

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

**Rivista**  
**di Diritto Bancario**

dottrina  
e giurisprudenza  
commentata

GENNAIO/MARZO

2023

[rivista.dirittobancario.it](http://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, ALESSANDRA  
CAMEDDA, GABRIELLA CAZZETTA, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO  
GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI (SECRETARIO DI REDAZIONE),  
PAOLA LUCANTONI, EUGENIA MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA,  
ALBERTO MACER, 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.

**Rivista**  
di Diritto Bancario | dottrina  
e giurisprudenza  
commentata

**SEDE DELLA REDAZIONE**

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



## SOMMARIO

SEBASTIANO COSTA, Il divieto di usura nell’acquisto di partecipazioni societarie a scopo di finanziamento.....	1
ANDREA MINTO, Riflessioni sull’applicabilità della disciplina antiriciclaggio ai <i>Non-Fungible Tokens</i> (“ <i>NFT</i> ”).....	29
LAURA BACCAGLINI, Nullità di protezione, decreto ingiuntivo non opposto e giudicato implicito .....	57
ALDO LAUDONIO, <i>Distributed ledger technology</i> e <i>ICOs</i> (una favola giuridica sisifea sul diritto dei mercati finanziari e l’innovazione) .....	79
FEDERICO RAFFAELE, Le assemblee virtuali nelle società quotate: istruzioni (al legislatore e non solo) per l’uso .....	131
MADDALENA RABITTI, <i>Credit scoring</i> via <i>machine learning</i> e prestito responsabile .....	175
ANGELO CHIANALE, Il modello standard di fideiussione del costruttore (d.m. 125/2022).....	203

## SOMMARIO

DONATO VESE, *A Game of Thrones*: ruolo e poteri dell'autorità bancaria europea alla luce degli orientamenti della Corte di Giustizia ..... 1

GIORGIO MATTARELLA, La compatibilità tra l'assicurazione per conto altrui e l'assicurazione sulla vita tra principio indennitario e *consumer credit insurance*. Nota a Cass. n. 21863/2022..... 71

EUGENIA NARDONE, Tra sistema e funzione: riflessioni in materia di sovraindebitamento a partire da Corte Cost. 65/2022 ..... 101

VINCENZO FARINA, Piano di ammortamento alla francese: liceità, meritevolezza e trasparenza della relativa clausola..... 131

CLAUDIA GIUSTOLISI, Lo «*shadow banking system*» tra vecchi fenomeni e trend emergenti ..... 169

## **Il divieto di usura nell'acquisto di partecipazioni societarie a scopo di finanziamento**

**SOMMARIO:** 1. I limiti all'autonomia privata nelle operazioni d'investimento societarie. – 2. Le tipologie usuarie e la fattispecie in osservazione. – 3. La causa *credendi* nell'usura presunta. – 4. La determinazione del tasso soglia e gli oneri eventuali del finanziamento. – 5. La valutazione di usurarietà nel tempo.

### *1. I limiti all'autonomia privata nelle operazioni d'investimento societarie.*

L'assunzione di partecipazioni societarie allo scopo di realizzare un finanziamento dell'impresa è da tempo una pratica nota e diffusa sul mercato. Nello specifico, ci si riferisce a quelle complesse operazioni che vedono – all'inizio – un acquisto da parte di un finanziatore di una partecipazione al capitale di rischio di una impresa societaria, cui segue – poi – il disinvestimento realizzato attraverso la cessione di tale partecipazione al medesimo venditore o ad altri soci a un prezzo predeterminato, fisso e maggiorato. Gli effetti voluti si realizzano attraverso accordi che, *inter alia*, prevedono, dapprima, una compravendita di partecipazioni societarie e, a seguire, un incrocio reciproco, più o meno complesso, di opzioni di vendita (c.d. *put*) e di acquisto (c.d. *call*) tali da garantire: (i) al socio “finanziatore” una remunerazione certa e fissa al proprio finanziamento; e (ii) al socio “imprenditore” la possibilità di tornare in possesso della partecipazione venduta al finanziatore a fronte del pagamento di un prezzo pari al finanziamento ricevuto incrementato di una certa somma<sup>1</sup>. Il sempre più frequente ricorso a tali operazioni si spiega in ragione della loro

---

<sup>1</sup> Per tutti, v. E. BARCELLONA, *Clausole di put & call a prezzo predefinito. Fra divieto di patto leonino e principio di corrispettività*, Milano, 2004, 6-9. A dire il vero, lo schema può realizzarsi anche là dove le parti abbiano stipulato solo una opzione c.d. *put* in favore del finanziatore (senza, dunque, l'incrocio con una opzione c.d. *call*): in tal caso, infatti, quest'ultimo ha comunque la possibilità di disinvestire a un prezzo maggiorato e realizzare così un lucro dal proprio finanziamento.

aderenza alle tecniche di investimento proprie dei fondi di *venture capital* e degli altri investitori professionali<sup>2</sup>.

Nel nostro ordinamento, la detta pratica incontra potenzialmente l'ostacolo del divieto di patto leonino, volto, come noto, a impedire gli accordi che escludono ogni partecipazione agli utili o alle perdite per alcuni soci (art. 2265 c.c.)<sup>3</sup>. Per lungo tempo, la regola – risalente nella sua attuale formulazione al *Code Napoléon* – è parsa relegata a uno sporadico utilizzo<sup>4</sup>. Di recente, però, la tendenza si è invertita e la dottrina e la giurisprudenza si sono a lungo occupati del divieto *de quo*. Così, al fine di definirne l'ambito di operatività, si è molto discusso sul suo impiego anche per le pattuizioni parasociali<sup>5</sup>, nonché circa la sua

---

<sup>2</sup> Di recente lo nota R. FELICETTI, *Venture capital, put options e patto leonino: ragioni giuridiche ed economiche per una rilettura*, in *Analisi giur. econ.*, 2021, 305 ss. (ove riferimenti alla letteratura economica). Del resto, il ricorso a schemi più o meno sofisticati, che impiegano l'istituto societario quale mezzo per l'erogazione di capitale di credito al socio (o alla medesima società), rimonta agli albori del capitalismo moderno e precisamente alla fine del Quattrocento quando per evitare di incorrere nel divieto canonico dell'usura si diffuse il c.d. *contractus trinus* (o *triplex*): cfr. N. ABRIANI, *Il divieto di patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, Milano, 1994, 18 s.

<sup>3</sup> Ancorché con qualche differenza, gli ordinamenti dei Paesi di tradizione protestante (anglosassone, statunitense e germanico) ammettono tanto l'esclusione dagli utili (sebbene, v'è da dire, ciò vale con alcuni distinguo ed è comunque il risultato di un certo dibattito dottrinale e giurisprudenziale) quanto l'esclusione dalle perdite (ammessa, invero, con maggiore facilità), potendosi allora dire che tale divieto (nella sua duplice forma) sia in effetti un portato del pensiero cattolico e dell'influenza del *Code Napoléon*. Per maggiori dettagli e riferimenti, v.: N. ABRIANI, *op. cit.*, 157 ss.; M.S. SPOLIDORO, *Clausole put e divieto di società leonina*, in *Riv. soc.*, 2018, 1302; M.L. PASSADOR, *Hic non sunt leones: la liceità dei patti parasociali di finanziamento partecipativo e divieto di patto leonino*, in *Giur. Comm.*, 2019, II, 293-295 e 297-303; GIULIA TERRANOVA, *Il divieto del patto leonino: un'analisi comparata alla luce della recente riforma del diritto belga*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 811 ss.

<sup>4</sup> In effetti, il duplice divieto (l'esclusione dalla partecipazione alle perdite e agli utili) è il risultato della "sedimentazione" di due regole precedenti alla codificazione francese aventi origini assai differenti: per un'analisi delle radici storiche del divieto e della sua evoluzione nel tempo, si rinvia a N. ABRIANI, *op. cit.*, 1 ss.

<sup>5</sup> La soluzione affermativa è la tesi prevalente [in dottrina, v. G. MINERVINI, *Partecipazioni a scopo di finanziamento e patto leonini*, in *Contr. Impr.*, 1988, 771 ss.; N. PIAZZA, voce «Patto leonino», in *Enc. Dir.*, XXXII, Milano, 1982, 526; N. ABRIANI, *op. cit.*, 138 ss.; R. SANTAGATA, *Partecipazioni in s.r.l. a scopo di finanziamento e divieto di patto leonino*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, II, 750 ss.;

estensione oltre la disciplina delle società di persone, quale norma transtipica pertinente a tutti i tipi sociali<sup>6</sup>. È stata oggetto, poi, di particolare attenzione la ricostruzione del significato del lemma della disposizione nella parte in cui richiede una esclusione *totale* dagli utili o dalle perdite<sup>7</sup>. E, a ben vedere, i dubbi interpretativi sollevati dalla

---

M.S. SPOLIDORO, *op. cit.*, 1296; N. DE LUCA, *Il socio "leone". Il revirement della Cassazione su opzioni put a prezzo definito e divieto del patto leonino*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, II, 101; in giurisprudenza, v. Cass., 29 ottobre 1994, n. 8927, in *Giur. Comm.*, 1995, II, 478 ss.; App. Milano, 20 ottobre 2014, in *Contratti*, 2015, 999], ancorché non unanime (per la negativa v., infatti, N. PIAZZA, *La causa mista credito-società*, in *Contr. Impr.*, 1987, 810; C. TEDESCHI, *Sul divieto di patto leonino*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1995, 1169; E. BARCELLONA, *op. cit.*, 56 ss. e 76 s).

<sup>6</sup> L'applicazione del divieto alle società di capitali è affermata dalla netta maggioranza degli interpreti: in dottrina, *ex multis*, v. N. PIAZZA, voce «Patto leonino», cit., 526; N. ABRIANI, *op. cit.*, 69 ss.; M. TORSELLO, *Partecipazione a scopo di finanziamento e patto leonino parasociale*, in *Contr. Impr.*, 2000, 905; R. SANTAGATA, *op. cit.*, 750 ss.; G.C. RIVOLTA, *Diritto delle società. Profili generali*, in *Tr. Buonocore*, Torino, 2015, 222; F. ACCETTELLA, *L'assegnazione non proporzionale delle azioni*, Milano, 2018, 104; in giurisprudenza, ad esempio, v. Cass., 29 ottobre 1994, n. 8927, cit.; Cass., 4 luglio 2018, n. 17498, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, II, 70 ss. Ma per la tesi opposta, che limita l'ambito di operatività del divieto a seconda del tipo sociale preso in esame, v. G. SBISÀ, *Circolazione delle azioni e patto leonino*, in *Contr. Impr.*, 1987, 824 s.; M.S. SPOLIDORO, *op. cit.*, 1295 ss.

<sup>7</sup> La Corte di Cassazione, di recente, è intervenuta sul tema con due sentenze gemelle (Cass., 4 luglio 2018, nn. 17498 e 1500) che hanno suscitato notevoli perplessità – ora per l'esito, ora per l'*iter* argomentativo prescelto – nonché la ripresa delle indagini dottrinali intorno al patto leonino (cfr. N. DE LUCA, *op. cit.*, 81 ss.; C. PRESCIANI, *Opzione di vendita delle partecipazioni sociali e divieto di patto leonino*, in *Riv. dir. civ.*, 2020, 1148 ss.). In breve, con le citate sentenze, la Cassazione ha ritenuto che, affinché l'esclusione sia assoluta e costante, è necessario che la causa *societatis* possa dirsi alterata in ragione della pattuizione di esonero dalle perdite o di esclusione dalla divisione degli utili: di conseguenza, secondo la Corte, per aversi un patto contrario alla regola leonina, è necessario che la *funzione* della pattuizione parasociale sia di escludere il socio dalla partecipazione alle perdite. Tuttavia, ragionando in tal modo, si finisce con l'ammettere la deroga di una norma imperativa (di cui all'art. 2265 c.c.) in ragione della corrispondenza della pattuizione voluta dalle parti a un interesse meritevole di tutela (M.S. SPOLIDORO, *op. cit.*, 1285-1289). Ciò, forse, spiega il perché la giurisprudenza di merito successiva stenti ad aderire propriamente alla *ratio decidendi* delle sentenze del 2018: cfr. Trib. Milano, 27 marzo 2020; App. Milano, 13 febbraio 2020, in *Giur. it.*, 2021, 624 ss. con nota di M.S. SPOLIDORO, *Ancora una volta a caccia con i leoni. Note critiche sulla recente*

norma risentono della non unanime ricostruzione della *ratio* dell'art. 2265 c.c.<sup>8</sup>. Tutto ciò rende la delimitazione del divieto in parola un problema tutt'ora aperto. Tuttavia, tale questione non sarà oggetto della presente indagine.

Per vero, di là dalle ragioni delle diverse tesi formulate e ammesso, per mera ipotesi di indagine, che l'assunzione di partecipazioni societarie a scopo di finanziamento assistita da un incrocio di opzioni *put* e *call* a prezzo definito non sia leonina, rimane da verificare se, e quando, l'autonomia dei privati incontri degli ulteriori limiti, pure essi, per così dire, esterni alla libera determinazione delle condizioni

---

*giurisprudenza di merito su opzioni "put" e divieto dei patti leonini*); ma v. Cass., 7 ottobre 2021, n. 27227, in *Foro. It.*, 2022, I, 1091.

<sup>8</sup> A tal riguardo, possono individuarsi tre orientamenti: (i) ad avviso dell'orientamento ad oggi maggioritario (sia in dottrina sia in giurisprudenza) tale *ratio* è da ricondurre alla tutela dell'interesse generale, ed oggettivo, di efficiente gestione dell'impresa societaria che si realizza per mezzo della partecipazione del socio al rischio d'impresa, intesa quale elemento essenziale della causa *societate* (arg. ex art. 2247 c.c. – N. ABRIANI, *op. cit.*, 29 s., 44 s.); (ii) alla stregua di un secondo orientamento, la funzione del divieto va ritrovata nell'istanza di protezione del *singolo* socio, nella considerazione che egli, a causa della propria debolezza, non è in grado di tutelare adeguatamente i propri interessi: in tal modo, si aprono le porte a una applicazione più ristretta del divieto (M.S. SPOLIDORO, *op. cit.*, 1295 ss.); (iii) ad avviso di un terzo orientamento, la norma in parola realizza la tutela di un interesse oggettivo (al pari di quanto affermato dal primo orientamento), ma esso non trae fondamento dal rispetto della causa societaria, bensì dall'istanza di efficiente gestione in aderenza alla esigenza di razionalità economica espressa dall'art. 41, comma 2°, Cost. (E. GINEVRA, *L'organizzazione societaria. Lezioni e casi di diritto commerciale avanzato. I. Società in generale – società di persone*, Torino, 2018, 79 e 129).

d'investimento, ma riconducibili ad altre norme imperative<sup>9</sup>: il riferimento va al divieto di usura e di patto commissorio<sup>10</sup>.

In questa sede, l'attenzione verrà limitata al divieto di interessi usurari<sup>11</sup>. Una volta ammessa la possibilità di predeterminare il prezzo di vendita della partecipazione societaria al socio "imprenditore" in modo da consentire il disinvestimento del finanziatore a un prezzo sempre maggiore rispetto all'investimento iniziale, si pone, per vero, il problema di stabilire se la fattispecie in esame ricada o meno nell'ambito di applicazione della normativa anti-usura: e cioè, segnatamente, se sia possibile o meno ritenere che la differenza tra il capitale investito e il rendimento assicurato al finanziatore sia

---

<sup>9</sup> È però da precisare come intendere tali limiti (il divieto di patto leonino, di usura e di patto commissorio) quali norme imperative non è affatto risolutivo ai fini del chiarimento della loro funzione ultima: per ciascuno di essi, infatti, rimane da chiarire – e sul punto vi sono diverse opinioni – se le norme siano poste a tutela del singolo socio e/o contraente oppure a tutela di interessi generali: sul tema del rapporto tra norma imperativa e norma d'ordine pubblico, ci si limita in questa sede al richiamo almeno dei lavori di G.B. FERRI, *Ordine pubblico, buon costume e teoria del contratto*, Milano, 1970; P. SCHLESINGER, *L'autonomia privata e i suoi limiti*, in *Giur. it.*, 1999, 229; E. RUSSO, *Norma imperativa, norma cogente, norma inderogabile, norma indisponibile, norma dispositiva, norma suppletiva*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, I, 573 ss.

<sup>10</sup> In effetti, qualora il primo trasferimento della partecipazione in favore del socio "finanziatore" possa dirsi avere una mera funzione di garanzia, anziché di vero scambio, pare possibile prospettare che la permanenza della partecipazione nella titolarità del socio "finanziatore" equivalga alla ritenzione della cosa data in garanzia nel caso di mancato pagamento, integrando così, appunto, il tipico effetto del patto commissorio.

<sup>11</sup> Che le ipotesi rilevanti ai fini del divieto di patto leonino possano altresì richiedere una valutazione circa il rispetto dei principi in materia di finanziamenti usurari è da tempo segnalato da N. ABRIANI, *op. cit.*, 137, nt. 59. Più di recente, la questione è stata oggetto di attenzione da parte di autorevole dottrina: A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Contratto di «finanziamento partecipativo», opzione di cessione di partecipazioni a prezzo predefinito e disciplina usuraria*, in *Governance e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, E.R. DESANA, M. CALLEGARI, S.A. CERRATO (a cura di), Torino, 2022, 545 ss.; e F. CAPRIGLIONE, *Causa negoziale dei contratti d'investimento*, in *Nuova giur. comm.*, 2021, II, 681 ss., i quali hanno, secondo opposti punti di vista, affrontato il tema della natura contrattuale dei rapporti d'investimento realizzati nelle operazioni di *private equity* proprio al fine della valutazione della ricorrenza di un illecito usurario (meglio *infra* par. 3).

assoggettata al limite del vantaggio usurario. Insomma, nel momento in cui, per assecondare le istanze di un certo *venture capitalism*, l'elemento rischio dell'investimento societario è di fatto neutralizzato, viene da chiedersi se il rapporto societario possa atteggiarsi a rapporto di credito e così aprire le porte al giudizio di usurarietà della remunerazione concordata dalle parti. In questo scenario, si tratta allora di indagare i contorni della condotta usuraria e i termini di operatività del relativo divieto al fine di comprendere se esso includa anche l'acquisto di una partecipazione societaria a scopo di finanziamento da parte di un intermediario finanziario.

## 2. *Le tipologie usuarie e la fattispecie in osservazione.*

Sulla scorta dell'esperienza francese, la vigente disciplina anti-usuraria (introdotta con la l. 108/1996) regola due tipologie di fattispecie assai diverse tra loro: (i) la c.d. usura in astratto (anche detta "presunta" od "oggettiva"), ricorrente là dove gli interessi prestatati o promessi (sotto qualsiasi forma) a titolo di corrispettivo di una prestazione di denaro (o di altre utilità) superino di una certa percentuale un "tasso-soglia" (cfr. art. 644, comma 1° e 3°, prima parte; art. 2, l. 108/1996); e (ii) la c.d. usura in concreto (anche detta "soggettiva"), integrata allorché gli interessi pagati (o i vantaggi riconosciuti) per l'erogazione di denaro risultino sproporzionati rispetto a quest'ultima prestazione e siano stati dati o promessi in presenza di una condizione di bisogno del soggetto finanziato (cfr. art. 644, comma 1° e 3°, seconda parte). A tal riguardo, è ricorrente notare come: (i) la previsione della forma astratta abbia esteso la rilevanza della condotta usuraria oltre il contesto tipicamente criminale (proprio, o quanto meno ricorrente, per la forma in concreto), entrando nell'ambito dell'attività degli intermediari finanziari; (ii) se l'usura in concreto si caratterizza per una marcata dimensione soggettiva nel senso della necessaria valutazione di uno stato *personale* di bisogno del finanziato, viceversa l'usura presunta si basa su un giudizio di impronta oggettiva dato dalla verifica, matematica, del superamento di un certo valore, secondo appunto il sistema del c.d. tasso soglia<sup>12</sup>.

