare il numero dei prestiti a favore di imprese e persone.

in stato di default acquistate e i fattori di ponderazione del rischio che esse devono applicare per calcolare i requisiti patrimoniali nel quadro del metodo standardizzato per il rischio di credito»⁹³.

La Commissione sembra suggerire (implicitamente) l'applicabilità della condizionalità agli aiuti bancari affinché sia possibile valutare se i gestori secondari dei crediti ceduti hanno effettivamente mantenuto *target* di rendimento analoghi a quelli valutati in sede di cessione (attraverso il *REV*) e se, in caso di significativo scostamento, la Commissione stessa debba intervenire per valutare se è stata mantenuta la condizionalità sottostante la decisione di autorizzazione dell'aiuto, ex art. 108 TFUE, prodromico alla cessione.

Inoltre, una valutazione dei flussi di cassa “dinamica”, estesa ai mercati secondari, consentirebbe di adeguare il valore economico reale prospettico a quello effettivo (ad esempio per un adeguamento dei tassi *risk free*) e valutare *ex post* come legittime misure di aiuto che inizialmente potevano apparire illegittime e viceversa. Con tutta evidenza, occorrerebbe, poi contemperare tale valutazione con il principio di certezza del diritto e legittimo affidamento in quanto tali valutazioni non possono certo giungere a mantenere “*pending*” per troppo tempo operazioni economiche così importanti.

In ogni caso, un approccio di questo tipo costituirebbe una novità nel panorama giurisprudenziale e nella prassi della Commissione europea in quanto porterebbe all'attenzione della Direzione Generale per la Concorrenza anche i trasferimenti dei portafogli di crediti deteriorati successivi all'erogazione dell'aiuto alla banca.

Si tratterebbe, pertanto, di una delle rare applicazioni della materia degli aiuti di stato ad operazioni successive a quella notificata ai sensi dell'art. 108 TFUE ed autorizzata ma ad essa conseguenti. Secondo l'ipotizzata ricostruzione, la previsione del *cash flow* e del rendimento, calcolati per ricostruire il valore economico reale delle attività deteriorate, dovrebbe mantenersi stabile anche nei trasferimenti successivi alla rimozione dei crediti dal bilancio e tale stabilità dovrebbe essere soggetta a vigilanza.

Mentre al momento della prima cessione dei portafogli la Commissione valuta che il prezzo di trasferimento alla eventuale *bad bank* pubblica non sia superiore al valore economico reale (*REV*), nei

⁹³ Comunicazione della Commissione europea del 16 dicembre 2020, cit., par. 2.5.

successivi trasferimenti, soprattutto se a soggetti interamente privati, occorrerà monitorare che il valore conseguito dalla riscossione del credito non sia eccessivamente inferiore al REV. Qualora ciò si verificasse, il cessionario conseguirebbe un vantaggio economico indiretto grazie alla compensazione della svalutazione del credito effettuata a monte dallo Stato (e che ha consentito la vendita ad un prezzo basso, in prima istanza).

L'ipotizzata interpretazione consentirebbe di attribuire un significato innovativo alla posizione espressa dalla Commissione europea nel recente documento di consultazione e nella comunicazione di dicembre 2020.

8. *Conclusioni: l'applicazione "prolungata" dell'art. 107 TFUE*

Il ragionamento impostato nei paragrafi precedenti porta ad ipotizzare l'applicazione della condizionalità dell'art. 107 TFUE alle transazioni di secondo livello degli NPL fino ad introdurre una sorta di rendimento massimo che i cessionari potrebbero conseguire⁹⁴.

Tuttavia, ne deriverebbe un mercato "calmierato" della circolazione dei crediti con una conseguente rischio di ridimensionamento della relativa attrattività per gli investitori.

Seguendo il ragionamento esplicitato dalla Commissione europea, l'applicazione dell'art. 107 TFUE alle vicende successive alla prima cessione, imporrebbe al cessionario di conseguire un rendimento dal credito che non vada oltre il valore economico reale, ossia oltre il valore del prezzo netto pagato al cedente, maggiorato di una congrua remunerazione che tenga conto del tempo di recupero⁹⁵.

⁹⁴ Per una prospettiva sulla regolazione come strumento flessibile per la salvaguardia del mercato unico, si veda A. CANEPA, *La regolazione al tempo della crisi tra salvaguardia del mercato unico e "flessibilità" delle regole sugli aiuti di stato*, in *Banca imp. soc.*, 2016, 445 ss.