---

<sup>12</sup> Per un quadro generale sul tema, v., *ex multis*, L. PASCUCCI, *Usura e oneri eventuali*, Torino, 2019; B. INZITARI, *Interessi. Legali, corrispettivi, moratori*,

Le vistose differenze tra le due ipotesi inducono a ricostruire in termini altrettanto difforni le *ratio* delle *rispettive* norme, ancorché – v'è da dire – sia diffusa la tendenza opposta a intestare ad entrambe – e in modo promiscuo – le eterogenee funzioni individuate<sup>13</sup>. Così, separando le due tipologie usuarie, può dirsi che le regole dell'usura in concreto abbiano lo scopo di *tutelare il contraente debole* del rapporto finanziario nella prospettiva di reprimere altresì le condotte criminose di sfruttamento della altrui condizione di bisogno. Diversamente, le norme dedicate all'usura in astratto rispondono, propriamente, all'esigenza di *tutelare il mercato del credito* secondo due diverse direttrici. In una prima prospettiva, per così dire, statica si ha che – impedire l'erogazione del credito nei casi in cui l'elevata rischiosità del finanziamento imporrebbe l'uso di un tasso d'interesse superiore rispetto a quelli mediamente praticati – realizza una regola di sana e prudente gestione dell'intermediario creditizio, e ciò nel presupposto che l'entità del tasso d'interesse sia parametrato (almeno in parte) alle

---

*usurari, anatocistici*, Torino, 2017; C. ROBUSTELLA, *Usura bancaria e determinazione del "tasso soglia"*, BARI, 2017; COSSA, *Commento alla l. 7 marzo 1996, n. 108*, in *Delle obbligazioni*, III, V. CUFFARO (a cura di), in *Commentario del codice civile*, E. GABRIELLI (diretto da), Torino, 2013, 698 ss.; M. CIAN, *Appunti sul tema dell'usura civile: complessità del fenomeno reale e rigidità del modello normativo*, in *Studium iuris*, 2008, 1379 ss.; A. GENTILI, *I contratti usurari: tipologie e rimedi*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, I, 354 ss. (il quale, va detto, accordando autonomia all'ipotesi in cui il corrispettivo della prestazione di denaro sia un vantaggio – e non un interesse – usurario, distingue tre diverse fattispecie usuarie); A. MANNA, *La nuova legge sull'usura*, Torino, 1997; nel contesto specifico qui considerato, v. A. SCIARRONE ALIBRANDI, *op. cit.*, 545 ss.

<sup>13</sup> Per questo approccio, v. E. QUADRI, *La via delle sezioni unite alla rilevanza usuraria degli interessi moratori*, in *Nuova giur. comm.*, 2021, II, 186; L. PASCUCCI, *op. cit.*, 10; in giurisprudenza, v. Cass., Sez. Un., 18 settembre 2020, n. 19597, in *Nuova giur. comm.*, 2021, I, 42 («nella normativa antiusura si possono rintracciare una pluralità di *rationes legis*, quali la tutela del fruitore del finanziamento, la repressione della criminalità economica, la direzione del mercato creditizio e la stabilità del sistema bancario»); P. DUVIA, *Usura e interessi di mora: la discutibile posizione assunta dalle Sezioni unite*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, II, 458. Per una critica a tale visione, v. F. PIRAINO, *Gli interessi moratori usurari ma contra legem*, in *Nuova giur. comm.*, 2021, II, 199. La discussione rievoca l'evoluzione riscontrata nel divieto di patto leonino dove l'iniziale intestazione del divieto alla tutela dell'interesse del contraente debole, è stata sostituita nel tempo (per lo meno secondo l'approccio qui preferito) dalla tutela dell'interesse generale alla salvaguardia di istanze di efficienza gestoria (cfr. *supra* nt. 4).

condizioni di rischio del richiedente il finanziamento: la regola dell'usura presunta può dirsi, cioè, funzionale alla tenuta e stabilità del sistema creditizio nel suo complesso<sup>14</sup>. Al contempo – ed è la seconda funzione – il divieto di usura presunta appare strumentale alla esigenza di tutela della correttezza e integrità del mercato del credito, non tanto nella prospettiva di salvaguardare la stabilità del finanziatore, quanto piuttosto per incoraggiare la permanenza sul mercato dei finanziati: si tratta, cioè, di intendere le regole *de qua* quale strumento di condizionamento del comportamento dinamico degli operatori professionali, volto a tutelare la finalità di efficiente allocazione delle risorse e il meccanismo concorrenziale proprio del mercato medesimo<sup>15</sup>. In questo modo, può dirsi allora che l'esistenza di una condizione di debolezza o di bisogno del finanziato non sia elemento proprio dell'usura presunta, ma rilevante quale mero elemento di fatto da valutare per la ricorrenza dell'aggravante di cui all'art. 644, comma 5°, c.p.

Ciò considerato, le operazioni di *private equity* oggetto d'indagine devono essere valutate *in primis* con riguardo all'usura in astratto. Si tratta, infatti, di investimenti realizzati da operatori professionali del mercato tipicamente liberi da condizioni di debolezza o di bisogno<sup>16</sup>.

---

<sup>14</sup> Cfr., in dottrina, G. LA ROCCA, *Usura sopravvenuta e “sana e prudente gestione” della banca: le S.U. impongono di rimeditare la legge sull'usura a venti anni dall'entrata in vigore*, in *Foro it.*, 2017, I, 3288 s.; M. SEMERARO, *Usura bancaria e regole del mercato del credito*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, I, 220 s.; in giurisprudenza, Cass., Sez. Un., 18 settembre 2020, n. 19597. In generale, sul principio di sana e prudente gestione, v., ad esempio, F. SARTORI, *Disciplina dell'impresa e statuto contrattuale: il criterio della «sana e prudente gestione»*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, I, 131 ss.; M. PORZIO, *La sana e prudente gestione*, in *Dir. banc. fin.*, 2008, I, 385 ss.

<sup>15</sup> In questi termini: E. QUADRI, *Profili civilistici generali dell'usura*, in *Mercato del credito e usura*, F. MACARIO e A. MANNA (a cura di), Milano, 2002, 107 s.; A. ANTONUCCI, *L'onnicomprendività dell'interesse usurario. Elementi costitutivi e sistema delle fonti all'attenzione delle SS.UU.*, in questa *Rivista*, 2017, I, 384 s. («lo scopo della norma, infatti, sta nella tutela della funzionalità, integrità e correttezza del mercato del credito, realizzata ponendo una soglia d'azione che omogeneamente tocca tutti gli attori – legali e illegali – del mercato», così da potersi dire incidente anche «sulla organizzazione e pianificazione finanziaria dei fruitori di servizi di credito, famiglie e imprese [...])).

<sup>16</sup> Cfr. A. SCIARRONE ALIBRANDI, *op. cit.*, 545 ss.; ma per una diversa sottolineatura, v. F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, 682, il quale sembra ritenere che

Volendo indagare se, e in che modo, l'assunzione di partecipazioni societarie a scopo di finanziamento da parte di intermediari finanziari sia sottoposta alla disciplina usuraria, si devono allora meglio comprendere le regole che stabiliscono *come* (cfr. par. 4) e *quando* (cfr. par. 5) compiere la verifica di superamento del tasso soglia usurario, avendo, però, prima cura di verificare, più nel dettaglio, se la fattispecie in esame sia in effetti compresa nell'ambito di applicazione del sistema del tasso soglia (cfr. par. 3)<sup>17</sup>.

### 3. *La causa credendi nell'usura presunta.*

Le discussioni degli interpreti intorno all'usura presunta hanno avuto ad oggetto, per lo più, i contratti di finanziamento bancari; e, del resto, la disciplina di settore guarda *in primis* agli istituti di credito e ai contratti da essi stipulati<sup>18</sup>: il che, evidentemente, potrebbe condurre a dare risposta negativa alla verifica qui in corso. Tuttavia, tale delimitazione non è imposta dal legislatore, il quale, per la verità, nel definire la fattispecie in astratto, si riferisce, all'opposto, alle prestazioni rese da tutti gli operatori del mercato finanziario: siano essi banche, intermediari iscritti all'albo *ex art.* 106, t.u.b. (art. 2, comma 1°, l. 108/1996) o, più in generale, «enti autorizzati alla erogazione del credito» (art. 2, comma 3°, l. 108/1996). Ciò rende senz'altro

---

l'integrazione dell'illecito usurario nelle dette operazioni d'investimento passi comunque dall'accertamento dello stato di bisogno del finanziato e dal corrispondente suo sfruttamento da parte del finanziatore.

<sup>17</sup> Non è un caso, del resto, che, tanto in dottrina quanto in giurisprudenza, la discussione intorno all'usura abbia riguardato principalmente il caso dell'usura presunta: di là da ragioni di mera opportunità – che possono indurre a preferire l'applicazione di una disciplina di impronta oggettiva anziché affidarsi alla verifica giurisdizionale della condizione soggettiva di bisogno (cfr. E. QUADRI, *La via delle sezioni unite alla rilevanza usuraria degli interessi moratori*, cit., 188 e 191) – la fattispecie più aderente al contesto proprio dell'impresa appare essere quella ora citata, poiché la sua valutazione si basa su un comportamento predeterminato, ripetuto nel tempo per una certa serie di atti e rivolto a una pluralità di soggetti: tutti elementi propri dell'attività d'impresa (cfr., nel contesto qui in esame, E. GIRINO, *Quot capita, tot fenora. Per una rilettura critica, non ipercritica, dell'usurato presidio usurario e per l'avvio di una razionale percorso di riforma*, in questa *Rivista*, 2017, I, 612 s.).

<sup>18</sup> Lo nota, ad esempio, A. ANTONUCCI, *op. cit.*, 386; F. PIRAINO, *Gli interessi moratori usurari ma contra legem*, cit., 196.

applicabile la disciplina dedicata all'usura astratta oltre l'ambito dei contratti di finanziamento stipulati da una banca<sup>19</sup>.

Cionondimeno, proprio tali riferimenti legislativi pongono chiaramente una condizione la cui ricorrenza nella fattispecie in esame deve essere verificata: l'usura presunta si realizza là dove comunque la relazione in esame possa qualificarsi quale *rappporto di credito*. Invero, se la definizione dell'illecito usurario di cui all'art. 644, comma 1°, c.p. è idonea a ricomprendere qualsiasi rapporto privato (di scambio, creditizio o associativo), il sistema del tasso soglia – delineato dall'art. 644, comma 3° (prima parte) c.p. e precisato dall'art. 2, l. 108/1996 – appare invece limitato ai casi in cui il titolo dell'obbligazione assunta sia inquadrabile quale causa creditizia<sup>20</sup>. In questo senso milita il richiamo – tanto dell'art. 644, comma 3° (prima parte) c.p. quanto dell'art. 2, l. 108/1996 – agli «interessi» quali corrispettivi di una prestazione di denaro.

---

<sup>19</sup> In senso contrario, tuttavia, si è espressa parte della dottrina secondo cui, affinché ricorra un caso di usura presunta, il finanziatore deve essere una banca o comunque un intermediario nella *specie* autorizzato all'erogazione del credito (F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, 684). Sul punto occorre soffermarsi. In effetti, una cosa è dire che il compimento di un certo contratto d'impresa presupponga, in punto di fattispecie, l'organizzazione di un'attività d'impresa (cfr. A.A. DOLMETTA, *La violazione di «obblighi di fattispecie» da parte di intermediari finanziari*, in *Contratti*, 2008, 80 ss. e, al riguardo, sia consentito il rinvio a S. COSTA, *Il mediatore creditizio: fra mercato del credito e intermediazione assicurativa*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, 505 ss.), con la conseguenza di dovere allora definire il rapporto tra organizzazione dell'attività d'impresa e regolamento contrattuale (in argomento, ancora sia consentito il rinvio a S. COSTA, *Organizzazione dei servizi d'investimento e rapporti con la clientela*, Milano, 2020, passim, spec. 88 ss.); altro è, viceversa, legare la qualifica causale dell'atto alla presenza di un attributo soggettivo di una delle parti in ragione del possesso di un'autorizzazione: di là dal fatto che le qualifiche soggettive nei contesti a impresa in realtà postulano lo svolgimento in concreto di un'attività d'impresa la cui efficacia, in sé, è retta dal principio di effettività, per la verità, ragionando in tal modo, si realizza una ingiustificata limitazione del piano di rilevanza dell'atto/contratto: in tal senso, e con più ampia argomentazione, v. A. SCIARRONE ALIBRANDI, *op. cit.*, 549 s.

<sup>20</sup> Riguarda appunto la sola usura pecuniaria: cfr. G. D'AMICO, *Interessi usurari e contratti bancari*, in *Gli interessi usurari. Quattro voci su un tema controverso*<sup>2</sup>, D'AMICO (a cura di), Torino, 2017, 8 s.; A.A. DOLMETTA, *Trasparenza dei prodotti bancari. Regole*, 147; G. OPPO, *Lo «squilibrio contrattuale» tra diritto civile e diritto penale*, in *Riv. dir. civ.*, 1999, I, 535.

Ora, che l'acquisto di una partecipazione al capitale di rischio di un'impresa societaria accompagnato da un'opzione di rivendita a prezzo predeterminato e maggiorato – e perciò tale da assicurare una remunerazione certa e fissa – realizzi, in concreto, un assetto di interessi prossimo a quello di un rapporto di finanziamento appare, sul piano descrittivo, un'osservazione quasi scontata. E però qui si tratta di comprendere se la medesima conclusione sia sostenibile da un punto di vista prettamente formale.

A tal riguardo, vengono in rilievo, segnatamente, le divergenti posizioni espresse di recente nella dottrina specialistica, proprio avendo ad oggetto un caso concreto di acquisto e sottoscrizione di una partecipazione societaria a scopo di finanziamento compiuto da un fondo di *private equity*<sup>21</sup>. Al riguardo, va notato preliminarmente che gli autori in questione sono concordi nell'individuare, in astratto, gli elementi connotativi della causa *credendi*. Così, affinché ricorra un rapporto di credito, viene ritenuto necessario e sufficiente che il regolamento voluto dalle parti realizzi: (i) il trasferimento di una somma di denaro dal finanziatore al finanziato; (ii) l'attribuzione al finanziatore del diritto (cui corrisponde il reciproco obbligo del finanziato) di ottenere – entro un dato periodo di tempo – la restituzione della somma erogata (*rectius*, del *tantundem*), maggiorata di una somma a titolo di interessi determinata secondo il tasso e le scadenze volute dalle parti; (iii) il riconoscimento al finanziato del diritto (cui corrisponde il reciproco obbligo del finanziatore) a vedersi liberato dalle garanzie prestate una volta adempiuto al proprio obbligo di pagamento. In questo modo, si evidenzia, si realizza la sequenza denaro-tempo-denaro e la funzione creditizia di assicurare ad altri la temporanea disponibilità di una somma di denaro: differendo nel tempo la sua restituzione a fronte del diritto *incondizionato* al pagamento di un ulteriore importo, gli interessi, a titolo di remunerazione per il detto differimento<sup>22</sup>.

---

<sup>21</sup> Cfr. F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, 681 ss.; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *op. cit.*, 545 ss.

<sup>22</sup> In questi termini si esprime, diffusamente, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *op. cit.*, 547 ss.; ma con l'adesione di F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, 684 ss. In generale, sul punto, ci si può limitare al richiamo del pensiero di P. FERRO-LUZZI, *Lo sconto bancario (tra moneta futura e moneta presente)*, in *Lezioni di diritto bancario, II. Parte speciale. I*

La comunanza di vedute tra le opinioni in raffronto si arresta, però, non appena si tratta di stabilire se tale causa ricorra o meno nelle operazioni del genere di quella qui in osservazione. Così, secondo una prima impostazione, è possibile affermare la formale sussistenza di un vero rapporto di credito là dove un intermediario finanziario acquisti una partecipazione societaria siglando al contempo una opzione *put* a prezzo fisso e predeterminato con il socio venditore. E, infatti, si sostiene: da un lato, il primo trasferimento rappresenta il mezzo per erogare il finanziamento e costituire una garanzia in favore del finanziatore; dall'altro, la previsione di un prezzo fisso e predeterminato per l'opzione *put* – garantendo al finanziatore il diritto incondizionato di riottenere la restituzione della somma erogata (oltre la maggiorazione voluta) senza correre il rischio di vedere diminuito il valore della propria partecipazione nel tempo – esclude il ricorrere di una vera causa di scambio nel primo trasferimento e realizza la tipica funzione del rapporto creditizio: differire nel *quando* – ma rendere sicura nell'*an* – la restituzione della somma erogata unitamente a un compenso per la disponibilità monetaria temporaneamente assicurata all'*accipiens*<sup>23</sup>.

In senso opposto, ad avviso del secondo orientamento dottrinale – ricondotta l'operazione così realizzata a un contratto atipico di investimento – è da escludere che nella specie possa ricorrere una vera causa *credendi* – e perciò un rapporto di credito – per il fatto in sé che l'atto di investimento del fondo nella società *target* (realizzato per il

---

*singoli contratti*<sup>2</sup>, P. FERRO-LUZZI (a cura di), Torino, 2006, 79 ss.; F. ALCARO, «Soggetto» e «contratto» nell'attività bancaria, Milano, 1981, 25.

<sup>23</sup> In questo senso, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *op. cit.*, 547 ss. A precisazione di quanto detto nel testo, va segnalato come la qualifica di rapporto creditizio – e perciò il sindacato di usurarietà degli interessi stabiliti – venga riconosciuto dall'Autrice pure là dove l'erogazione del finanziamento non avvenga direttamente in capo al sovvenuto ma solo in suo favore: la funzione creditizia, infatti, è comunque integrata se l'erogazione del denaro avviene *in favore* del sovvenuto benché non direttamente “nelle sue mani” (A. SCIARRONE ALIBRANDI, *op. cit.*, 551 s.). L'ipotesi si realizza, evidentemente, qualora l'assunzione della partecipazione societaria non avvenga per il tramite di una compravendita di azioni già emesse, bensì attraverso la sottoscrizione di nuovo capitale: in tali casi, l'*accipiens* del finanziamento è la società, ma il soggetto gravato dall'obbligo di acquisto a prezzo fisso e predeterminato della partecipazione sottoscritta in principio dal finanziatore è il socio “imprenditore” della medesima società, nel cui ultimo interesse, a bene vedere, il finanziamento è inizialmente erogato.

tramite di un atto di compravendita della partecipazione e di una sottoscrizione di nuovo capitale sociale) è retto da un'autonoma causa di scambio<sup>24</sup>.

Tale considerazione – sui cui, può dirsi, si fonda la tesi testé ripercorsa – richiama la generale questione dell'impiego da parte dei privati di un atto di compravendita per scopi diversi da quello, “suo proprio”, di scambio. Si tratta di un dubbio antico, da tempo al centro del dibattito dottrinale e giurisprudenziale, analizzato soprattutto in relazione all'ipotesi in cui la vendita sia strumentale alla concessione di una sostanziale garanzia su un bene al creditore, in concreto rappresentata dal bene compravenduto: questi, appunto, in mancanza del pagamento del debitore, potrà soddisfarsi comunque sul valore della cosa acquistata<sup>25</sup>. Di fronte a tale vicenda, si pone il problema di valutare la liceità dell'operazione, nel suo complesso (e, dunque, non solo nel momento puntuale del trasferimento del bene), tanto in relazione al divieto di patto commissorio (2744 c.c.), quanto al principio di tipicità delle garanzie reali che, si dice tradizionalmente, caratterizza il nostro ordinamento<sup>26</sup>. Ed è altrettanto nota la recente tendenza legislativa ad “allargare” le maglie di entrambi questi due limiti, dettando ipotesi speciali di patti marciari e garanzie reali<sup>27</sup>.

---

<sup>24</sup> Cfr. F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, 681 ss.

<sup>25</sup> È il caso dell'alienazione a scopo di garanzia: cfr., ad esempio e limitandosi ai lavori monografici, C. VARRONE, *Il trasferimento della proprietà a scopo di garanzia*, Napoli, 1968; G. BISCONTINI, *Assunzione di debito e garanzia del credito*, Napoli, 1993; F. ANELLI, *L'alienazione in funzione di garanzia*, Milano, 1996; U. STEFINI, *La cessione del credito con causa di garanzia*, Padova, 2007; G. D'AMICO, *Alienazione a scopo di garanzia*, in *I contratti per l'impresa*, 1, Bologna, 2012, 585 ss.

<sup>26</sup> La letteratura sul punto è sconfinata; ci si limita a richiamare alcuni dei lavori monografici sul tema: C.M. BIANCA, *Il divieto del patto commissorio*, Napoli, 1957; U. CARNEVALI, voce «Patto commissorio», in *Enc. Dir.*, XXXII, Milano, 1982, 499 ss.; A. SASSI, *Garanzia del credito e tipologie commissorie*, Napoli, 1999; N. CIPRIANI, *Patto commissorio e patto marciano. Proporzionalità e legittimità delle garanzie*, Napoli, 2000.

<sup>27</sup> Nello specifico, il riferimento corre all'introduzione del c.d. marciano bancario (art. 48 *bis*, t.u.b.), del pegno mobiliare non possessorio (art. 1, comma 7°, l. n. 119/2016), del prestito vitalizio ipotecario (art. 11 *quaterdecies*, l. 248/2005) e del mutuo residenziale per i consumatori (art. 120 *quinquies*, t.u.b.). Su tali novità, anche per le problematiche sistematiche da esse poste, v.: G. D'AMICO, S. PAGLIANTINI, F. PIRAINO, T. RUMI, *I nuovi marciari*, Torino, 2017; A. LUMINOSO, *Patto marciano e sottotipi*, in *Riv. dir. civ.*, 2017, 1398 ss.; A.A. DOLMETTA, *La ricerca del «marciano*

Insomma, chiarire i termini della legittimità dell'impiego di un atto di compravendita per scopi diversi e ulteriori da quello di scambio è un tema "classico", complesso nelle sue ricadute dogmatiche e, complice la competizione tra ordinamenti, sentito dal legislatore nazionale.

Ciò posto, tuttavia, di fronte al quadro tracciato pare lecito fermare un dato, pressoché pacifico e, si crede, decisivo ai nostri fini: secondo quanto ormai comunemente accettato, la presenza di un atto formale di compravendita non esclude in sé la necessità di valutare la legittimità dell'operazione nel suo complesso, tenendo presente la funzione ultima che l'atto di scambio concorre in definitiva a realizzare. In altre parole, la possibilità che la considerazione della causa di scambio, formalmente propria dell'atto di vendita compiuto, non possa esaurire la valutazione funzionale della relazione concretamente instaurata, data l'integrazione della compravendita in ragione del collegamento con altri e ulteriori atti – la cui "somma" realizza, per esempio, una funzione di garanzia – è il dato che segna l'avvio della riflessione, ma mai il suo esito: si affermi o si neghi la legittimità dei negozi collegati voluti dalle parti (in ragione, ad esempio, della esistenza di un patto marciano), sia in dottrina sia in giurisprudenza si postula sempre che l'atto di compravendita inserito in un più ampio regolamento negoziale possa comportare l'integrazione di un titolo qualificabile, in ragione della situazione soggettiva da esso scaturita, con una causa diversa da quella di trasferimento<sup>28</sup>.

Se così è, non può allora che preferirsi il primo degli orientamenti in raffronto. Il fatto una certa somma sia stata versata al dato azionista (o alla società emittente) a fronte della cessione (o sottoscrizione) di una partecipazione societaria al (o dal) finanziatore non esclude affatto che l'operazione nel complesso voluta dalle parti realizzi un rapporto

---

*utile*», in *Riv. dir. civ.*, 2017, 811 ss.; D. RUSSO, *Oltre il patto marciano*, Napoli, 2017; S. AMBROSINI, *La rafforzata tutela dei creditori privilegiati nella l. n. 119/2016: il c.d. patto marciano*, in *Dir. fall.*, 2016, I, 1075 ss.

<sup>28</sup> Per la prima v. nt. 25 e 26. Per la giurisprudenza, si vedano, ad esempio: Cass. 26 febbraio 2018, n. 4514, in *Rep. Foro It.*, 2018, voce Contratto in genere, atto e negozio giuridico, n. 245; Cass., 21 gennaio 2016, n. 1075, in *Nuova giur. comm.*, 2016, II, 908; Cass., 3 febbraio 2012, n. 1675, in *Contratti*, 2012, 1023; Cass., 5 marzo 2010, n. 5426, in *Rep. Foro It.* 2010, voce Patto commissorio, n. 4; Cass., 12 gennaio 2009, n. 437, in *Contratti*, 2009, 803; Cass., 1° giugno 1993, n. 6112, in *Riv. dir. comm.* 1994, II, 135; e, in tempi meno recenti, v.: Cass., Sez. Un., 3 aprile 1989, n. 1611, in *Foro it.*, 1989, I, 1428 (con nota di MARICONDA e REALMONTE); Cass., 16 aprile 1987, n. 3784, in *Nuova giur. comm.*, 1988, I, 139.

di credito, essendo allora il trasferimento solo il mezzo attraverso cui il soggetto finanziato ottiene il capitale dato in prestito e il finanziatore riceve la sostanziale garanzia convenuta.

Ciò considerato, può dirsi che la quantificazione dei prezzi d'esercizio delle opzioni *put* e *call* non sia irrilevante ai fini della disciplina usuraria, poiché essi rappresentano il corrispettivo dovuto al finanziatore per l'erogazione del credito al socio "imprenditore". In altre parole, qualora tali prezzi possano dirsi usurari (in quanto superiori al tasso soglia: v. meglio *infra* par. 4), potrà trovare applicazione il rimedio speciale di cui all'art. 1815, comma 2°, c.c., cosicché al finanziatore, all'esercizio dell'opzione, sarà dovuta unicamente la restituzione del capitale inizialmente corrisposto a titolo di prezzo d'acquisto della partecipazione senza alcuna maggiorazione<sup>29</sup>.

#### 4. *La determinazione del tasso soglia e gli oneri eventuali del finanziamento.*

Come prima detto, affinché un finanziamento possa dirsi usurario *sub specie* di usura c.d. astratta, è necessario che il tasso d'interesse concordato dalle parti superi, per un certo valore, il tasso di riferimento: si tratta, come noto, del regime del c.d. tasso soglia introdotto dall'art. 2, legge 108/1996. In breve, tale sistema prevede una comparazione tra il tasso di interesse del singolo rapporto ("TEG") e il tasso effettivo globale medio ("TEGM"), rilevato trimestralmente dal Ministero dell'Economia e delle Finanze (sentita la Banca d'Italia) per categorie omogenee di operazioni creditizie, al fine di verificare se il primo tasso supera di oltre un quarto – cui si aggiunge un margine di ulteriori quattro punti percentuali – il secondo (c.d. *spread* di scostamento). L'operazione, in apparenza frutto di un mero calcolo, ha posto importati dubbi interpretativi.

---

<sup>29</sup> Così A. SCIARRONE ALIBRANDI, *op. cit.*, 560 s. Il rimedio, come detto, può valere pure con riguardo al prezzo dell'opzione *call*, dal momento che anch'essa partecipa all'operazione complessiva di finanziamento, qualora appunto sia previsto un incrocio, più o meno complesso, di reciproche opzioni di acquisto. Nondimeno, in sé, il giudizio di validità sull'opzione *call* – attribuita al socio "imprenditore" al fine di ritornare in possesso della partecipazione venduta – pare più strettamente attinente alla verifica di violazione del divieto di patto commissorio, che, però, come detto, fuoriesce dalla presente analisi.

Così, per prima cosa, è parsa problematica la determinazione delle voci di costo da includere nel calcolo del tasso di interesse del singolo rapporto: se, per un verso, l'art. 644, comma 1°, c.p. richiede che gli oneri rilevanti siano quelli pagati a titolo di «corrispettivo» del prestito ricevuto, il comma 4° del medesimo articolo sancisce, al contempo, il c.d. principio di onnicomprensività, per il quale nella determinazione del tasso di interesse del singolo rapporto vanno inclusi «le remunerazioni a qualsiasi titolo», comprese le spese e le commissioni «collegate alla erogazione del credito». Ancora più insidiosa si è dimostrata, poi, la questione del confronto tra i due tassi, quello del singolo rapporto e quello medio di mercato. Il dubbio nasce perché il TEGM è il risultato di una rilevazione trimestrale condotta da Banca d'Italia in relazione a categorie omogenee di operazioni e sulla base di voci di costo predeterminate<sup>30</sup>. Se il singolo rapporto di credito presenta delle voci non incluse nel TEGM, si pone allora il problema di stabilire se tali costi debbano o meno essere comunque considerati ai fini della valutazione di usura. La normativa di settore, anche in questo caso, non è parsa univoca. Accanto alla regola di onnicomprensività *ex* art. 644, comma 4°, c.p. – in forza della quale, come detto, si giustifica l'inclusione di tutte le voci di costo volute dalle parti a prescindere dalla loro valutazione nel TEGM – un consistente orientamento giurisprudenziale e dottrinale ha elaborato a partire dall'art. 2, l. 108/1996 il c.d. principio di simmetria: è da riconoscere, cioè, una regola di corrispondenza tra le voci di costo incluse nel TEGM e quelle suscettibili di valutazione per il calcolo del tasso effettivo globale del singolo rapporto (TEG), sì da escludere potenzialmente le voci non contemplate nella rilevazione trimestrale della Banca d'Italia<sup>31</sup>. E, in

---

<sup>30</sup> Cfr., segnatamente, BANCA D'ITALIA, *Istruzioni per la rilevazione dei tassi effettivi globali medi ai sensi della legge sull'usura* (luglio 2016).

<sup>31</sup> Si sono espressi a favore del principio di simmetria: in dottrina, U. SALANITRO, *Dal rigetto dell'usura sopravvenuta all'affermazione del principio di simmetria: la strategia delle Sezioni Unite*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, II, 666 ss.; in giurisprudenza, Cass., Sez. Un., 18 settembre 2020, n. 19597; Cass., Sez. Un., 20 giugno 2018, n. 16303, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, II, 659 ss.; Cass., 22 giugno 2016, n. 12965, in *Nuova giur. comm.*, 2016, I, 1593 ss.; e anche l'ABF, coll. Coord. 23 aprile 2014, n. 3412. V'è da dire, però, che – secondo la giurisprudenza di legittimità – l'affermata esistenza del principio di simmetria non conduce, in concreto, alla necessaria esclusione della voce *de qua* dalla valutazione usuraia, e ciò in ragione

effetti, già sul piano logico, non pare possibile svolgere un raffronto tra i due tassi – quello concreto del singolo rapporto (TEG) e quello medio praticato sul mercato (TEGM) – senza postulare l’omogeneità delle due grandezze sottoposte a valutazione.

Le dette questioni sono state indagate in relazione agli interessi di mora stabiliti dalle parti di un rapporto di credito<sup>32</sup>, nonché in merito alla commissione di massimo scoperto (c.m.s.)<sup>33</sup>: entrambe, appunto,

---

del parallelo riconoscimento della pluralità dei tassi soglia di riferimento (cfr. *infra* nel testo e nota con riguardo agli interessi moratori).

<sup>32</sup> A chi ha negato la possibilità di includere *sic et simpliciter* tale categoria nel calcolo degli interessi usurari [*ex multis*, G. OPPO, *op. cit.*, 533 ss.; O.T. SCOZZAFAVA, *Interpretazione autentica della normativa in materia di usura e legittimità costituzionale*, in *Contratti*, 2002, 558 ss.; A.A. DOLMETTA, *Trasparenza dei prodotti bancari. Regole*, cit., 153; M. SEMERARO, *Usura bancaria e regole del mercato del credito*, cit., 229 s.; C. COLOMBO, *Gli interessi nei contratti bancari*, in *I contratti bancari*, E. CAPOBIANCO (a cura di), in *Tr. dei contratti*, P. RESCIGNO, E. GABRIELLI, (diretto da), Torino, 2016, 512 ss.; G. GUIZZI, *La Cassazione e l’usura... per fatto del debitore (“Aberrazioni” giurisprudenziali in tema di interessi di mora e usura)*, in *Corr. Giur.*, 2019, 153 ss.], si è contrapposta l’opinione di segno contrario sulla base della considerazione che la corrispettività (di cui all’art. 644, comma 1°, c.p.) è un elemento almeno in parte proprio agli interessi moratori (potenzialmente idonee ad essere inclusi nelle «remunerazioni a qualsiasi titolo» di cui al comma 4, dell’art. 644), nonché in ragione del d.l. 394/2000 (legge di interpretazione autentica dell’art. 2, l. 108/1996) che include nella nozione di corrispettivo usurario gli interessi «a qualunque titolo» pattuiti (ad esempio, F. PIRAINO, *Interessi moratori e usura*, in *Gli interessi usurari. Quattro voci su un tema controverso*<sup>2</sup>, D’AMICO (a cura di), Torino, 2017, 192 ss.; G. D’AMICO, *Interessi usurari e contratti bancari*, cit., 30 ss.; S. PAGLIANTINI, *Spigolature su di un idolum fori: la c.d. usura legale del nuovo art. 1284*, *ibidem*, 72 ss.; N. RIZZO, *Gli interessi moratori usurari nella teoria delle obbligazioni pecuniarie*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, I, 359 ss.; L. PASCUCCI, *op. cit.*, 51 ss., ove ulteriori riferimenti). Si è pure diffusamente discusso intorno alla mancata inclusione – per lo meno a fini non statistici – dei tassi di mora nella rilevazione trimestrale di Banca d’Italia quale base per il calcolo del TEGM e, perciò, sulla potenziale disomogeneità tra TEGM e TEG: sul punto, v. *infra* nel testo per la posizione delle Sezioni Unite della Cassazione e le critiche che ha suscitato.

<sup>33</sup> Come noto, si tratta di una voce di costo (ora sostituita dalla c.d. commissione di disponibilità fondi) propria dei contratti di affidamento bancari volta a remunerare gli istituti di credito per la messa a disposizione del cliente delle somme oggetto dell’affidamento, a prescindere dal loro effettivo utilizzo. Fino alla riforma del 2008 (art. 2-bis, d.l. 29 novembre 2008, n. 185), la c.m.s. è stata espressamente esclusa dalle rilevazioni trimestrali della Banca d’Italia. Si è posto così, specie per i rapporti antecedenti al 2008, il problema di stabilire, in via interpretativa, se la detta commissione fosse o meno inclusa nel calcolo del TEG, nonostante la sua mancata

voci di costo in origine non incluse nel TEGM. Più in particolare, a seguito degli interventi della Corte di Cassazione a Sezioni Unite, la giurisprudenza può dirsi attestata sulle seguenti posizioni: (i) gli interessi di mora costituiscono una componente del debito del finanziato da considerare ai fini del calcolo del limite usurario quale corrispettivo del finanziamento ricevuto, e ciò ancorché tali interessi realizzino una quantificazione forfettaria del danno eventualmente patito dal finanziatore al pari di quanto avviene con la clausola penale; (ii) anche la c.m.s. è da ricomprendere nelle commissioni e remunerazione collegate all'erogazione del credito; (iii) la vigenza del principio di simmetria va confermato per *ogni* voce di costo (i.e. interessi di mora e c.m.s.); (iv) è possibile sottoporre gli interessi di mora del singolo rapporto di credito al giudizio di usura utilizzando quale termine di confronto, anziché il TEGM, un tasso pari alla somma di quest'ultimo con il tasso di mora di mercato rilevato da Banca d'Italia a fini statistici, maggiorato di un quarto e di ulteriori quattro punti percentuali: si determina così una "soglia di mora" autonoma rispetto al tasso-soglia generale e all'uso definita; (v) allo stesso modo si può procedere per la c.m.s., definendo perciò un tasso soglia *ad hoc* alternativo al TEGM (c.d. CMS-soglia)<sup>34</sup>.

Alla luce di quanto detto, si può ora passare al calcolo del tasso soglia per i finanziamenti resi attraverso l'assunzione di partecipazioni

---

inclusione, per lo meno fino al 2009, nel TEGM. Sul tema, senza completezza, v. A.A. DOLMETTA, G. MUCCIARONE, *Sulla commissione di massimo scoperto*, in *Contratti*, 2001, 377 ss.; P. FERRO-LUZZI, *Ci risiamo. (A proposito dell'usura e della commissione di massimo scoperto)*, in *Giur. Comm.*, 2006, I, 671 ss.; G. D'AMICO, *Interessi usurari e contratti bancari*, cit., 11 ss.; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Le clausole di remunerazione degli affidamenti*, in *Analisi giur. econ.*, 2011, 169 ss.; C. ROBUSTELLA, *Usura bancaria e determinazione del "tasso soglia"*, cit., 111 ss., ove ulteriori riferimenti.

<sup>34</sup> Cfr. Cass., Sez. Un., 18 settembre 2020, n. 19597; Cass. Sez. Un., 20 giugno 2018, n. 16303, in *Nuova giur. comm.*, 2019, II, 84 (con nota di RIZZO). Per un loro commento e un quadro della giurisprudenza anteriore, si rinvia: per la prima sentenza, a L. MORISI, *Gli interessi moratori usurari al vaglio delle Sezioni unite*, in *Nuova giur. comm.*, 2021, I, 47 ss.; P. DUVIA, *op. cit.*, 456 ss.; L. PASCUCCI, *op. cit.*, 51 ss.; per la seconda, a C. COLOMBO, *Commissione di massimo scoperto e disciplina antiusura: le Sezioni Unite avallano il principio di simmetria ed impongono la comparazione separata*, in *Corr. Giur.*, 2018, 1339 ss.; C. ROBUSTELLA, *Le Sezioni unite sulla commissione di massimo scoperto: una soluzione di compromesso tra certezza del diritto e giustizia sostanziale*, in *Resp. civ. prev.*, 2019, 877 ss.

societarie. Anzitutto, stando alla normativa vigente e alle Istruzioni di Banca d'Italia per la rilevazione dei tassi effettivi globali medi del luglio 2016, può dirsi che per il calcolo del TEG bisognerà prendere in esame i flussi finanziari programmati dalle parti in occasione dell'assunzione della partecipazione societaria e del successivo disinvestimento in esecuzione delle opzioni *put* o *call*. In particolare: (i) il capitale investito dal finanziatore nella società c.d. *target*, a titolo di prezzo o di conferimento, esprimerà la voce «prestito» delle Istruzioni di Banca d'Italia; (ii) il prezzo delle opzioni *put* o *call* sarà considerato quale «rate di rimborso» ai sensi delle dette Istruzioni. E, per il calcolo del TEGM, potrà farsi riferimento al tasso medio rilevato trimestralmente per la categoria «altri finanziamenti alle imprese»<sup>35</sup>.

È da dire, però, in secondo luogo, che le problematiche prima evidenziate per il calcolo del tasso soglia possono presentarsi nella fattispecie in esame. Le incertezze rilevano segnatamente con riguardo agli oneri eventuali posti di frequente a corredo del programma d'investimento e volti a rafforzare la posizione creditoria del finanziatore. Si pensi, ad esempio, alla previsione di compensazioni, accolti di debiti o rinunce di crediti<sup>36</sup>, nonché di clausole penali per gli eventuali inadempimenti del finanziato. Di primo acchito, verrebbe da invocare pure in questi casi la soluzione fatta propria dalla Cassazione a Sezioni Unite per la c.m.s. o gli interessi di mora. E, in effetti, questi ultimi condividono con gli oneri eventuali il fatto di essere dei costi legati al finanziamento, previsti in origine nel programma contrattuale e gravanti la posizione del finanziato solo al verificarsi di certi eventi. Sennonché, la posizione della giurisprudenza di legittimità si presta, come subito si vedrà, a una obiezione di tal fatta da precluderne la condivisione e, a maggior ragione, l'applicazione a fattispecie prossime a quelle soggette al *decisum*.

---

<sup>35</sup> Di questo avviso pure A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Contratto di «finanziamento partecipativo», opzione di cessione di partecipazioni a prezzo predefinito e disciplina usuraria*, cit., 558.

<sup>36</sup> Si tratta di previsioni ricorrenti specie là dove il finanziamento venga erogato in favore del socio “imprenditore”, ma per il tramite della sottoscrizione di nuovo capitale della società *target*, anziché per mezzo dell'acquisto della partecipazione. In questi casi, è assai probabile che il finanziatore subordini l'erogazione del finanziamento a una ottimizzazione del patrimonio della *target* e delle sue prospettive reddituali.

A ben vedere, la Corte – per potere affermare contestualmente sia la vigenza del principio di simmetria, sia l’assoggettamento degli interessi moratori e della c.m.s. al limite usurario – finisce con l’affermare l’esistenza di un tasso-soglia moratorio o di CMS-soglia distinto dal TEGM, quali tassi soglia *ad hoc* da utilizzare come termini di paragone autonomi per la verifica del superamento del limite usurario del singolo rapporto creditizio. In questo modo, però, si giunge a una interpretazione palesemente contraria all’unicità del tasso-soglia, legislativamente previsto – in ossequio alla regola di onnicomprensività di cui al comma 4° dell’art. 644 c.p. – quale tasso *globale* e *unico*, articolato appunto solo per categorie di operazioni di finanziamento e non per singole voci di costo<sup>37</sup>.

Ciò considerato, appare allora preferibile adottare una diversa ricostruzione del sistema del c.d. tasso soglia. Si tratta, in particolare, di collocare su piani diversi, da un lato, il TEGM e il TEG, e dall’altro, il tasso del singolo rapporto creditizio: il primo piano opera propriamente a livello macroeconomico, di mercato e richiede la determinazione delle voci di costo generalmente incluse dagli operatori professionali per categorie omogenee di operazioni creditizie. La dimensione di mercato, si badi, può dirsi propria tanto del TEGM (avente la specifica funzione di cogliere il valore *ordinariamente* praticato nelle ipotesi “fisiologiche” di erogazione di credito), quanto del TEG, con la conseguenza che quest’ultimo non va inteso quale tasso *concreto* del singolo rapporto: invero, esso rappresenta la rilevazione del TEGM per il singolo rapporto di credito sulla base della sua appartenenza a una data categoria di operazione creditizia; detto altrimenti, esso «consiste in un dato normalizzato ai fini della misurazione del TEGM». Il tasso del singolo rapporto di credito – il secondo dei due piani – è dato invece dal TEG cui vanno aggiunti tutte le voci di costo e di remunerazione non incluse in generale nel TEGM,

---

<sup>37</sup> Hanno criticato negativamente la posizione delle Sezioni Unite per tale motivo: G. GUIZZI, *Usura e interessi di mora: e quindi uscimmo a riveder le stelle?*, in *Corr. Giur.*, 2020, 1310 (che parla di «vero e proprio atto di eterointegrazione del dettato normativo»); F. PIRAINO, *Gli interessi moratori usurari ma contra legem*, cit., 202 s.; E. QUADRI, *La via delle sezioni unite alla rilevanza usuraria degli interessi moratori*, cit., 190; L. MORISI, *op. cit.*, 49 ss.; P. DUVIA, *op. cit.*, 462; U. SALANITRO, *Il disincanto del Giudice. Gli interessi moratori usurari nel prisma delle Sezioni Unite*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, II, 21.

ma presenti nel rapporto in osservazione: qualora tale tasso sia superiore al tasso-soglia – ossia al TEG aumentato di un quarto e di un ulteriore margine di quattro punti percentuali (art. 2, comma 4°, l. 108/1996) – il tasso in concreto praticato dovrà dirsi usurario<sup>38</sup>.