⁹⁵ Peraltro, come specificato da M. MAGGIOLINO, *Le esposizioni deteriorate ai tempi della pandemia*, in U. MALVAGNA, A. SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Sistema produttivo e finanziario post-covid-19: dall'efficienza alla sostenibilità, voci dal diritto dell'economia*, Pisa, 2021, 199 ss., le banche effettuano analisi molto specifiche per determinare il valore di ciascuna posizione creditoria al fine di determinare il prezzo a cui offrirlo al mercato: «possono calcolare i prezzi e le condizioni contrattuali dei prodotti creditizi che offrono al mercato, affinché detti prezzi e condizioni scontentino le perdite che le banche si aspettano di maturare su quei

Tale calcolo porterebbe all'applicazione dello sconto dei flussi di cassa futuri⁹⁶, ossia di un tasso di interesse annuale pari al rendimento medio del mercato a cui il credito sottostante si riferisce (es. immobiliare, industriale, ecc...) portando con sé difficoltà tecniche non di scarso rilievo⁹⁷: «A ben considerare, a valle di tali propositi interventistici resta di difficile soluzione l'ampia gamma di problemi evidenziati in sede tecnica: dalla difficoltà di valutare gli NPLs (cosa che li rende sostanzialmente illiquidi) e la loro redditività»⁹⁸.

Tuttavia, le recenti tecniche finanziarie di calcolo della redditività emergenti dalla prassi della Commissione europea⁹⁹ in materia di aiuti di Stato potrebbero costituire una base innovativa per affrontare tali problematiche. Con quali conseguenze?

L'eventuale riscossione di un credito minore rispetto al valore economico reale dinamico consente al cessionario, se pubblico, di conseguire un guadagno inferiore rispetto alla stima del valore del credito effettuata dalla Stato in sede di adozione della misura di aiuto di Stato. Ciò porta ad individuare una differenza negativa tra la remunerazione stimata in sede di erogazione dell'aiuto e quella conseguita nel mercato secondario. Tale differenza potrebbe comportare uno scostamento rispetto al *market economy investor principle*.

Qualora, invece, si riscuota un credito maggiore rispetto al valore economico reale dinamico il cessionario consegue un guadagno

prodotti, al lordo – per giunta – della varianza che quelle perdite possono registrare intorno alla loro media attesa».

⁹⁶ Lo stesso documento di consultazione di giugno 2021 specifica che la trasparenza dei dati dovrebbe riguardare «information on recovery and expense cash flows» per consentire agli attori del mercato di avere una maggiore consapevolezza del prezzo di acquisto: «determining the prices they are willing to pay, and help diminish uncertainty».

⁹⁷ Cfr. D. MARESCA, *Il tasso di interesse dei prestiti e il rendimento del capitale nel temporary framework sugli aiuti di stato per il COVID-19: un esempio per il futuro?*, in *Concorrenza e Mercato*, 2020, 259 ss.

⁹⁸ Cfr. F. CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, cit., 16, nonché Cfr. L. G. CIAVOLIELLO, F. CIOCCHETTA, F. M. CONTI, I. GUIDA, A. RENDINA, G. SANTINI, *Quanto valgono i crediti deteriorati?*, cit.

⁹⁹ Cfr. D. MARESCA, *I parametri finanziari dello Stato imprenditore*, cit., 133 ss. e D. MARESCA, *Il tasso di interesse dei prestiti e il rendimento del capitale nel temporary framework sugli aiuti di stato per il COVID-19: un esempio per il futuro?*, cit., 259 ss.

superiore rispetto alla stima del valore del credito effettuata dalla Stato in sede di adozione della misura di aiuto di Stato. Anche in questo caso c'è una differenza che sposta il vantaggio economico dalla banca, diretta beneficiaria, al cessionario del credito.

In questo caso, verrebbe messa in discussione la legittimità della misura di aiuto erogato a monte in quanto non viene conseguito l'obiettivo palesato dalla Commissione europea: ossia quello di rendere gli aiuti alle banche funzionali al sostegno dell'economia reale, attraverso l'erogazione di prestiti garantiti da bilanci più solidi degli istituti finanziari.

Dall'altra parte, per le AMC a partecipazione pubblica, è anche possibile che l'indicata operazione consenta di considerare come legittime *ex post* misure che *ex ante* apparivano aiuti di stato vietati. Attraverso una accurata valutazione comparativa del prezzo di trasferimento con il REV (aggiornato sulla base dei dati consuntivi) potrebbe portare a considerare legittime, ossia aderenti al *market economy investor principle*, operazioni che inizialmente potevano essere svantaggiose per l'AMC pubblica. Infatti, qualora dalle operazioni successive alla prima, si conseguiva una remunerazione più favorevole (rispetto a quella prevista in sede di acquisto del portafoglio) per la società di gestione a partecipazione pubblica e tale da avvicinarsi alla media di mercato, l'operazione complessiva potrebbe "tornare" compatibile con le norme in materia di aiuti di stato.