Insomma, adottando tale visione, sembra possibile tranquillamente ammettere al contempo: (i) la necessaria simmetria delle voci di costo rilevate per il TEGM e il TEG, che rende il loro confronto sempre percorribile, e ciò a prescindere dall'aggiornamento della rilevazione trimestralmente condotta da Banca d'Italia; (ii) l'inclusione nel tasso del singolo rapporto di credito di tutti gli oneri voluti dalle parti quale remunerazione a qualsiasi titolo della prestazione di denaro in ragione della regola di onnicomprensività (ex art. 644, comma 4, c.p.). Così, la selezione degli oneri da includere nel tasso del singolo rapporto non sembra debba necessariamente seguire le voci selezionate dalla rilevazione di Banca d'Italia, potendo avvenire *anche solo* sulla base della verifica del loro collegamento con l'erogazione del credito, e ciò previo accertamento dell'inclusione dell'onere nel programma negoziale in concreto voluto dalle parti<sup>39</sup>.

Tornando, dunque, alle ipotesi qui più d'interesse, può senz'altro dirsi che gli oneri – ulteriori rispetto al prezzo delle opzioni *put* o *call* eventualmente previsti a corredo del programma di finanziamento – potranno senz'altro essere intesi quali componenti del corrispettivo stabilito per l'erogazione del credito, e ciò in stretta applicazione del

---

<sup>38</sup> In questo senso, propriamente, A. ANTONUCCI, *op. cit.*, 392 (da cui la citazione nel testo); R. MARCELLI, *Usura bancaria ad un ventennio dalla legge: un impietoso bilancio*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017 (suppl. al n. 4), 82 ss., spec. 92 s. e 99 s. («lo scarto di omogeneità, tra il dettato dell'art. 644 c.p. e la rilevazione del TEGM disposta nell'art. 2 della legge 108/96, lungi dal costituire un'incongruenza logica, tecnica o giuridica, assume una funzione di calmiera nella misura in cui un costo non rientra nella determinazione del TEGM ma viene invece considerato nella verifica dell'art. 644 c.p.»); G. D'AMICO, *Postilla*, in *Gli interessi usurari. Quattro voci su un tema controverso*<sup>2</sup>, D'AMICO (a cura di), Torino, 2017, 61 s.; conf. L. PASCUCI, *op. cit.*, 21 ss.; F. PIRAINO, *Interessi moratori, usura e c.d. clausola di salvaguardia*, in *Contratti*, 2020, 145 ss., il quale, va precisato, nega espressamente la compatibilità della soluzione con il c.d. principio di simmetria, inteso in senso stretto quale regola di necessaria corrispondenza delle voci di costo incluse nel TEGM non solo con il TEG, ma pure con il tasso *effettivo* e *concreto* del singolo rapporto di credito.

<sup>39</sup> Cfr. D. MAFFEIS, *Usura probabile: costo di estinzione anticipata e clausola floor*, in *Contratti*, 2018, 616; A. ANTONUCCI, *op. cit.*, 395.

più volte menzionato art. 644, comma 4°, c.p.<sup>40</sup>. Per il loro calcolo – e in aderenza al principio di simmetria tra TEGM e TEG – nel caso in cui non sia possibile includerli in una delle voci rilevate nel TEGM, occorrerà comunque verificare che il loro importo non sia idoneo a superare lo *spread* di scostamento dal TEGM attualmente ammesso (pari a 8 punti percentuali). Tale ricostruzione, del resto, non pare preclusa dalle decisioni della Corte di Cassazione prima ricordate: la Corte, infatti, in entrambi i casi si occupa di finanziamento con un piano di ammortamento prestabilito (es., mutuo, *leasing*, prestiti contro cessione del quinto); i finanziamenti qui in discussione appaiono, invece, riconducibili alla categoria dei finanziamenti a uso flessibile (es., apertura di credito in conto corrente, anticipi su crediti, sconto di portafoglio commerciale), per i quali le obbligazioni restitutorie sorgono al momento della chiusura del rapporto, potendosi allora giustificare delle differenze in merito alla valutazione degli effetti della maturazione degli interessi<sup>41</sup>.

##### 5. La valutazione di usurarietà nel tempo

Veniamo ora al profilo temporale della valutazione di usurarietà. Atteso che il rapporto di finanziamento ha una certa durata e che i tassi di interesse mutano nel tempo, si è posto il problema di stabilire se tale cambiamento, in pendenza di contratto, abbia o meno una qualche rilevanza: tanto in punto di fattispecie, dovendosi compiere la verifica di superamento del tasso soglia non solo al momento della stipula del contratto, ma pure nel corso della sua esecuzione e all'atto del pagamento; quanto, conseguentemente, sul piano rimediabile, dovendosi stabilire se, in tali casi, si possa ricorrere alla regola di cui all'art. 1815, comma 2°, c.c. oppure, in alternativa, ai rimedi civilistici generalmente ammessi (risarcitori o invalidatori). Si tratta della questione assai

---

<sup>40</sup> Nel senso dell'inclusione della penale da inadempimento nel calcolo del tasso usurario, v. L. PASCUCCI, *op. cit.*, 107 ss.

<sup>41</sup> Per la rilevanza della distinzione delle due forme ai fini della verifica di superamento del tasso soglia, v. G. D'AMICO, *Interessi usurari e contratti bancari*, cit., 8 ss.

dibattuta della c.d. usura sopravvenuta. Vediamo, in sintesi, i passaggi principali del dibattito dottrinale e giurisprudenziale intorno al tema<sup>42</sup>.

Come noto, dopo l'adozione della legge 108/1996, una parte della giurisprudenza si era pronunciata in favore della sua applicazione – e dell'uso del rimedio speciale di cui all'art. 1815, comma 2°, c.c. – per i finanziamenti – stipulati *prima* della entrata in vigore di questa legge – il cui tasso d'interesse in origine non usurario fosse divenuto tale nel corso del rapporto e per effetto della nuova disciplina<sup>43</sup>. Il legislatore, per tutta risposta, intervenne con una norma di interpretazione autentica di segno contrario, volta ad accordare rilevanza – ai fini degli articoli 644 c.p. e 1815 c.c. – esclusivamente al momento in cui gli interessi sono promessi o comunque convenuti, indipendentemente dalla misura dei tassi al tempo del successivo pagamento (art. 1, comma 1°, D.L. 394/2000, convertito da l. 24/2001). Nonostante la conferma della legittimità costituzionale della citata legge<sup>44</sup>, il dibattito è proseguito, avendo pure riguardo – si badi – alla sopravvenuta usurarietà del tasso d'interesse dei contratti stipulati *dopo* l'entrata in vigore della l. n. 106 del 1994 e in ragione della fluttuazione dei tassi di mercato (o di quelli pattuiti dalle parti) durante il rapporto di credito. Più in particolare, si era diffusa l'idea secondo cui la legge di interpretazione autentica valesse unicamente ad escludere le sanzioni di cui agli artt. 644 c.p. e 1815 c.c., rimanendo, tuttavia, possibile affermare l'illiceità, in sé, del superamento del tasso soglia in pendenza del rapporto e, pertanto, fare ricorso ad altri, e conseguenti, rimedi civilistici: *in primis*, quello della

---

<sup>42</sup> Per maggiori dettagli sull'evoluzione della disciplina, sul dibattito e sul merito degli argomenti spesi, v., *ex multis*, G. OPPO, *op. cit.*, 533 ss.; A.A. DOLMETTA, *Le prime sentenze della Cassazione civile in materia di usura ex lege n. 108/1996*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2000, II, 627 ss.; G. PASSAGNOLI, *Il contratto usurario tra interpretazione giurisprudenziale ed interpretazione "autentica"*, in *Squilibrio e usura nei contratti*, G. VETTORI (a cura di), Padova, 2002, 29 ss.; G. GUIZZI, *L'ABF, il problema della "usura sopravvenuta" e il sistema dei rimedi: in cauda venenum*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, II, 284 ss.; M. SEMERARO, *Usura originaria, usura sopravvenuta e interessi moratori*, in questa *Rivista*, 2016, I, 347 ss.; C. COLOMBO, *Gli interessi nei contratti bancari*, cit., 515 ss.; V. ANTONINI, *Usura sopravvenuta, autonomia privata ed esigenza del sistema bancario*, in *Giur. Comm.*, 2019, I, 848 ss.

<sup>43</sup> Si veda, ad esempio, Cass., 2 febbraio 2000, n. 1126, in *Giur. it.*, 2001, 311 ss.; Cass., 22 ottobre 2000, n. 5286, in *Contratti*, 2000, 687 ss.

<sup>44</sup> Cfr. C. Cost., 25 febbraio 2002, n. 29, in *Contratti*, 2002, 545 ss.

sostituzione automatica ai sensi dell'art. 1339 c.c. per nullità parziale ex art. 1419, comma 2, c.c.<sup>45</sup>.

In questo quadro, le Sezioni Unite della Corte di Cassazione sono intervenute con la sentenza n. 24675 del 19 ottobre 2017<sup>46</sup>. Con l'intento dichiarato di aderire all'orientamento più restrittivo<sup>47</sup>, la Corte

---

<sup>45</sup> In questo senso: in giurisprudenza, Cass., 11 gennaio 2013, n. 602, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, II, 487 ss. (con nota di A. QUARANTA, *Usura sopravvenuta e principio di proporzionalità*, ove ampi riferimenti); Cass., 12 aprile 2017, n. 9405, in *Rep. Foro It.*, 2017, voce *Usura*, n. 59; in dottrina, G. GIOIA, *Interessi usurari: rapporti in corso e ius superveniens*, in *Corr. Giur.*, 1998, 199. Nella specie, tuttavia, manca in effetti una norma imperativa che sostituisca la clausola viziata (cfr. A.A. DOLMETTA, *Sugli effetti civilistici dell'usura sopravvenuta*, in *ilcaso.it*, 2014, 8), potendosi invocare solo i tassi soglia trimestralmente rilevati, oltre a potersi nutrire dei dubbi sulla ammissibilità in generale di una nullità sopravvenuta [cfr. R. SCOGNAMIGLIO, *Sull'invalidità successiva dei negozi giuridici*, in *Scritti giuridici, I. Scritti di diritto civile*, Padova, 1996, 239 ss.; ma v. A. GENTILI, *op. cit.*, 382 s.]. In considerazione di ciò, e sempre nel senso di accordare rilevanza alla usura sopravvenuta, si è allora invocata, ora, l'applicazione di rimedi c.d. a integrazione conformativa (cfr. A.A. DOLMETTA, *Sugli effetti civilistici dell'usura sopravvenuta*, 11), ora, la regola della buona fede oggettiva quale criterio da utilizzare per paralizzare la pretesa del mutuante al pagamento del tasso d'interesse divenuto nel tempo superiore al tasso soglia (cfr. ABF, coll. coord. 10 gennaio 2014, n. 77, in *Riv. dir. comm.*, 2014, II, 275 ss.).

<sup>46</sup> Tra i commenti alla detta sentenza si segnalano i contributi di: G. GUIZZI, *Le Sezioni Unite e il de profundis per l'usura sopravvenuta*, in *Corr. Giur.*, 2017, 1495 ss.; S. PAGLIANTINI, *L'usurarietà sopravvenuta ed il canone delle SS.UU.: ultimo atto?*, in *Corr. Giur.*, 2017, 1484 ss.; G. D'AMICO, *Usurarietà sopravvenuta: un problema ancora (parzialmente) aperto*, in *www.giustiziacivile.com*; G. LA ROCCA, *op. cit.*, 3285 ss.; G. SALVI, *L'usura sopravvenuta al vaglio delle Sezioni Unite tra negazionismo e correzione del contratto*, in *Nuova giur. comm.*, 2017, I, 795 ss.; G. FAUCEGLIA, *L'usura sopravvenuta nella Cassazione Sezioni Unite n. 24675/2017: più interrogativi che risposte*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, II, 310 ss. Il principio di diritto affermato dalle Sezioni Unite ha trovato conferma nella successiva giurisprudenza di legittimità: v., ad esempio, Cass., 09 novembre 2020, n. 24971, in *Guida dir.*, 2021, 5; Cass., 10 aprile 2020, n. 7776, in banca dati *Dejure*.

<sup>47</sup> La sentenza, in particolare, richiama alcuni precedenti che hanno appunto escluso la rilevanza dell'usura sopravvenuta; e ciò, per la verità, per contratti stipulati prima dell'entrata in vigore della legge 108/1996 e in relazione all'art. 1815, comma 2, c.c. Ad ogni modo, è da evidenziare subito come, a ben vedere, le Sezioni Unite finiscano con l'ammettere, entro certo limiti, il ricorso ai rimedi civilistici generali, accordando perciò una certa rilevanza all'usura sopravvenuta, benché – vale la pena di rimarcare – per finalità diverse da quelle strettamente contingenti alla legge 108/96 (meglio *infra* nel testo).

esclude che il superamento della soglia usuraria durante l'esecuzione del rapporto di credito – stipulato sia *prima* che *dopo* l'entrata in vigore della legge sull'usura – possa determinare la nullità o l'inefficacia della clausola contrattuale relativa agli interessi. Il contraente, precisa la Corte, potrà, però, ove ne ricorrano i presupposti, avvalersi degli «altri strumenti di tutela del mutuatario previsti dalla legge», sempreché, lo si rimarca, non si tratti di rimedi invalidatori o che, comunque, presuppongono l'inefficacia della clausola contrattuale. Allo stesso modo – sempre secondo le Sezioni Unite – è da escludere che la pretesa del finanziatore di ottenere il pagamento degli interessi *medio tempore* divenuti usurari venga inibita in ragione della sua contrarietà al canone generale di buona fede oggettiva *ex art. 1375 c.c.* E di nuovo la Corte precisa come ciò valga «*in sé*», ma non qualora ricorrano «particolari modalità o circostanze» ulteriori e sufficienti a considerare la pretesa di pagamento contraria alla buona fede in senso oggettivo.

Alla base della sentenza, sta la considerazione secondo cui la valutazione della illiceità, *sub specie* di usura, della pretesa del pagamento di interessi dipenda – per lo meno nel sistema dell'usura presunta – dalla violazione della norma imperativa di cui all'art. 644 c.p., solo in presenza della quale opera, sul piano civilistico, la sanzione dell'art. 1815, comma 2°, c.c. Ne deriva che l'illecito civile della pretesa usuraria si realizza unicamente nel caso in cui sia violata tale norma imperativa. Ma, poiché la legge di interpretazione autentica (l. 24/2001) ha imposto di considerare solo il momento in cui gli interessi sono convenuti (e non quello del loro pagamento), si deve escludere – conclude la Corte – la possibilità di configurare un illecito usurario nel caso di superamento del tasso soglia successivamente alla conclusione del contratto.

La soluzione e l'*iter* argomentativo della sentenza *de qua* sono state criticate da parte della dottrina<sup>48</sup>. Tuttavia, il principio di diritto affermato sembra, per la verità, del tutto in linea con la *ratio* dell'usura

---

<sup>48</sup> Si vedano, in particolare, le considerazioni di S. PAGLIANTINI, *L'usurarietà sopravvenuta ed il canone delle SS.UU.: ultimo atto?*, cit., 1487 ss.; critico pure G. CARRIERO, *Usura sopravvenuta. C'era una volta*, in *Foro it.*, 2017, I, 3382 ss. (sulla base di una potenziale violazione dell'art. 3, comma 2°, Cost. per la conseguente diffonibilità di trattamento tra clienti); *contra* però G. GUIZZI, *Le Sezioni Unite e il de profundis per l'usura sopravvenuta*, cit., 1495 ss., che condivide l'*iter* e la soluzione adottata dalla Corte di Cassazione.

oggettiva sopra precisata (cfr. par. 2): se la finalità del sistema del tasso soglia è di tutelare il mercato orientando il comportamento degli operatori professionali – sia in occasione della valutazione di merito creditizio, sia, più in generale, per l’efficiente organizzazione e pianificazione finanziaria dei fruitori dei servizi di credito – tale sistema non può dirsi volto a «perseguire un astratto obiettivo di giustizia contrattuale»<sup>49</sup>. Così, pare del tutto conseguente – e perciò giustificabile – ritenere l’illecito usurario legato al confronto tra i tassi d’interesse rilevati al tempo della stipula del rapporto di credito. È in tale momento, infatti: che si compie la verifica del merito creditizio e la scelta dei finanziati di accedere al mercato del credito; e che il comportamento degli operatori professionali incide sulla integrità ed efficienza del mercato del credito. Ciò non toglie – e infatti la Corte lo ammette – che possano essere invocati altri, e diversi rimedi, strettamente legati, stavolta, alla “giustizia contrattuale”. Il riferimento – si crede – va alla tutela *ex art. 1467 c.c.* oppure (specie per gli interessi moratori) alla riduzione giudiziale ai sensi dell’art. 1384 e, finanche, al risarcimento del danno per violazione della buona fede in *executivis*, qualora si realizzino «particolari modalità o circostanze» (così si esprimono le Sezioni Unite) tali da giustificare il rimedio<sup>50</sup>. E, del resto, si tratta di rimedi legati alla giustizia del singolo caso di specie senza colpire il regolamento contrattuale di tutti i contratti, in modo oggettivo, per contrarietà a norma imperativa.

Tutto ciò vale in generale. Per la fattispecie qui in rilievo, il tema appare assai rilevante giacché, a differenza di quanto avviene ora per i

---

<sup>49</sup> Per considerazioni simili, v. G. GUIZZI, *Le Sezioni Unite e il de profundis per l’usura sopravvenuta*, cit., 1497 (da cui l’espressione tra virgolette nel testo); conf., seppure con riguardo alla sola esigenza di tutela della sana e prudente gestione, M. SEMERARO, *Usura bancaria e regole del mercato del credito*, cit., 220; A. ANTONINI, *op. cit.*, 863 s.; e, se ben si intende, T. TOMASI, *Alla (ri)scoperta dell’usura sopravvenuta*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2019, 1303.

<sup>50</sup> Questi rimedi sono pure invocati da S. PAGLIANTINI, *L’usurarietà sopravvenuta ed il canone delle SS.UU.: ultimo atto?*, cit., 492, il quale, peraltro, ricorda come le «particolari modalità o circostanze» – che, ad avviso delle Sezioni Unite, potrebbero giustificare il ricorso, altrimenti precluso, al canone della buona fede in risposta all’usura sopravvenuta – possono essere identificate con la «marcata e duratura discesa dei tassi di mercato» individuata dall’ABF, Collegio di coordinamento (10 gennaio 2014, decisione n. 77) quale esemplificazione delle cause di usura sopravvenuta contrari a buone fede.

mutui bancari di nuova stipula, la previsione di una clausola di salvaguardia – attraverso cui il tasso del rapporto viene ricondotto al di sotto del tasso soglia tempo per tempo rilevato – non è affatto frequente. Tuttavia, la soluzione affermata dalle Sezioni Unite appare pienamente applicabile anche ai finanziamenti resi attraverso l'acquisto di una partecipazione societaria, cosicché il momento rilevante, ai fini della verifica del ricorso dell'illecito usurario, sarà quello iniziale della concessione del finanziamento. Non varrebbe, in senso contrario, stavolta, invocare il fatto che la Corte ha affermato il principio in relazione a un finanziamento con ammortamento predefinito. Difatti, l'argomento decisivo utilizzato dalle Sezioni unite si basa sulla delimitazione della norma imperativa di cui all'art. 644 c.p., senza perciò alcuna possibile differenza per i finanziamenti ad utilizzo flessibile cui possono essere ricondotti quelle qui in esame<sup>51</sup>.

---

<sup>51</sup> In tal senso, ma in verso opposto alla sentenza delle Sezioni Unite in esame, pure U. MALVAGNA, *A commento della comunicazione Banca d'Italia 3 luglio 2013: sull'usura sopravvenuta*, in *ilcaso.it*, 2 ss. Per l'affermata differenza tra le due ipotesi di finanziamento v., invece, T. TOMASI, *op. cit.*, 1301, nt. 54.