Per tale ragione l'ipotizzata applicazione "prolungata" dell'art. 107 TFUE dovrebbe avere ad oggetto proprio la verifica della remunerazione conseguita nel mercato secondario al fine di evitare che le misure di aiuto abbiano l'effetto di portare un beneficio alla mera circolazione finanziaria dei crediti deteriorati, nel senso ipotizzato da autorevole dottrina¹⁰⁰.

La remunerazione "controllata" ex art. 107 TFUE dovrebbe prevedere, come contropartita, una più facile e veloce procedura di riscossione; quest'ultimo aspetto, peraltro, è pienamente coerente con l'obiettivo della Commissione di conseguire «norme minime di

¹⁰⁰ A. ENRIA, P. HABEN, M. QUAGLIARIELLO, *Completing the Repair of the EU Banking Sector- A Critical Review of an EU Asset Management Company*, in *European Economics*, disponibile in <https://european-economy.eu/2017-1/completing-the-repair-of-the-eu-banking-sector-a-critical-review-of-an-eu-asset-management-company/>

armonizzazione sulle procedure accelerate di escussione extragiudiziale delle garanzie»¹⁰¹.

I mercati secondari delle attività deteriorate sarebbero, quindi, soggetti ad un potenziale rendimento minore rispetto a quello che attualmente i relativi cessionari potrebbero conseguire ma avrebbero una riduzione del relativo rischio (proprio per il fatto che, a monte, parte del rischio viene assorbito dallo Stato tramite l'erogazione della misura di aiuto alla banca che ha ceduto il credito).

Pertanto, la tipologia di investitore interessato all'acquisto dei portafogli di attività deteriorate potrebbe mutare in quanto il relativo mercato diventerebbe maggiormente attrattivo per soggetti con una minore propensione al rischio.

Non può non rilevarsi che la prospettata applicazione dell'art. 107 TFUE sconta una crisi generale dell'istituto degli aiuti di stato che non è certo limitata alla fase di controllo *ex post*. È stato affermato più volte che la Commissione europea ha sostanzialmente abdicato al proprio ruolo in materia di aiuti di stato tanto in occasione delle crisi bancarie¹⁰² quanto durante la pandemia attraverso il meccanismo delle sostanziali deroghe previste dal *temporary framework*¹⁰³, dando spazio alla seguente domanda «si può ancora parlare di divieto di aiuti di stato?»¹⁰⁴.

In questo contesto di debolezza dell'istituto descritto, la proposta di applicazione dell'art. 107 TFUE al mercato secondario degli NPL

¹⁰¹ Comunicazione della Commissione europea del 16 dicembre 2020, cit., par. 4.5.

¹⁰² Tra le molte decisioni, ricordiamo quelle citate nel presente lavoro: Decisione della Commissione europea, *State Aids SA.39543 (2017/N-2), SA.41134 (2017/N-2), SA.43547 (2017/N-2) – Italy – Sale of the bridge banks Marche, Etruria and Carichiati to UBI Banca (third amendment to the resolution of the banks Marche, Etruria and Carichiati)*, cit., Decisione della Commissione europea, *State Aid SA.45664 (2017/N) – Italy – Orderly liquidation of Banca Popolare di Vicenza and Veneto Banca - Liquidation aid*, cit. e Decisione del 10 febbraio 2016, SA.38843, cit.

¹⁰³ Comunicazione della Commissione, *Quadro temporaneo per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'economia nell'attuale emergenza del COVID-19*, 2020/C 91 I/01 C/2020/1863, in GUUE C 91I, 20.3.2020, 1-9. Per un inquadramento in dottrina, BIONDI A., *Governing the Interregnum: State Aid Rules and the COVID-19 Crisis*, in *Market and Competition Law Review*, 2020, 20 ss.

¹⁰⁴ F. DI PORTO, E. BANI, "Castello" Covid-19: i destini incrociati di aiuti di stato e concorrenza, in U. MALVAGNA, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Sistema produttivo e finanziario post-covid-19: dall'efficienza alla sostenibilità, voci dal diritto dell'economia*, cit., 371.

potrebbe apparire effimera o quantomeno eccessivamente astratta. Tuttavia, si ritiene che proprio gli istituti giuridici maggiormente “deboli” e in discussione siano quelli intorno ai quali occorre concentrarsi per migliorarne l’applicazione e renderne utili gli effetti.