## Riflessioni sull'applicabilità della disciplina antiriciclaggio ai *Non-Fungible Tokens* (“NFT”)

**SOMMARIO:** 1. Introduzione. – 2. Regolamentazione antiriciclaggio europea e “*crypto currencies*”. – 3. NFT e disciplina antiriciclaggio italiana. – 4. Operatori in cripto e Sezione speciale del Registro OAM. – 5. (cenni) Le recenti iniziative di riforma dell’assetto di regole e controlli antiriciclaggio europeo. – 6. Conclusioni.

### 1. Introduzione.

I *Non-Fungible Tokens* (di seguito “NFT”) sono assurti agli onori delle cronache soprattutto per alcune vistose operazioni di compravendita di opere d’arte (digitale), di cui, tra tutte, iconica rimarrà senz’altro quella concernente “*Everydays: the first 5000 days*” di Beeple - all’anagrafe Mike Winkelmann - battuta all’asta per 69,3 milioni di dollari<sup>1</sup>.

Questi *tokens* ben sintetizzano le potenzialità connesse con la tecnologia a registro distribuito (più comunemente nota come “*Distributed Ledger Technology* o, in acronimo, “DLT”<sup>2</sup>), giacché

---

<sup>1</sup> Per tutti, anche per l’ampia e ricca ricognizione di esempi e fattispecie, F. ANNUNZIATA, A. CONSO, *NFT. L’arte e il suo doppio*, 2021, Milano, *passim*. Sul tema più in generale delle interazioni tra arte digitale e tecnologia cfr., *ex multis*, S. CHERTI, *L’acquisto d’arte moderna e contemporanea*, in *Rass. dir. civ.*, 2015, 50 ss.; C. SANDEI, *Blockchain e sistema autorale: analisi di una relazione complessa per una proposta metodologica*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2021, 194 ss.; G. FREZZA, *Blockchain, autenticazioni e arte contemporanea*, in *Diritto di Famiglia e delle Persone*, 2020, 489 ss.; A. DONATI, *Autenticità, Autenticité, Authenticity dell’opera d’arte. Diritto, mercato, prassi virtuose*, in *Riv. dir. civ.*, 2015, 987 ss.

<sup>2</sup> Cfr. G. FINOCCHIARO, *Riflessioni sugli smart contract e sull’intelligenza artificiale*, in *Giustiziacivile.com*, 2020, 1 ss.; G. FINOCCHIARO, C. BOMPRESZI, *A legal analysis of the use of blockchain technology for the formation of smart legal contracts*, in *Medialaws*, 2020, II, 111 ss.; A.M. GAMBINO, C. BOMPRESZI, *Blockchain e protezione dei dati personali*, in *Diritto dell’Informazione e dell’Informatica*, 2019, III, 619 ss.; G. FINOCCHIARO, V. FALCE, *Fintech: diritti, concorrenza, regole*, in *Blockchain e criptovalute*, Bologna, 2019, 269; R. DE CARIA, *Blockchain e smart contract: questioni giuridiche e risposte regolatorie tra diritto pubblico e privato dell’economia*, in R. BATTAGLINI, M. TULLIOGIORDANO (a cura di), *Il diritto della blockchain e degli smart contracts*, 2019.

implementano un certificato di autenticità e di proprietà associato a un certo bene digitale (o fisico) in virtù dell'utilizzo degli *smart contracts*<sup>3</sup>.

In particolare, gli NFT hanno permesso di creare artificialmente unicità o scarsità (appunto, *non-fungible*) anche per gli oggetti puramente digitali (per loro natura invece fungibili), rendendoli collezionabili<sup>4</sup>. Il token configura allora una contromarca non fungibile, ovvero sia un codice digitale prodotto a partire da un bene (digitale) che viene inserito in un ambiente di verifica reciproca interoperativo, definito catena di blocchi, o *blockchain*, insieme ai relativi metadati. Il codice, a cui ci si riferisce in breve come *hash*, è quindi una stringa di numeri rappresentativa del bene sottostante (ad esempio, un'opera d'arte) da cui è estratto tramite uno standard di codifica, tra cui il

---

<sup>3</sup> Sulle blockchain evolute (tipo Ethereum) è possibile implementare contratti digitali “*embedded*” nel codice (gli *smart contracts*, appunto), che permettono l'esecuzione automatica di certe azioni in base a determinate condizioni.

L'art. 8-ter del D.L. n. 135/2018 (convertito in l. n. 12/2019) definisce lo *smart contract* come “programma per elaboratore che opera su tecnologie basate su registri distribuiti e la cui esecuzione vincola automaticamente due o più parti sulla base di effetti predefiniti dalle stesse”. Da ciò è possibile ricavare che lo *smart contract* sia uno strumento in forza del quale determinati effetti giuridici si producono al verificarsi delle condizioni che le parti hanno previsto e codificato all'interno della blockchain, in modo automatico e senza il ricorso ad intermediario. Ad es.: “if “merce arrivata” AND “merce integra” AND “consegna puntuale” then “trasferisci 10 ether a ejpg3siii8222ple” else if “consegna non puntuale” then “trasferisci 8 ether a ejpg3siii8222ple””. Sui vantaggi legati agli *smart contracts* si è sviluppata una corrente di letteratura economica attenta ad esaminare criticamente le implicazioni sotto la prospettiva dei *transaction costs*: cfr., tra gli altri, M. VATIERO, *Smart contracts vs incomplete contracts: A transaction cost economics viewpoint*, in *Computer Law & Security Review*, 2022, Vol. 46, <https://doi.org/10.1016/j.clsr.2022.105710>; C.W. USMAN, *Non-Fungible Tokens: Blockchains, Scarcity, and Value*, in *Critical Blockchain Research Initiative (CBRI) Working Papers*, 2021, reperibile su <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3822743>.

<sup>4</sup> J. FAIRFIELD, *Tokenized: The Law of Non-Fungible Tokens and Unique Digital Property*, in *Indiana Law Journal*, in pubblicazione, disponibile su <https://ssrn.com/abstract=3821102>; J.M. MORINGIELLO, C.K. ODINET, *The Property Law of Tokens*, in *Florida Law Review* (Forthcoming 2022), e in *U Iowa Legal Studies Research Paper No. 2021-44*, nonché in *Widener Law Commonwealth Research Paper*, reperibile su <https://ssrn.com/abstract=3928901> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3928901>; K. HOUSER, J. HOLDEN, *Navigating the Non-Fungible Token*, in *Utah Law Review*, Forthcoming, reperibile su <https://ssrn.com/abstract=4055535>.

prevalente è l'ERC-721<sup>5</sup>. Gli NFT possono pertanto essere – sia consentita la semplificazione – un “contenitore digitale” crittografico che raccoglie informazioni capaci di certificare in modo univoco un oggetto digitale e/o un diritto inerente ad un bene fisico e di cui possono garantire la titolarità e, tipicamente, il diritto di proprietà<sup>6</sup>.

Di là degli affascinanti aspetti tecnici ora velocemente tratteggiati, il grande successo riscosso dagli NFT sul mercato ha sollevato al tempo stesso, come intuibile, ampie ed articolate questioni di vertice legate al loro inquadramento giuridico<sup>7</sup>.

---

<sup>5</sup> Il processo di *minting* – che determina la creazione degli NFT e l'avvio dell'esecuzione dello *smart contract* - è una operazione che preclude la formazione di un ulteriore NFT sullo stesso identico bene, ciò conferisce agli NFT la caratteristica della scarsità. Infatti, è il *mint* di un NFT che attribuisce certezza di tempo e cyberspazio al bene sottostante (nativo digitale o analogico da cui è estratta copia digitale), a cui è collegato tramite l'hash, e una titolarità apparente di colui che lo costituisce.

<sup>6</sup> Il Parlamento europeo ha valorizzato le potenzialità della tecnologia a registro distribuito, la quale consentirebbe di garantire livelli elevati di trasparenza e tracciabilità: cfr. Parlamento europeo, *Risoluzione del Parlamento europeo sulle tecnologie di registro distribuito e blockchain: creare fiducia attraverso la disintermediazione*, 2017/2772(RSP), OJ C 11, del 13 gennaio 2020.

<sup>7</sup> In questo senso, fondamentale è stato lo studio di chi ha brillantemente evidenziato la criticità della qualificazione giuridica delle cripto attività: F. ANNUNZIATA, *Speak, If You Can: What Are You? An Alternative Approach to the Qualification of Tokens and Initial Coin Offerings*, in *ECFR*, vol. 17, no. 2, 2020, 129 ss. Nel contesto della crescente, e già copiosa, letteratura interessata agli NFT più nello specifico, v. G. NAVA, *I non-fungible token*, in G. ROSARIA, P. ANDREA, P. ARISTIDE, P. STEFANO, P. MASSIMO (a cura di), *Il diritto nell'era digitale. Persona, Mercato, Amministrazione, Giustizia*, 2022, 237 ss.; VULPIANI, *Dalla street art alla crypto art: la rivoluzione dell'arte digitale in blockchain*, in *Rivista di diritto delle arti e dello spettacolo*, 2020, II; K.P. ARVINDAN, *Non-Fungible Tokens - An Overlap between Blockchain Technology and Intellectual Property Rights*, 2021, in *Jus Corpus Law Journal*, 357 ss.; J. FAIRFIELD, *Tokenized: The Law of Non-Fungible Tokens and Unique Digital Property*, 6 aprile 2021, in *Indiana Law Journal*, Forthcoming, reperibile su <https://ssrn.com/abstract=3821102>; C. DI BERNARDINO, P. CHOMCZYK, J. ANDRES, J. ELLUL, A. FERREIRA, A. VON GOLDBECK, R. HERIAN, A. ROBERT A. SIADAT, NL. SIEDLER, *NFT - Legal Token Classification*, 22 luglio 2021, EU Blockchain Observatory and Forum NFT Reports, <https://ssrn.com/abstract=3891872>. Più in generale, sulle questioni sistematiche sollevate dall'avvento dell'innovazione tecnologica applicata al mondo della finanza, cfr. A. MINTO, *Disciplina antiriciclaggio e obbligo di adeguata verifica della clientela: aspetti normativi e regolamentari legati all'outsourcing ad external service providers*, in *Banca imp. soc.*, 2022, vol. 2, 295 ss.

Le opportunità negoziali legate all'uso degli NFT – abbinate agli ingenti movimenti di capitale determinatisi in un brevissimo arco temporale – hanno infatti aperto un vivo dibattito circa la regolazione di questi “contenitori digitali”. Dibattito che ha riguardato un po' tutti gli ambiti del diritto, compreso il comparto della disciplina antiriciclaggio, il quale, come noto, è stato tra i primi ad occuparsi delle nuove modalità di circolazione della ricchezza abilitate grazie alle tecnologie a registro distribuito per disciplinare questo “mercato” e prevenirne l'uso per finalità criminose<sup>8</sup>.

Le indagini e gli studi più recenti mostrano in modo chiaro come il controvalore complessivo delle cripto attività inviate da indirizzi coinvolti in attività criminose verso il mercato degli NFT è cresciuto in modo significativo negli ultimi tempi<sup>9</sup>, corroborando le preoccupazioni espresse circa l'idoneità degli NFT ad essere utilizzati per finalità

---

<sup>8</sup> Sul punto, sia ancora consentito rinviare a A. MINTO, *ibidem*.

<sup>9</sup> CHAINANALYSIS, *The 2022 Crypto Crime Report*, Febbraio 2022. Sulla rilevanza crescente gli NFT soprattutto in un'ottica di *regulatory and supervisory uncertainty* v. i gli atti delle riunioni dell'EFIF (*European Forum for Innovation Facilitators*), in particolare quelle tenutosi a maggio 2022, reperibili su [https://www.eiopa.europa.eu/sites/default/files/images/staff\\_images/efif\\_meeting\\_may\\_2022\\_minutes.pdf](https://www.eiopa.europa.eu/sites/default/files/images/staff_images/efif_meeting_may_2022_minutes.pdf) e quelle di ottobre 2022 disponibili su [https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document\\_library/About%20Us/Governance%20structure/JC/EFIF%20minutes/1043467/efif\\_meeting\\_october\\_2022\\_minutes.pdf?retry=1](https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/About%20Us/Governance%20structure/JC/EFIF%20minutes/1043467/efif_meeting_october_2022_minutes.pdf?retry=1)

illecite<sup>10</sup>, sulla scorta di quanto paventato già per le cripto valute più in generale<sup>11</sup>.

Nonostante la scena sia stata pressoché monopolizzata negli ultimi tempi dai lavori del MiCAR e dal tessimmo braccio di ferro sulla sorte degli NFT determinatasi a livello di trilogio<sup>12</sup>, anche la disciplina

---

<sup>10</sup> È stato in effetti recentemente rilevato come l'idoneità degli NFT ad essere impiegati per riciclare denaro derivi "almeno in certa misura, dal fatto che essi possono incorporare (diritti su) opere d'arte fisiche o digitali e la compravendita di opere d'arte è notoriamente un mezzo per riciclare denaro di provenienza illecita, magari conseguendo al contempo una plusvalenza pari alla differenza tra il prezzo di acquisto e il prezzo di rivendita dell'opera": cfr. R. FERRETTI, P. R. AMENDOLA, G. MAGGIO, *Cripto-attività e contrasto al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo*, in *Bancaria*, 2022, II. Con riferimento ai rischi di riciclaggio connessi soprattutto con le finanza decentralizzata (c.d. "DeFi"), v. IOSCO, *Decentralized Finance Report*, pubblicato nel marzo 2022, e reperibile alla pagina [https://www.iosco.org/publications/?subsection=public\\_reports](https://www.iosco.org/publications/?subsection=public_reports) ed il documento dello OECD *Why Decentralised Finance (DeFi) Matters and the Policy Implications*, pubblicato il 19 gennaio 2022 e reperibile alla pagina <https://www.oecd.org/finance/why-decentralised-finance-defi-matters-and-the-policy-implications.htm>; M. RIZZI, *Con la cryptoarte (Nft) esplodono i rischi di riciclaggio*, in *ItaliaOggi*, 10 febbraio 2022, 34.

<sup>11</sup> Sul punto, v. da ultimo quanto affermato da Cassazione Penale, Sez. II, 13 luglio 2022, n. 27023, la quale, nella parte argomentativa che porta ad affermare che le valute virtuali devono essere ricondotte nell'ambito della categoria di "attività speculativa" anche ai fini dell'applicazione dell'art. 648 *ter*.1 codice penale (in materia di autoriciclaggio), sottolinea come proprio le caratteristiche di tali strumenti "si prest[ino] ad agevolare condotte illecite". Sul punto, da ultimo, v. altresì la Newsletter di dicembre 2022 dell'UIF, Aggiornamenti in materia di virtual assets, dicembre 2022 reperibile su [https://uif.bancaditalia.it/pubblicazioni/newsletter/2022/newsletter-2022-5/Newsletter\\_5\\_2022.pdf](https://uif.bancaditalia.it/pubblicazioni/newsletter/2022/newsletter-2022-5/Newsletter_5_2022.pdf) nonché il richiamo di attenzione della Consob dove, in considerazione dell'elevato rischio di riciclaggio connesso alle attività e ai servizi aventi ad oggetto *crypto asset*, "si invitano le società di revisione e i revisori legali a prestare particolare attenzione nell'assolvimento degli obblighi di determinazione del rischio di riciclaggio degli incarichi di revisione legale, di assurance o di altri incarichi connessi conferiti da clienti operativi in tale settore" (così, *Richiamo di attenzione n. 6/22 del 20 dicembre 2022*).

<sup>12</sup> Braccio di ferro che, come noto, è risultato nell'esclusione degli NFTs dal perimetro del regolamento: v. art. 2, par. 2a del testo finale di MiCAR pubblicato in data 5 ottobre 2022. Cfr. il Comunicato Stampa del Consiglio Europeo, *Digital finance: agreement reached on European crypto-assets regulation (MiCA)*, 30 giugno 2022. V. altresì M. IRRERA, M.S. CATALANO, *Criptovalute e NFT: il quadro normativo di riferimento*, in *Diritto ed economia dell'impresa*, 2022, 614 ss.; F.

antiriciclaggio si caratterizza per la mancanza di una presa di posizione chiara ed univoca su una fenomenologia tanto rilevante quale quella di questi *tokens*<sup>13</sup>. La carenza di una specifica definizione giuridica, di chiare coordinate, e il generale clima di incertezza che circonda gli NFT anche a fini antiriciclaggio<sup>14</sup> induce ad affrontarli ed esaminarli nella prospettiva dell'applicazione delle regole e dei presidi di questa specifica disciplina.

## 2. Regolamentazione antiriciclaggio europea e “crypto currencies”.

Le prime reazioni legislative e regolamentari di fronte alla nuova fenomenologia legata alle cripto attività si sono registrate nel campo

---

AZZOLLINI, J. MAZZA, *La qualificazione degli NFT dal punto di vista della regolamentazione delle attività finanziarie*, in G. NAVA (a cura di), *I Non-Fungible Tokens: Profili giuridici*, Napoli, in corso di pubblicazione, consultato grazie alla cortesia degli Autori.

<sup>13</sup> Più in generale, sull'assenza di una definizione univoca delle cripto attività e delle possibili ripercussioni ai fini della supervisione in materia antiriciclaggio, cfr. R. COELHO, D. GARCIA OCAMPO, J. FISHMAN, *Supervising cryptoassets for anti-money laundering*, FSI Insights on policy implementation, April 2021, n. 31, reperibile su [https://www.bis.org/fsi/publ/insights31\\_summary.pdf](https://www.bis.org/fsi/publ/insights31_summary.pdf); M.T. PARACAMPO, *La consulenza su cripto-attività nella proposta di regolamento europeo MiCA tra presunte equivalenze e distonie normative con Mifid 2*, in *Dir. banc. fin.*, 2022, I, 243, nt. 34.

<sup>14</sup> La recentissima indagine realizzata da Thomson Reuters *Special Report. Cryptos on the rise 2022. A complex regulatory future emerges*, del 5 aprile 2022 reperibile su <https://www.thomsonreuters.com/en-us/posts/wp-content/uploads/sites/20/2022/04/Cryptos-on-the-Rise-2022.pdf>, evidenzia, dati alla mano, l'elevato tasso di “regulatory fragmentation” che circonda le cripto attività in Europa. Per approfondimenti più specifici alla disciplina antiriciclaggio, v. P. CARRIÈRE, *Le “criptovalute” sotto la luce delle nostrane categorie giuridiche di “strumenti finanziari”, “valori mobiliari” e “prodotti finanziari”; tra tradizione e innovazione*, in questa *Rivista*, 2019, II, 1 ss.; G. GRECO, *Valute virtuali e valute complementari, tra sviluppo tecnologico e incertezze regolamentari*, in questa *Rivista*, I, 2019, 61 ss.; L. LA ROCCA, *La prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo nelle nuove forme di pagamento, Focus sulle valute virtuali*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2015, I, 206 ss. Sul tema più in generale dell'arbitraggio regolamentare sia consentito rinviare a A. MINTO, S. PRINZ, M. WULFF, *A Risk Characterization of Regulatory Arbitrage in Financial Markets*, in *Eu. Bus. Org. L. Rev.*, 2021, 719 ss.

disciplinare afferente al contrasto del riciclaggio<sup>15</sup>. Fin dagli albori di quello che poi diventerà un vero e proprio ecosistema<sup>16</sup>, la normativa antiriciclaggio ha infatti tentato di adattare il proprio impianto alle logiche di funzionamento della finanza digitale. I contorni sfumati delle diverse possibili applicazioni abilitate dall'innovazione tecnologica - e quindi, a cascata, le incertezze circa le conseguenze giuridiche - hanno subito indotto *standard setters* internazionali e *policy makers* europei e domestici a levare moniti di preoccupazione nei confronti delle potenziali infiltrazioni della criminalità economica attraverso le pieghe del mondo cripto<sup>17</sup>.

---

<sup>15</sup> N. MANCINI, *Valute Virtuali e Bitcoin*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, I, 2015, 117 ss.; S. CAPACCIOLI, *Criptovalute e bitcoin: un'analisi giuridica*, Milano, 2015; B. KELLY, *The Bitcoin Big bang: How Alternative Currencies Are About to Change the World*, New Jersey, John Wiley & Sons, 2015; N. MANCINI, *Bitcoin: rischi e difficoltà normative*, in *Banca imp. soc.*, 2016, I, 127 ss.; H. HALABURDA - M. SARVARY, *Beyond Bitcoin: The Economics of Digital Currencies*, New York, Palgrave Macmillan, 2016; G. LEMME - S. PELUSO, *Criptomoneta e distacco dalla moneta legale: il caso Bitcoin*, in questa *Rivista*, 2016, I, 381 ss.; A. CAPONERA - C. GOLLA, *Aspetti economici e regolamentari delle cripto-attività*, in *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d'Italia, 2019; G. J. SICIGNANO, *Bitcoin e riciclaggio*, Torino, 2019; M. CIAN, *La criptovaluta - Alle radici dell'idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, 315 ss.; M.T. CHIMENTI, U. KOCHANSKA, A. PINNA, *Understanding the crypto-asset phenomenon, its risks and measurement issues*, *ECB Economic Bulletin*, 2019.

<sup>16</sup> A.M. PANCALLO, *Le criptovalute*, in G. ALPA (a cura di), *Diritto e intelligenza artificiale*, Pisa, Pacini ed., 2020, 591 ss.; C. SCHENA, A. TANDA, C. ARLOTTA, G. POTENZA, *Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale*, Consob, *Quaderni FinTech*, 2018; F. MATTASSOGLIO, *Gli indissolubili intrecci tra mercato finanziario, tecnologia e sicurezza*, in F. COSTA - P. PIZZOLATO (a cura di), *Sicurezza e tecnologia*, Milano, Giuffrè, 2017, 203 ss.; ECB *Crypto-Assets Task Force*, *Crypto-Assets: implications for financial stability, monetary policy, and payments market infrastructures*, *Occasional Paper Series* no. 223, 2019.

<sup>17</sup> Preoccupazione manifestatasi attraverso un'alluvione di documenti di *soft law*. Sul piano internazionale, le prime mosse al riguardo sono state prese dal *Financial Action Task Force* (FATF-GAFI), il quale, nel giugno del 2014, ha pubblicato un *Report* intitolato *Virtual Currencies: Key Definitions and Potential AML/CFT Risks* in risposta all'emersione delle valute virtuali e dei meccanismi di pagamento ad esse associati, volti a fornire nuovi metodi di trasferimento di valore attraverso *internet*: nello specifico, la possibilità di effettuare transazioni *anonime* grazie all'utilizzo di sistemi decentralizzati, unitamente allo sviluppo di relazioni *non-face-to-face* con il cliente, sono stati considerati fattori di vulnerabilità in termini di potenziale utilizzo

Da qui, il passo è stato breve per “positivizzare” tali preoccupazioni in norme giuridiche disegnate all’uopo<sup>18</sup>. In questa prospettiva, in Europa sono state presto confezionate le Direttive 2015/849/UE e 2018/843/UE (rispettivamente IV e V Direttiva antiriciclaggio), le quali hanno iniziato un processo di aggiornamento legislativo – che sulla spinta dei richiamati interventi di indirizzo di origine internazionale confezionati dal FAFT-GAFI – hanno condotto alla definizione di “*crypto currency*” e all’allargamento del novero di soggetti obbligati anche a ricomprendere i fornitori di servizi relativi alle crypto valute.

L’art. 3, par. 1, n. 18), della IV Direttiva antiriciclaggio, come modificata dalla V Direttiva, prevede infatti che - ai fini della normativa antiriciclaggio, si badi bene! - valuta virtuale indica una “rappresentazione di valore digitale che non è emessa o garantita da una banca centrale o da un ente pubblico, non necessariamente legata a una valuta legalmente istituita, non possiede lo status giuridico di valuta o moneta, ma è accettata da persone fisiche e giuridiche come mezzo di scambio e può essere trasferita, memorizzata e scambiata

---

criminoso delle valute virtuali. Nel giugno dell’anno successivo, il FATF ha poi pubblicato un insieme di *Linee Guida* riguardanti i rischi di riciclaggio di denaro e di finanziamento del terrorismo (ML/TF) associati ai prodotti e ai servizi di pagamento basati su valute virtuali (*Guidance for a Risk-Based Approach to Virtual Currencies*). A differenza del legislatore internazionale, fin dai primi documenti di *soft regulation* la finalità del legislatore europeo è consistita non tanto nella tutela della stabilità del mercato o dell’integrità finanziaria (in una prospettiva “macroeconomica”, come è emerso dai documenti del GAFI), bensì nella tutela del singolo investitore. Ancora, nel luglio 2014, l’Autorità Bancaria Europea ha tentato di definire le criptovalute attraverso una *Opinion on virtual currencies* (EBA/Op/2014/08), invitando il legislatore europeo a prendere posizione in relazione ai potenziali rischi a esse connessi. A tale *Opinion* sono poi seguiti altri documenti e *Discussion Papers*, che invitano la Commissione europea a includere le criptovalute nel perimetro della disciplina antiriciclaggio (EBA/Op/2016/14; EBA/Op/2021/04), o che allertano gli investitori sui rischi ad esse correlati (ESMA, EBA, EIOPA *Joint Warning on Virtual Currencies*, 12 febbraio 2018).

<sup>18</sup> Sul punto, *ex multis*, cfr. E. PEDERZINI, *La tracciabilità dei movimenti finanziari tra anonimato e pseudonimato: FinTech, incorporazione del diritto nella tecnica e paradigma by design*, in questa *Rivista*, 2022, I, 81 la quale si esprime in termini di “diluvio documentale”. V. altresì M. PASSARETTA, *La nuova disciplina antiriciclaggio: tra sistemi di pagamento innovativi e nuove forme di finanziamento alle imprese*, in F. FIMMANÒ – G. FALCONE (a cura di), *Fintech*, Napoli, 2019, 472.

elettronicamente”<sup>19</sup>. Con riferimento, poi, all’allargamento dei soggetti obbligati<sup>20</sup> l’art. 2, par. 1 della IV Direttiva ora prevede che anche ai “prestatori di servizi la cui attività consiste nella fornitura di servizi di cambio tra valute virtuali e valute aventi corso forzoso” (lett. g)) ed ai “prestatori di servizi di portafoglio digitale” (lett. h))<sup>21</sup> si applichino le disposizioni contenute nella direttiva stessa e dunque tutte le ben note misure di natura sostanziale (*id est*, adeguata verifica della clientela, obblighi di registrazione e di segnalazione di operazione sospetta) che sorreggono l’architettura dei controlli antiriciclaggio.

### 3. NFT e disciplina antiriciclaggio italiana.

A seguito del recepimento della IV Direttiva antiriciclaggio in virtù del d.lgs. n. 90/2017, l’ordinamento italiano ha colto l’occasione per dimostrarsi, ancora una volta<sup>22</sup>, antesignano nell’applicazione delle

---

<sup>19</sup> Tale definizione è stata senza dubbio anche influenzata da quella proposta dal GAFI qualche anno prima: “*virtual currency is a digital representation of value that can be digitally traded and functions as (1) a medium of exchange; and/or (2) a unit of account; and/or (3) a store of value, but does not have legal tender status (i.e., when tendered to a creditor, is a valid and legal offer of payment) in any jurisdiction. It is not issued nor guaranteed by any jurisdiction, and fulfils the above functions only by agreement within the community of users of the virtual currency. Virtual currency is distinguished from fiat currency (a.k.a. “real currency,” “real money,” or “national currency”), which is the coin and paper money of a country that is designated as its legal tender; circulates; and is customarily used and accepted as a medium of exchange in the issuing country. It is distinct from e-money, which is a digital representation of fiat currency used to electronically transfer value denominated in fiat currency. E-money is a digital transfer mechanism for fiat currency—i.e., it electronically transfers value that has legal tender status*” (così, FATF Report “*Virtual Currencies Key Definitions and Potential AML/CFT Risks*”, giugno 2014, reperibile su <https://www.fatf-gafi.org/documents/documents/virtual-currency-definitions-aml-cft-risk.html>).

<sup>20</sup> Sulle ragioni dell’estensione si vedano le eloquenti parole adoperate nei considerando n. 8 e 9 della V Direttiva antiriciclaggio.

<sup>21</sup> L’art. 3, par. 1, n. 19) specifica che per “prestatore di servizi di portafoglio digitale” si intende “un soggetto che fornisce servizi di salvaguardia di chiavi crittografiche private per conto dei propri clienti, al fine di detenere, memorizzare e trasferire valute virtuali”.

<sup>22</sup> Come noto, infatti, fin dagli albori la disciplina antiriciclaggio italiana è sempre stata all’avanguardia, come testimonia pure la prima direttiva europea in materia, la quale è stata fortemente ispirata dall’allora l. n. 197/1991: per tutti, cfr. A. URBANI,

regole antiriciclaggio, anticipando, in parte, la trasposizione della V Direttiva. In questa prospettiva, è stato modificato il d.lgs. n. 231/2007 con l’inserimento della lett. *qq*) all’art. 1, co. 2, che definisce valuta virtuale come la “rappresentazione digitale di valore, non emessa da una banca centrale o da un’Autorità pubblica, non necessariamente collegata a una valuta avente corso legale, utilizzata come mezzo di scambio *per l’acquisto di beni e servizi* e trasferita, archiviata e negoziata elettronicamente” (enfasi aggiunta). La definizione è stata poi oggetto di rifinitura in sede di recepimento della V Direttiva ad opera del d.lgs. n. 125/2019, il quale ha rivisto i contorni della fattispecie.

L’attuale versione del richiamato art. 1, co. 2, lett. *qq*) prevede allora che “cripto valuta” stia ad indicare “la rappresentazione digitale di valore, non emessa né garantita da una banca centrale o da un’Autorità pubblica, non necessariamente collegata a una valuta avente corso legale, utilizzata come mezzo di scambio per l’acquisto di beni e servizi *o per finalità di investimento* e trasferita, archiviata e negoziata elettronicamente” (enfasi aggiunta).

Il citato d.lgs. n. 90/2017 ha inoltre esteso l’applicazione della disciplina antiriciclaggio italiana – coerentemente con quanto previsto a livello europeo – alla categoria dei fornitori di servizi relativi alle cripto valute. Tale categoria abbraccia i) i prestatori di servizi relativi all’utilizzo di valute virtuali (“*Virtual Asset Service Providers*” o, adoperando l’acronimo, “VASP”), definiti all’art. 1, co. 2, lett. *ff*) del d.lgs. n. 231/2007 come “qualsiasi persona fisica o giuridica che fornisce a terzi, su base professionale, servizi (compresi i servizi online) funzionali all’uso, allo scambio e alla conservazione di “valuta virtuale”, nonché al loro cambiamento da o in valute fiat o beni digitali, [...] nonché all’emissione, offerta, trasferimento, compensazione e qualsiasi altro servizio funzionale all’acquisizione, negoziazione o

---

*Disciplina antiriciclaggio e ordinamento del credito*, Padova, 2005, 36 ss. Si segnala che l’assetto istituzionale italiano in materia antiriciclaggio è stato valutato molto positivamente dal GAFI che nel “Follow-up Report & Technical Compliance Re-Rating” pubblicato nel marzo 2019 ha valutato l’ordinamento domestico pienamente conforme (“*compliant*”) con le indicazioni contenute nelle Raccomandazioni 26 e 27 del GAFI stesso: cfr. FATF - GAFI, *Anti-money laundering and counter-terrorist financing measures – Italy, Follow-Up Report and Technical Compliance Re-rating*, marzo 2019, reperibile su [https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/prevenzione\\_reati\\_finanziari/prevenzione\\_reati\\_finanziari/Follow-Up-Report-Italy-2019.pdf](https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/prevenzione_reati_finanziari/prevenzione_reati_finanziari/Follow-Up-Report-Italy-2019.pdf).

intermediazione nello scambio di tali valute”; e ii) i prestatori di servizi di portafoglio digitale (c.d. “*custodian wallet providers*”), definiti come “qualsiasi persona fisica o giuridica che fornisce, a titolo professionale, nei confronti di terzi, anche online, servizi di custodia di chiavi crittografiche per conto dei propri clienti, allo scopo di detenere, conservare e trasferire valute virtuali” (cfr. art. 1, co. 2, lett. *ff-bis*) d.lgs. n. 231/2007)<sup>23</sup>.

Si può osservare che il legislatore italiano ha connotato la nozione di cripto valuta in modo più preciso – già nel 2017, e ancor più in fase di “ritocco” attraverso le modifiche apportate nel 2019 – di quanto non abbia inteso fare la direttiva europea a monte (cfr. il menzionato art. 3, par. 1, n. 18 della Direttiva 2015/849/UE)<sup>24</sup>. Infatti, messa a raffronto

---

<sup>23</sup> Le principali norme antiriciclaggio italiane riguardanti i *VASP* e i *custodian wallet providers* hanno ad oggetto: (i) i requisiti generali di condotta e organizzativi per la prevenzione dell’uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo stabiliti dal decreto antiriciclaggio (ci riferiamo, ad esempio, all’adeguata verifica dei clienti, alla conservazione dei documenti, alla segnalazione di operazioni sospette all’Unità di Informazione Finanziaria della Banca d’Italia); (ii) gli obblighi di registrazione nazionale, previsti dall’art. 17 *bis* d.lgs. n. 141/2010 che impone ai *VASP* e ai *custodian wallet providers* di comunicare al Ministero dell’Economia e delle Finanze l’intenzione di iniziare (o continuare) la propria attività in Italia, trasmettendo le proprie informazioni generali (es. nome, indirizzo legale, codice fiscale, indirizzo di posta elettronica certificata, ecc.) A seguito di tale comunicazione, essi dovranno iscriversi nella sezione speciale del registro tenuto dall’Organismo Agenti e Mediatori (OAM), secondo le modalità e le tempistiche indicate nel decreto del MEF pubblicato in Gazzetta Ufficiale in data 17 febbraio 2022, di cui si parlerà più diffusamente nel successivo paragrafo.

<sup>24</sup> Si segnala che in data 27 aprile 2022 è stato depositato in Senato il Disegno di legge n. 2572 recante disposizioni fiscali in materia di valute virtuali e disciplina degli obblighi antiriciclaggio, il quale mira, tra le altre cose, a fornire delle nuove definizioni di raccordo tra le varie discipline che ruotano attorno alle cripto attività. Nella relazione introduttiva si dice infatti che “l’articolo 1, al comma 1, prevede il riconoscimento fiscale delle valute virtuali, attraverso l’adozione di definizioni non contraddittorie tra i diversi ambiti regolatori, sia tributari che contabili, di facile applicabilità, come già previsto dai principali Stati membri dell’Unione europea. A tale fine, risulta indispensabile fornire una definizione chiara di cosa si intenda con il termine di valute virtuali, superando l’attuale confusione determinata dall’uso di termini diversi, quali valute virtuali, criptovalute, cripto attività e token, individuando un *genus* unitario: l’unità matematica”. L’art. 1 del disegno di legge prevede dunque che “ai fini delle disposizioni di cui alla presente legge, si definisce “unità matematica” l’unità minima matematica crittografica, statica o dinamica, suscettibile di rappresentare diritti, con circolazione autonoma. La valuta virtuale di cui

con quella comunitaria, la definizione domestica si contraddistingue per due importanti differenze.

La prima attiene all'aggiunta delle funzioni cui può assolvere la valuta virtuale quale mezzo di scambio: essa, infatti, è utilizzata “come mezzo di scambio per l'acquisto di beni e servizi”. Tale scelta paradossalmente potrebbe “depotenziare”, almeno in astratto, la portata applicativa della disciplina italiana, laddove ci si limitasse a valorizzare il dato letterale. Di fronte, ad esempio, ad una moneta virtuale che sia concepita per essere scambiata soltanto contro moneta avente corso legale, non v'è dubbio si tratti di una rappresentazione digitale di valore “utilizzata come mezzo di scambio” (dunque secondo i canoni della normativa europea), ma si potrebbe forse dubitare che si tratti, a stretto rigore, di un mezzo di scambio per l'acquisto di beni e servizi. Tale considerazione sembra tuttavia presto superata se si pensa alle linee di fondo e all'impianto sistematico che sorregge la disciplina di cui stiamo trattando, come si evince dal considerare n. 10 della V Direttiva antiriciclaggio (“l'obiettivo della presente direttiva è coprire tutti i possibili usi delle valute virtuali”), cui fa da contraltare la Relazione illustrativa al d.lgs. n. 90/2017 (di recepimento, appunto, della V Direttiva), nel quale si esplicita che la nuova definizione di cripto valuta “tiene conto di tutti i [suoi] possibili utilizzi”<sup>25</sup>.

La seconda differenza tra disciplina italiana e comunitaria riguarda sempre l'esplicitazione di “come” la valuta virtuale può essere adoperata, precisando però che l'uso può essere per “finalità di investimento”. Pure in questo caso, le considerazioni espresse poc'anzi circa la *ratio* sembrano utili per contestualizzare ed apprezzarne la portata.

Di là del chiaro intento sotteso alla scelta votata a maggiore precisione del legislatore italiano – ossia la tenuta dell'impianto di regole e controlli in virtù di una maglia a trama fitta, in ossequio, di nuovo, ad una logica di rigore che tradizionalmente caratterizza il nostro assetto regolamentare in materia antiriciclaggio – ci si può

---

all'articolo 1, comma 2, lettera qq), del decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231, come modificata dal comma 2 del presente articolo, è una forma di unità matematica”.

<sup>25</sup> Relazione illustrativa al d.lgs. 4 ottobre 2019 n. 125 reperibile su [http://documenti.camera.it/apps/nuovovosito/attigoverno/Schedalavori/getTesto.ashx?file=0095\\_F001.pdf&leg=XVIII](http://documenti.camera.it/apps/nuovovosito/attigoverno/Schedalavori/getTesto.ashx?file=0095_F001.pdf&leg=XVIII).

domandare quali effetti, sul piano pratico, ne possano derivare con riferimento al mondo degli NFT<sup>26</sup>.

Innanzitutto, sorge il dubbio se gli NFT rientrino o meno nella nozione di valuta virtuale ai fini antiriciclaggio<sup>27</sup>.

In questo senso, alcuni organismi internazionali avevano – sia pur in modo interlocutorio – fornito alcune indicazioni in questa direzione interpretativa<sup>28</sup>. Le prime prese di posizione si sono fatte via via più definite, fino a sancire in maniera alquanto netta che gli NFT non integrano la definizione di valuta virtuale<sup>29</sup>. Preme tuttavia precisare che l'esclusione degli NFT dalla definizione di cripto valuta non esime dal considerare “*the nature of the NFT and its function in practice and not what terminology or marketing terms are used*”. Perciò – prosegue il documento del FATF – alcuni NFT che almeno *prima facie* sembrerebbe sfuggire la nozione di cripto valuta, potrebbero in realtà

---

<sup>26</sup> Come recentemente evidenziato dal FATF, d'altro canto, “differences in NFT definitions and functions across jurisdictions can present challenges in determining how to apply AML/CFT regulations in practice” (v. FATF-GAFI, *Targeted update on implementation of the FATF standards on virtual asset service providers*, giugno 2022, punto 37).

<sup>27</sup> Naturalmente discorso diverso varrebbe per gli NFT frazionabili (*fractional NFT*), dove la proprietà sul bene “non fungibile” (ad esempio, l'opera d'arte) viene “parcellizzata” e distribuita tra una molteplicità di possessori (i titolari dei *tokens*).

<sup>28</sup> Ad esempio, il FATF-GAFI aveva inizialmente precisato che “*Just as the FATF does not seek to regulate the individual users (not acting as a business) of VAs as VASPs—though recognizing that such users may still be subject to compliance obligations under a jurisdiction’s sanctions or enforcement framework—the FATF similarly does not seek to capture the types of closed-loop items that are non-transferable, non-exchangeable, and non-fungible. Such items might include airline miles, credit card awards, or similar loyalty program rewards or points, which an individual cannot sell onward in a secondary market. Rather, the VA and VASP definitions are intended to capture specific financial activities and functions (i.e., transfer, exchange, safekeeping and administration, issuance, etc.) and assets that are fungible—whether virtual-to-virtual or virtual-to-fiat*”: cfr. FATF - GAFI, *Guidance for a Risk-Based Approach to Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers*, giugno 2019, raccomandazione n. 47, reperibile su <https://www.fatf-gafi.org/publications/fatfrecommendations/documents/guidance-rba-virtual-assets.html>.

<sup>29</sup>FATF - GAFI, *Updated Guidance for a Risk-Based Approach to Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers*, FATF, giugno 2021, punto 53, consultabile su [www.fatf-gafi.org/publications/fatfrecommendations/documents/Updated-Guidance-RBA-VA-VASP.html](https://www.fatf-gafi.org/publications/fatfrecommendations/documents/Updated-Guidance-RBA-VA-VASP.html).

rientrarvi “*if they are to be used for payment or investment purposes in practice*”<sup>30</sup>. Ne consegue che un approccio funzionale sembra particolarmente confacente agli NFT, giungendo a riconoscere l’opportunità per i diversi ordinamenti di considerare l’adozione delle raccomandazioni del FATF-GAFI, caso per caso. Dose di precauzione, quest’ultima, recentemente rincarata in termini ancora più forti: “*jurisdictions should apply the FATF Standards on [crypto currencies] to NFTs in cases they perform the same function as [crypto currencies] (used for payment or investment purpose)*”<sup>31</sup>.

In linea di principio, dunque, la qualificazione degli NFT come valute virtuali sembra doversi escludere, considerando che essi non sono (*rectius*, sembrerebbero non essere nella loro configurazione d’elezione) una “rappresentazione digitale di valore” - come nel caso delle cripto valute o altri cripto-assets - ma piuttosto una rappresentazione digitale di un’idea, di un concetto o dei diritti (di proprietà intellettuale) connessi con il bene (digitale) di afferenza, ad esempio un’opera d’arte. Questi *tokens* non sono poi necessariamente destinati ad essere utilizzati come mezzo di scambio per l’acquisto di beni e servizi o per finalità d’investimento, secondo quanto richiede la ripetuta nozione dedotta nel decreto antiriciclaggio.

A prescindere dall’etichetta di infungibilità, non può mancare di ripetere che occorre sempre valutare caso per caso quale sia la funzione in concreto svolta dal *token*, trattandosi di un mezzo che comunque rimane *potenzialmente* idoneo a rappresentare digitalmente qualsiasi *asset* immateriale, diritto (o anche valore!), e *potenzialmente* capace di essere adoperato per l’acquisto di beni e servizi o per finalità d’investimento, finendo, se del caso, per giustificarne l’assoggettamento alla disciplina di prevenzione del riciclaggio. In altri termini, la geometria variabile del *token* impone all’interprete un attento scrutinio, volta per volta, dei suoi contorni giuridici; un esercizio, questo, che è però tutt’altro che agevole, soprattutto dove si consideri

---

<sup>30</sup> FATF-GAFI, *Updated Guidance for a Risk-Based Approach to Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers*, FATF, giugno 2021, *ibidem*.

<sup>31</sup>FATF-GAFI, *Targeted Update on Implementation of the FATF Standards on Virtual Assets/VASPs*, FATF, giugno 2022, reperibile su [www.fatf-gafi.org/publications/fatfrecommendations/documents/targeted-update-virtual-assets-vasps.html](http://www.fatf-gafi.org/publications/fatfrecommendations/documents/targeted-update-virtual-assets-vasps.html).

che la maggior parte dei *token* esistenti sulle piattaforme di scambio *online* si connota per avere natura ibrida<sup>32</sup>.

Della difficoltà di qualificare gli NFT – al di là del loro nome – si ha conferma pure ai fini dell’applicazione della disciplina sostanziale sui *crypto assets* contenuta nel regolamento MiCA. Nonostante, infatti, l’art. 2, par. 2a lapidariamente sancisca che il regolamento non si applica alle cripto attività che sono uniche e non fungibili con altre cripto attività, il considerando 6c apre una breccia: da un lato, dando autonoma valorizzazione ai “*fractional NFTs*”<sup>33</sup>, i quali seguono una sorte tutta loro che li “affranca” dall’ambito del MiCAR per ricondurli, eventualmente, all’assetto di regole MiFID; dall’altro, in modo molto significativo, precisando che il MiCAR si estende a ricomprendere anche a quei “crypto-assets that appear unique and not fungible, *but whose de facto features or features linked to de facto uses would make them either fungible or not unique*. In this regard, when assessing and classifying crypto-assets, competent authorities should adopt a *substance over form approach, under which the features of the asset in question should determine the qualification, not its designation by the issuer*” (enfasi aggiunta). Formulazione tanto bizzarra, quanto eloquente, nell’avvertire che la linea di demarcazione tra “ciò che è NFT” e “ciò che non è NFT” dev’essere tracciata avendo a mente le caratteristiche concrete dello strumento sotto esame e avendo pure ben chiare – questo lo aggiungiamo noi – le finalità della disciplina di settore che si sta valutando.

Tornando all’applicazione delle regole antiriciclaggio agli NFT – fermo restando quanto osservato con riguardo all’inquadramento di questi *token* quali “valuta virtuale” o meno – essa potrebbe tuttavia estendersi alle piattaforme di vendita e scambio di NFT.

---

<sup>32</sup> La circostanza per cui i *token* presentano molto spesso natura ibrida è stata subito colta, *ex multis*, da P. HACKER, C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, in *ECFR*, 2018, vol. 15, 645 ss.

<sup>33</sup> In particolare, il *considerando* 6c recita: “The fractional parts of a unique and non-fungible crypto-asset should not be considered unique and not fungible. The issuance of crypto-assets as non-fungible tokens in a large series or collection should be considered as an indicator of their fungibility. The sole attribution of a unique identifier to a crypto-asset is not sufficient to classify it as a unique or not fungible. The assets or rights represented should also be unique and not fungible for the crypto-asset to be considered unique and not fungible”.

Si ricordi, infatti, che i cosiddetti VASP forniscono “a terzi, su base professionale, servizi (compresi i servizi *online*) funzionali all’uso, allo scambio e alla conservazione di “valuta virtuale”, nonché al loro cambiamento da o in valute fiat o beni digitali, [...] nonché all’emissione, offerta, trasferimento, compensazione e qualsiasi altro servizio funzionale all’acquisizione, negoziazione o intermediazione nello scambio di tali valute”. Si tratta, in tutta evidenza, di una formulazione capace di incorporare un’ampia casistica, che prescinde della qualificazione o meno degli NFT come “valuta virtuale”. In questo contesto, potrebbe addirittura domandarsi se il venditore di un NFT o un *market place*, i quali, nel contesto dell’esercizio delle loro attività svolte professionalmente, accettassero e ricevessero monete virtuali a fronte degli NFT ceduti, stia prestando un servizio funzionale all’utilizzo, allo scambio, alla conservazione di valuta virtuale e alla loro conversione da ovvero in valute aventi corso legale o in rappresentazioni digitali di valore, ovvero “qualsiasi altro servizio funzionale all’acquisizione, negoziazione o intermediazione nello scambio di tali valute”<sup>34</sup>.

In questo clima di incertezza circa la qualificazione degli NFT ai fini antiriciclaggio, merita infine invitare a riflettere sulla possibile applicazione degli adempimenti previsti dalla disciplina in parola allorché il token possa essere considerato come “opera d’arte”, giacché il d.lgs. n. 231/2007 – come modificato dal più volte richiamato d.lgs. n. 125/2019 di recepimento della V Direttiva – ha ampliato l’ambito soggettivo a ricomprendere anche: i) i soggetti che esercitano attività di commercio di cose antiche, ii) i soggetti che esercitano il commercio di opere d’arte o che agiscono in qualità di intermediari nel commercio delle medesime opere, anche quando tale attività è effettuata da gallerie d’arte o case d’asta di cui all’articolo 115 TULPS qualora il valore dell’operazione, anche se frazionata o di operazioni collegate sia pari o superiore a 10.000 euro; e iii) i soggetti che conservano o commerciano opere d’arte ovvero che agiscono da intermediari nel commercio delle stesse, qualora tale attività è effettuata

---

<sup>34</sup> Ancorché con riferimento alle *Initial Coin Offerings*, si vedano le riflessioni sviluppate da C. SANDEI, *L’offerta iniziale di cripto-attività*, Torino, 2022, 152, in particolare con riferimento alla rilevanza della nozione di “prestazione professionale” ai fini dell’applicabilità della disciplina antiriciclaggio alla prestazione di servizi connessi con le cripto attività.

all'interno di porti franchi e il valore dell'operazione, anche se frazionata, o di operazioni collegate sia pari o superiore a 10.000 euro (cfr., rispettivamente, art. 3, co. 5, lett. b) e c), d.lgs. n. 231/2007). In questa prospettiva interpretativa, pertanto, non è dato escludersi che le regole antiriciclaggio possano riguardare gli NFT in ragione del regime che trova oggi applicazione per gli operatori del mercato dell'arte.

#### 4. Operatori in cripto e Sezione speciale del Registro OAM.

I dubbi circa il regime regolamentare applicabile agli NFT vengono ulteriormente alimentati dalla recente introduzione del decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze 13 gennaio 2022, recante le “modalità e la tempistica con cui i prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale e i prestatori di servizi di portafoglio digitale sono tenuti a comunicare la propria operatività sul territorio italiano” (di seguito, per brevità, “Decreto MEF”).

Il Decreto MEF è attuativo dell'art. 17-*bis*, co. 8-*ter*, del d.lgs. n. 141/2010, introdotto, unitamente al co. 8-*bis*, dall'art. 8, co. 1, del richiamato d.lgs. n. 90/2017, nell'ambito del recepimento della IV Direttiva antiriciclaggio (e successivamente novellato dal citato d.lgs. n. 125/2019). In particolare, con il co. 8-*bis* dell'art. 17-*bis* è stata estesa ai prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale e ai prestatori di servizi di portafoglio digitale la disciplina dettata dal medesimo articolo per i cambiavalute, ivi compreso l'obbligo di iscrizione in una apposita sezione speciale del registro dei cambiavalute tenuto dall'OAM (la sezione speciale del registro OAM è operativa dal 16 maggio scorso)<sup>35</sup>. Nell'ottica di garantire un efficiente popolamento della predetta sezione speciale del registro, il co. 8-*ter* ha demandato al succitato Decreto MEF, da una parte, la definizione delle modalità e della tempistica con cui i prestatori di servizi relativi all'utilizzo di

---

<sup>35</sup> Cfr. anche la Relazione illustrativa al Decreto in parola. Per approfondimenti circa gli obblighi di registrazione nella sezione speciale del registro OAM, v. E. PEDERZINI, *La tracciabilità dei movimenti finanziari: anonimato e pseudoanonimato*, in M. CIAN - C. SANDEI (a cura di), *Diritto del Fintech*, Padova, 2020, 122 s.; G.J. SICIGNANO, *Gli obblighi antiriciclaggio degli operatori in moneta virtuale: verso l'autocertificazione per gli utenti della blockchain?*, in *Diritto Penale Contemporaneo – Riv. Trim.* –, 2020, 4, 90 ss.; ID., *I modelli di comportamento dell'ente nel riciclaggio mediante criptovalute*, in *Società*, 2021, 1271 ss.

valuta virtuale e i prestatori di servizi di portafoglio digitale sono tenuti a dare comunicazione della propria operatività in Italia nonché, dall'altra parte, la definizione delle forme di cooperazione tra il Ministero dell'Economia e delle Finanze e le forze di polizia, idonee a interdire l'erogazione dei servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale da parte dei prestatori che non ottemperino all'obbligo di comunicazione.

Si presti attenzione, giacché, a rigore, “la comunicazione costituisce condizione essenziale per l'esercizio legale dell'attività da parte dei suddetti prestatori” (cfr. art. 17-*bis*, co. 8-*ter*, d.lgs. n. 241/2010). Inoltre, lo stesso Decreto MEF ribadisce che siamo di fronte ad un regime di riserva di attività (“l'esercizio sul territorio italiano dei servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale o di portafoglio digitale è riservato ai soggetti iscritti nella sezione speciale del registro”: cfr. art. 3). Ne consegue che la prestazione in Italia di servizi relativi alle valute virtuali da parte di soggetti non iscritti dovrebbe pertanto considerarsi abusiva.

Anche in questo contesto, come in quello relativo alla disciplina antiriciclaggio, non vi è alcun espresso riferimento agli NFT. Tuttavia, tale parallelismo tra discipline può essere mantenuto e osservazioni analoghe a quelle già formulate possono essere espresse anche per l'applicazione a questa tipologia di *tokens* del regime relativo al Decreto MEF.

Infatti, l'intervento regolamentare in esame potrebbe sembrare votato ad integrare la disciplina antiriciclaggio o quanto meno, senza dubbio, destinato ad “appoggiarsi” ad essa – ancorché, si noti, non v'è indice esplicito in tal senso – sia, banalmente, per le sue origini (promana infatti dall'atto legislativo di recepimento della IV Direttiva antiriciclaggio, come poc'anzi detto), sia, sostanzialmente, per l'impostazione e l'assetto generale delle regole, imperniate intorno alle medesime nozioni adoperate nel decreto antiriciclaggio (ancorché non attraverso la tecnica del rinvio). In effetti, ai fini della sua applicazione, il Decreto MEF apre proponendo una serie di definizioni – per quanto qui di interesse, “valuta virtuale”, “prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale” e “prestatori di servizi di portafoglio digitale” - che, in vero, riproducono quelle contenute nel d.lgs. n.

231/2007<sup>36</sup>. Da qui, le medesime riserve manifestate poc' anzi con riguardo alla nozione di “valuta virtuale” trovano conferma anche per la disciplina del registro OAM e per le relative incombenze informative. Analogamente, qualche spazio può invece intravedersi per quanto riguarda l'amplessima definizione di prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale si intende, sulla scorta delle argomentazioni sviluppate commentando la disciplina contenuta nel d.lgs. n. 231/2007 (anche in questa sede qualificati come “ogni persona fisica o soggetto diverso da persona fisica che fornisce a terzi, a titolo professionale, anche online, servizi funzionali all'utilizzo, allo scambio, alla conservazione di valuta virtuale e alla loro conversione da ovvero in valute aventi corso legale o in rappresentazioni digitali di valore, ivi comprese quelle convertibili in altre valute virtuali nonché i servizi di emissione, offerta, trasferimento e compensazione e ogni altro servizio funzionale all'acquisizione, alla negoziazione o all'intermediazione nello scambio delle medesime valute”).

Il Decreto MEF fornisce però in più una descrizione dettagliata dei servizi cui si applicano gli obblighi di registrazione in discussione (v. Allegato 2 al Decreto). Si tratta, segnatamente, di: “servizi funzionali all'utilizzo e allo scambio di valute virtuali e/o alla loro conversione da ovvero in valute aventi corso legale o in rappresentazioni digitali di

---

<sup>36</sup> D'altro canto, mette conto ricordare che l'art. 47, par. 1, della IV Direttiva antiriciclaggio – come modificata, anche sulla scorta delle indicazioni fornite dal FATF-GAFI, dalla V Direttiva oggi prevede che “gli Stati membri assicurano che i prestatori di servizi di cambio tra valute virtuali e valute legali, e i prestatori di servizi di portafoglio digitale siano registrati, che i cambiavalute e gli uffici per l'incasso di assegni e i prestatori di servizi relativi a società o trust ottengano una licenza o siano registrati e che i prestatori di servizi di gioco d'azzardo siano regolamentati” (enfasi aggiunta).

Dunque, in un contesto ad oggi ancora fortemente caratterizzato da eterogeneità regolamentare e frammentarietà di trattamento delle *crypto currencies*, i requisiti richiesti per i prestatori di servizi connessi con le cripto valute dal d.lgs. n. 141/2010 e dalle norme applicative del Decreto MEF sembrerebbero poter afferire – sia pur permanendo qualche legittima incertezza sul punto – al campo della disciplina antiriciclaggio. Se non altro, tale collocazione potrebbe forse agevolare il superamento di eventuali censure di chi intravedesse nelle misure adottate in Italia un ostacolo alla libera circolazione di beni e servizi, sulla scorta della notissima e consolidata giurisprudenza – sia consentito scomodare addirittura *Cassis de Dijon* – posta a baluardo del mutuo riconoscimento e, quindi, del funzionamento del mercato unico europeo.

valore, ivi comprese quelle convertibili in altre valute virtuali; servizi di emissione, offerta di valute virtuali; servizi trasferimento e compensazione in valute virtuali; ogni altro servizio funzionale all’acquisizione, alla negoziazione e o all’intermediazione nello scambio di valute virtuali (es. esecuzione, ricezione, trasmissione di ordini relativi a valute virtuali per conto di terze parte, servizi di collocamento di valute virtuali, servizi di consulenza su valute virtuali); servizi di portafoglio digitale<sup>37</sup>. Nonostante la classificazione di cui all’Allegato 2 al Decreto sia fornita ai fini degli obblighi di comunicazione all’OAM (v. art. 3 “Comunicazione dei prestatori di servizi relativi all’utilizzo di valuta virtuale e di servizi di portafoglio digitale”, co. 4, lett. a) (per le persone fisiche), lett. b) (per le persone giuridiche), n. 9 (“la comunicazione contiene [...] l’indicazione della tipologia di servizio prestato tra quelli elencati nell’allegato 2 del presente decreto, che ne costituisce parte integrante”), essa sembra tuttavia assumere una notevole rilevanza per meglio delimitare il campo di applicazione delle norme introdotte dal decreto stesso, giacché ricomprende di fatto i servizi relativi alle valute virtuali che determinano l’applicazione degli obblighi di iscrizione nella sezione speciale del registro. L’elenco riportato nel decreto MEF in parte riprende gli orientamenti emanati dal GAFI/FATF a livello internazionale ai fini antiriciclaggio e in parte anticipa, se così si può dire, la classificazione adoperata dal menzionato Regolamento MiCA – ovviamente a tutt’altri fini, si badi bene! - per i “fornitori di servizi per le cripto-attività”<sup>38</sup>.

---

<sup>37</sup> Nella relazione illustrativa al Decreto VASP si precisa che la mera attività di emissione di valute virtuali non è di per sé sufficiente a rendere applicabili gli obblighi di registrazione all’OAM, qualora l’attività non sia accompagnata dall’esercizio a titolo professionale per conto della clientela di uno o più servizi relativi all’utilizzo di valute virtuali e/o di portafoglio digitale.

<sup>38</sup> Cfr. anche l’art. 3 del MiCAR (dedicato alle “definizioni”), dove si specifica che fornitore di servizi per le cripto-attività è “qualsiasi persona la cui occupazione o attività consiste nel prestare a terzi uno o più servizi per le cripto-attività su base professionale”, e servizio per le cripto-attività rappresenta “qualsiasi servizio e attività elencati in appresso in relazione a qualsiasi cripto-attività: (a) la custodia e l’amministrazione di cripto-attività per conto di terzi; (b) la gestione di una piattaforma di negoziazione di cripto-attività; (c) lo scambio di cripto-attività con una moneta fiduciaria avente corso legale; (d) lo scambio di cripto-attività con altre cripto-attività; (e) l’esecuzione di ordini di cripto-attività per conto di terzi; (f) il

5. (cenni) *Le recenti iniziative di riforma dell'assetto di regole e controlli antiriciclaggio europeo.*

Oltre ai richiamati interventi di aggiornamento della disciplina europea in virtù della IV e V Direttiva, la materia antiriciclaggio è in procinto di subire nei prossimi anni una più profonda rivisitazione che porterà a rivederne l'assetto tanto istituzionale quanto sostanziale. Si tratta di un'esigenza di rinnovo emersa anche in reazione ad una serie di scandali che hanno evidenziato la necessità di rafforzare l'architettura dei controlli<sup>39</sup>, e in risposta ai frequenti moniti levati dalle autorità di supervisione – si pensi, ad esempio, alla *Comunicazione della Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività*<sup>40</sup> del 15 giugno 2022 – con più generale riferimento all'operatività in cripto attività.

---

collocamento di cripto-attività; (f bis) il trasferimento di cripto-attività; (g) la ricezione e trasmissione di ordini di cripto-attività per conto di terzi; (h) prestazione di consulenza sulle cripto-attività; (h bis) lo scambio di cripto-attività con strumenti finanziari; (h ter) la fornitura di gestione di portafoglio sulle cripto-attività; (h quater) la prestazione del servizio di gestione di portafogli”.

<sup>39</sup> A. MINTO, N.S. RASMUSSEN, *Approaching the Danske Bank Scandal in a “Tragedy of the Commons” Perspective: Implications for Anti-Money Laundering Institutional Design and Regulatory Reforms in Europe*, in *ECFR*, 2022, vol. 19, no. 2, 305 ss.

<sup>40</sup> La Banca d'Italia ha infatti pubblicato una comunicazione rivolta ad utenti, intermediari, fornitori tecnologici, gestori di schemi, infrastrutture e prestatori di servizi di portafogli digitali che operano nell'ambito di ecosistemi di cripto-attività al fine di: (i) richiamare l'attenzione di tali operatori tanto sulle opportunità quanto sui rischi connessi con l'uso delle tecnologie nella finanza e con le attività e i servizi relativi alle cripto-attività; (ii) evidenziare alcuni profili rilevanti per la definizione, da parte dei predetti operatori, di presidi volti ad attenuare i rischi connessi con l'impiego delle tecnologie decentralizzate e/o con l'operatività in cripto-attività. Per quanto in particolare concerne i profili AML-CFT, merita evidenziare che l'Autorità di Vigilanza ha richiamato l'attenzione su: (i) la forte opacità degli scambi e degli assetti proprietari di gran parte degli operatori e degli schemi della specie; (ii) il rischio di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo tra quelli più rilevanti connessi all'operatività in esame; (iii) l'esigenza per le banche che vogliono approcciarsi, con vari ruoli, al comparto delle cripto-attività di dedicare particolare attenzione all'adeguato presidio dei rischi di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo connessi a tale operatività – incluso il rischio di elusione di sanzioni internazionali – anche per i collegati aspetti di rischio reputazionale e legale, tenuto anche conto. Prime preoccupazioni erano già state espresse in altre occasioni: cfr., *ex multis*, gli Orientamenti EBA relativi ai fattori di rischio di ML/TF (EBA/GL/2021/02); la

In questa prospettiva, il 20 luglio 2021 la Commissione Europea ha presentato la proposta di riforma del sistema antiriciclaggio e contrasto del terrorismo, la quale si articola in una serie di interventi, segnatamente: *i*) la VI Direttiva antiriciclaggio<sup>41</sup>; *ii*) il regolamento istitutivo di un'autorità europea per la lotta contro il riciclaggio e il finanziamento del terrorismo (*Anti-Money Laundering Authority* o AMLA)<sup>42</sup>; *iii*) il regolamento contenente alcune norme in materia antiriciclaggio e di contrasto del terrorismo direttamente applicabili, anche in relazione all'adeguata verifica della clientela e della titolarità effettiva; *iv*) una revisione del regolamento del 2015 sui trasferimenti di fondi ai fini del tracciamento dei trasferimenti di cripto attività<sup>43</sup>.

Le misure “perfezionano l'attuale quadro normativo dell'UE, adeguandolo alle sfide nuove ed emergenti legate all'innovazione tecnologica, come le valute virtuali, la maggiore integrazione dei flussi finanziari nel mercato unico e la natura globale delle organizzazioni terroristiche. Queste proposte contribuiranno a creare un quadro molto più coerente per agevolare la conformità degli operatori soggetti alle norme AML/CFT, in particolare quelli che operano a livello transfrontaliero” (enfasi aggiunta)<sup>44</sup>. A ben vedere, però, nelle diverse proposte legislative, ed in particolare in quelle che vanno ad incidere sui profili sostanziali, non si ravvisa nessun tipo di riferimento agli NFT, neppure a livello di considerando.

In parallelo, il legame tra tenuta dei controlli antiriciclaggio e nuove sfide sollevate dalla cripto-economia trova conferma pure nella emananda disciplina sostanziale delle cripto attività, ovverosia nella

---

Comunicazione della UIF sull'“Utilizzo anomalo di valute virtuali” del maggio 2019; la Comunicazione della UIF sulla “Prevenzione del finanziamento del terrorismo internazionale” dell'aprile 2016; il Rapporto finale della Consob, “le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività”, del 2 gennaio 2020.

<sup>41</sup> COM(2021) 423 *final*.

<sup>42</sup> COM(2021) 421 *final*. Per una prima puntuale analisi delle implicazioni derivanti dall'istituzione di un'autorità europea antiriciclaggio, v. A. URBANI, *Verso la centralizzazione della supervisione antiriciclaggio?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, suppl. al n. 1, 172 ss.

<sup>43</sup> Reg. (UE) n. 2015/847.

<sup>44</sup> Così, il Comunicato Stampa della Commissione Europea, *Sconfiggere la criminalità finanziaria: la Commissione riesamina le norme contro il riciclaggio e il finanziamento del terrorismo*, 20 luglio 2021 reperibile su [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip\\_21\\_3690](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip_21_3690).

proposta di regolamento concernente il *Market in Crypto Assets* (MiCA) di cui si è raggiunto recentissimamente l'accordo politico tra Commissione, Consiglio e Parlamento europei<sup>45</sup>. Infatti, è interessante notare che la proposta di regolamento MiCA integrata con le modifiche avanzate dal Parlamento europeo ha optato per l'"allargamento" dell'art. 1 concernente gli obiettivi e l'ambito di applicazione, con l'inserimento della lettera *e-bis*), la quale espande il novero di materie coperte dal regolamento anche alle "misure volte ad evitare l'uso improprio delle cripto-attività a fini illeciti per proteggere il mercato interno dai rischi connessi al riciclaggio, al finanziamento del terrorismo e ad altre attività criminali".<sup>46</sup>

---

<sup>45</sup> L'intervento normativo in esame prende le mosse, di fondo, dai moniti sollevati verso la fine del 2018 dall'Autorità europea dei mercati finanziari (ESMA) circa le criticità connesse con quei *token* non qualificabili come "strumenti finanziari" o "prodotti di investimento" e, pertanto, non rientranti nella sfera d'applicazione della disciplina sui servizi di investimento (cfr. ESMA, *The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets*, 2017; ESMA, *Advice- Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 2019; tale approccio appare in linea con il Rapporto finale elaborato della Consob nel 2019, là dove si evidenziava la necessità di compiere un "esercizio definitorio...al di fuori del perimetro degli strumenti finanziari e dei prodotti di investimento" al fine di introdurre "un'autonoma categoria": v. CONSOB, *Le offerte iniziali e gli scambi di criptoattività*, 19 marzo 2019, disponibile sul sito [https://www.consob.it/documents/46180/46181/doc\\_disc\\_20190319.pdf/64251cef-d363-4442-9685-e9ff665323cf](https://www.consob.it/documents/46180/46181/doc_disc_20190319.pdf/64251cef-d363-4442-9685-e9ff665323cf)). Per maggiori dettagli, cfr. D. A. ZETZSCHE, F. ANNUNZIATA, D. W. ARNER, R. P. BUCKLEY, *The Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA) and the EU Digital Financial Strategy*, in *EBI Working Paper Series*, 2020; V. LEMMA, "Banking" e "shadow banking" al tempo del Covid-19: riflessioni nella prospettiva del "Market" in "Crypto-Assets (MiCA)" in questa *Rivista*, 2020, I, 851 ss.

<sup>46</sup> Sull'importanza del coordinamento tra comparti disciplinari, v. il *considerando* n. 8, il quale specifica che "Qualsiasi legislazione adottata nel settore delle cripto-attività dovrebbe essere specifica, pronta alle sfide del futuro e in grado di stare al passo con l'innovazione e gli sviluppi tecnologici. Le "cripto-attività" e la "tecnologia di registro distribuito" dovrebbero pertanto essere definite nel modo più ampio possibile, in modo tale da comprendere tutti i tipi di cripto-attività che attualmente non rientrano nell'ambito di applicazione della legislazione dell'Unione in materia di servizi finanziari. Tale legislazione dovrebbe inoltre contribuire all'obiettivo riguardante la lotta contro il riciclaggio di denaro e il finanziamento del terrorismo. Qualsiasi definizione di "cripto-attività" dovrebbe pertanto corrispondere alla definizione di "attività virtuali" contenuta nelle raccomandazioni del Gruppo di azione finanziaria internazionale (GAFI). Per lo stesso motivo, qualsiasi elenco di servizi per le cripto-attività dovrebbe comprendere anche i servizi relativi alle attività

Tale legame ci sembra ulteriormente confermato dal fatto che la proposta di regolamento relativo alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo (COM(2021) 420 final), non verterà più – come attualmente accade invece per la IV Direttiva antiriciclaggio – su una definizione di cripto valuta e di prestatore di servizi connessi con le cripto valute elaborate ai fini di questa disciplina, bensì adotterà, per rinvio, quanto previsto dalla MiCAR con riferimento alle cripto attività ed ai fornitori di servizi per le cripto attività. Più nel dettaglio, infatti, all'art. 2, par. 1, i nn. 13) e 14) prevedono rispettivamente che, ai fini del presente regolamento si applicano le definizioni seguenti: i) cripto-attività: “cripto-attività quale definita all'articolo 3, paragrafo 1, punto 2, del regolamento [MiCAR], tranne quando rientra nelle categorie di cui all'articolo 2, paragrafo 2, di tale regolamento o non è altrimenti qualificata come fondi<sup>47</sup>; ii) fornitore di servizi per le cripto-attività: “fornitore di servizi per le cripto-attività quale definito all'articolo 3, paragrafo 1, punto 8, del regolamento [MiCA], se presta uno o più servizi per le cripto-attività quali definiti all'articolo 3, paragrafo 1, punto 9, di tale regolamento”<sup>48</sup>.

Sempre in questa direzione di dialogo e coordinamento tra comparti disciplinari, i colegislatori hanno inoltre convenuto sull'urgenza di garantire la tracciabilità dei trasferimenti di cripto attività. Sempre nell'ambito del richiamato “pacchetto” di riforme proposto dalla Commissione per la disciplina antiriciclaggio, mette conto valorizzare, allora, l'estensione dell'ambito di applicazione del Regolamento (UE) n. 2015/847 riguardante i dati informativi che accompagnano i trasferimenti di fondi per includere i trasferimenti di cripto attività effettuati dai prestatori di servizi per le cripto attività in aggiunta alle attuali disposizioni sul trasferimento di fondi<sup>49</sup>. Infatti, l'attuale

---

virtuali che potrebbero sollevare preoccupazioni in materia di riciclaggio di denaro e che sono identificati come tali dal GAFI”.

<sup>47</sup> In base all'ultima versione disponibile della proposta di Regolamento, per cripto attività si intende “una rappresentazione digitale di un valore o un diritto che utilizza la crittografia a scopo di sicurezza e si presenta sotto forma di moneta o token o qualsiasi altro supporto digitale e che può essere trasferito e memorizzato elettronicamente, utilizzando la tecnologia di registro distribuito o una tecnologia analoga”.

<sup>48</sup> Cfr. nota n. 38.

<sup>49</sup> Cfr. altresì la Relazione introduttiva alla proposta di revisione del Regolamento in discussione, dove si rileva che “La presente proposta prende come punto di partenza

Regolamento (UE) n. 2015/847 – nel rinviare all’art. 4, punto 15) della Direttiva 2007/64/CE sui servizi di pagamento – si applica oggi esclusivamente al trasferimento di “fondi”, definiti come “banconote e monete, moneta scritturale e moneta elettronica”, mancando così di ricomprendere le cripto attività. La revisione del regolamento in parola interviene tra le altre cose proprio sull’ambito di applicazione, sicché l’art. 2, par. 1 prevede che “il presente regolamento si applica ai trasferimenti di fondi in qualsiasi valuta o di cripto-attività, inviati o ricevuti da un prestatore di servizi di pagamento, da un prestatore di servizi per le cripto-attività o da un prestatore intermediario di servizi di pagamento stabilito nell’Unione”. L’art. 3, par. 1, n. 10 della proposta definisce trasferimento di cripto attività come “un’operazione effettuata almeno parzialmente per via elettronica per conto di un cedente da un prestatore di servizi per le cripto-attività, allo scopo di mettere le cripto-attività a disposizione del cessionario mediante un prestatore di servizi per le cripto-attività, indipendentemente dal fatto

---

l’attuale Reg. (UE) 2015/847, del 20 maggio 2015, riguardante i dati informativi che accompagnano i trasferimenti di fondi e che abroga il Reg. (CE) n. 1781/2006, modificato dal Reg. (UE) 2019/2175 del 18 dicembre 2019. La presente proposta deve essere considerata come parte di un pacchetto congiuntamente con le altre proposte legislative che la accompagnano, pienamente coerenti tra loro. La presente proposta è coerente con le ultime modifiche apportate alle raccomandazioni del Gruppo d’azione finanziaria internazionale (GAFI), in particolare per quanto riguarda l’estensione dell’ambito di applicazione delle prescrizioni in materia di AML/CFT ai fornitori di servizi di attività virtuali e all’attenuazione dei rischi derivanti dalla loro attività. Pertanto, i prestatori di servizi di pagamento che partecipano ai trasferimenti di fondi hanno già l’obbligo, da diversi anni, di accompagnare i loro trasferimenti di fondi con dati informativi sul mittente e sul destinatario di ciascun trasferimento e di tenere tali dati informativi a disposizione delle autorità competenti. Tali obblighi di condivisione dei dati informativi nel contesto dei trasferimenti elettronici sono spesso definiti a livello internazionale come “regola di viaggio”, attuata nell’ambito del diritto dell’Unione mediante il Reg. (UE) 2015/847. Negli ultimi anni le crescenti preoccupazioni in merito ai rischi di riciclaggio e finanziamento del terrorismo connessi alle attività virtuali hanno portato gli organismi internazionali di normazione e in particolare il GAFI a decidere di allineare il regime di trasparenza già elaborato per i prestatori di servizi di pagamento per il trasferimento di fondi ai prestatori di servizi di attività virtuali che effettuano i trasferimenti di attività virtuali. La presente proposta mira a introdurre queste nuove prescrizioni per i prestatori di servizi di attività virtuali nel diritto dell’UE, imponendo a tali soggetti l’obbligo di raccogliere e rendere accessibili i dati relativi ai cedenti e ai cessionari dei trasferimenti di attività virtuali o cripto-attività da essi effettuati”.

che il cedente e il cessionario siano il medesimo soggetto e che il prestatore di servizi per le cripto-attività del cedente e quello del cessionario coincidano”.

Lo scorso 29 giugno, i negoziatori della presidenza del Consiglio e del Parlamento europeo hanno condotto ad un accordo provvisorio sulla proposta relativa all’aggiornamento delle norme sulle informazioni che accompagnano i trasferimenti di fondi, estendendo l’ambito di applicazione della c.d. “*travel rule*” anche ai trasferimenti di cripto attività<sup>50</sup>, coerentemente con le raccomandazioni 15 e 16 del FATF-GAFI. L’esito di tale intervento sarà l’introduzione dell’obbligo per i prestatori di servizi per le cripto attività di raccogliere e rendere accessibili determinate informazioni relative al cedente e al cessionario dei trasferimenti di cripto attività da essi effettuati (in virtù anche dell’implementazione di politiche, procedure e controlli interni adeguati). Ciò garantirà la tracciabilità dei trasferimenti di cripto-attività in modo da poter individuare con maggiore precisione le eventuali operazioni sospette e bloccarle.

Si presti ancora attenzione al fatto che la proposta di modifiche al regolamento in parola si basa sulla nozione di cripto attività dedotta nella proposta di regolamento MiCA (cfr. art. 3, par. 1, n. 15 che rinvia all’art. 3, par 1, n. 2, del MiCAR) e non già alla nozione di cripto valuta concepita ed adoperata a fini antiriciclaggio (cfr. la più volte richiamata definizione *ex art.* 3, par. 1, n. 18), della IV Direttiva antiriciclaggio).

Nonostante le riforme – di matrice sia istituzionale che di diritto sostanziale – della disciplina antiriciclaggio non paiano prendere una posizione precisa sul tema degli NFT e del loro inquadramento giuridico ai fini di questa materia, non è revocabile in dubbio che le linee evolutive dell’assetto di regole di prevenzione del riciclaggio vadano nella direzione di coordinarsi con la disciplina sostanziale finanziaria, in particolare con l’emanando MICAR. Sembra un passo importante per allestire un impianto sistematico di regole che inquadri, sia pur con le diversità di prospettiva e finalità proprie di ciascun specifico comparto disciplinare, la fenomenologia delle cripto attività e

---

<sup>50</sup> Segnatamente, il nuovo accordo prevede che l’insieme completo di informazioni sul cedente viaggi con il trasferimento delle cripto-attività, indipendentemente dall’importo delle cripto-attività oggetto della transazione.

scongiuri – finalmente – l’incertezza che da troppo tempo aleggia intorno a questo mercato.

## 6. Conclusioni.

Nonostante il crescente successo degli NFT abbia indotto *policy-makers* e molteplici autorità di supervisione a manifestare preoccupazione per il loro potenziale utilizzo per finalità illecite, l’attuale disciplina antiriciclaggio - pure all’esito degli aggiornamenti che a più riprese hanno inteso mantenere le regole al passo con la digitalizzazione della finanza - non affronta direttamente la loro sorte.

La normativa europea, e di conseguenza quella domestica (ancorché quest’ultima con alcune sue peculiarità degne di nota), hanno piuttosto elaborato la nozione di “valuta virtuale” i cui contorni, per quanto connotati da margini di flessibilità idonei a “catturare” una vasta fenomenologia di *asset* digitali, non parrebbe, di per sé, capace di estendersi anche agli NFT. Questi *tokens*, infatti, a differenza delle cripto valute o di altri *crypto-assets*, non sono in linea di principio concepiti per essere una “rappresentazione digitale di valore” e non sono destinati ad essere utilizzati come mezzo di scambio per l’acquisto di beni e servizi o per finalità d’investimento”; piuttosto, gli NFT dovrebbero essere – nella loro configurazione d’elezione, si badi bene – una rappresentazione digitale di un’idea, di un concetto o dei diritti (di proprietà intellettuale) connessi con il bene (digitale) di afferenza, ad esempio un’opera d’arte. A prescindere dall’etichetta di infungibilità, occorre tuttavia sempre valutare caso per caso quale sia la funzione in concreto svolta dal *token*, trattandosi di un mezzo che comunque rimane *potenzialmente* idoneo a rappresentare digitalmente qualsiasi *asset* immateriale, diritto (o anche valore!), e *potenzialmente* capace di essere adoperato per l’acquisto di beni e servizi o per finalità d’investimento, finendo, se del caso, per giustificarne l’assoggettamento alla disciplina di prevenzione del riciclaggio.

In altri termini, la geometria variabile dei *token* impone all’interprete un attento scrutinio, volta per volta, dei suoi contorni giuridici; un esercizio, questo, che è però tutt’altro che agevole, soprattutto dove si consideri che la maggior parte dei *token* esistenti sulle piattaforme di scambio *online* si connota per avere natura ibrida

Di là delle criticità connesse con la qualificazione ai fini antiriciclaggio degli NFT in quanto tali, l'eventuale applicazione di questa disciplina e dei relativi adempimenti potrebbe comunque riguardare piattaforme di vendita e scambio di NFT che vengono acquistati o scambiati tramite cripto valute (facendo così scattare gli obblighi antiriciclaggio previsti per i prestatori di servizi connessi con l'utilizzo di cripto valute). Per altra via, non deve mancare di valorizzare il recente allargamento della cerchia dei soggetti obbligati agli operatori del mercato dell'arte; intervento, questo, che consentirebbe alle maglie della disciplina di intercettare tutta una serie di situazioni connesse con l'utilizzo di NFT.

A fronte di tali incertezze, nemmeno le recenti tendenze evolutive di matrice europea della materia sembrano offrire utili spunti per agevolare l'opera dell'interprete, il quale, fintantoché non sarà presa una posizione chiara dal legislatore (in virtù di un intervento dedicato al "trattamento" specifico di questi *tokens*) o dalla giurisprudenza, continuerà a muoversi su un terreno insidioso.

## **Nullità di protezione, decreto ingiuntivo non opposto e giudicato implicito**

**SOMMARIO:** 1. Le sentenze della Corte di giustizia *Banco di Desio* e *SPV Project* e le ordinanze di rinvio del giudice italiano – 2. La tenuta del giudicato civile nazionale al cospetto del diritto eurounitario: il decreto ingiuntivo non opposto crea soltanto una preclusione *pro iudicato* – 3. L’adattamento del rito monitorio italiano ai principi enunciati dalla Corte di giustizia – 4. Le modalità di esercizio del rilievo officioso da parte del giudice dell’esecuzione e i rimedi di cognizione invocabili dal consumatore ingiunto e dal creditore precedente.

### *1. Le sentenze della Corte di giustizia, Banco di Desio e SPV Project e le ordinanze di rinvio del giudice italiano*

Al centro delle riflessioni che seguono si collocano quattro pronunce della Corte di giustizia, emesse il 17 maggio 2022, una delle quali resa in risposta a due rinvii pregiudiziali, poi riuniti, provenienti da uno stesso giudice italiano: il riferimento è alla causa C-693/19 (*Banco di Desio*), e a quella C-831/19 (*SPV Project 1503 S.r.l. c. Dobank S.p.a.*)<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> C. Giust. UE, 17 maggio 2022, cause riunite C-693/19 e C-831/19, ECLI:EU:C:2022:395.

Le altre tre pronunce prendono le mosse da due rinvii pregiudiziali spagnoli (C-600/19 *Ibercaja Banco*, ECLI:EU:C:2022:394; C-869/19 *Unicaja Banco*, ECLI:EU:C:2022:397) e da uno rumeno (C-725/19 *Impuls Leasing România*, ECLI:EU:C:2022:396).

La decisione resa sui due rinvii pregiudiziali italiani è già stata oggetto di riflessione da parte di E. D’ALESSANDRO, *Il decreto ingiuntivo non opposto emesso nei confronti del consumatore dopo Corte di Giustizia, grande sezione, 17 maggio 2022 (cause riunite C-693/19 e C-381/19, causa C-725/19, causa C-600/19 e causa C-869/19): in attesa delle Sezioni Unite*, in [www.iudicium.it](http://www.iudicium.it); S. CAPORUSSO, *Decreto ingiuntivo non opposto e protezione del consumatore: la certezza arretra di fronte all’effettività*, in *Giur. it.*, 2022, 2117; M. STELLA, *Il procedimento monitorio nella curvatura delle nullità di protezione consumeristiche*, *ivi*, 2126; F. DE STEFANO, *La Corte di Giustizia sceglie tra tutela del consumatore e certezza del diritto. Riflessione sulle sentenze del 17 maggio 2022 della Grande Camera della CGUE*, in [www.giustiziaisieme.it](http://www.giustiziaisieme.it); F. MARCHETTI, *Note a margine di Corte di Giustizia UE, 17 maggio 2022 (cause riunite C-693/19 e C-831/19), ovvero quel che resta del brocardo “res iudicata pro veritate habetur” nel caso di ingiunzioni a consumatore non opposte*, in [www.iudicium.it](http://www.iudicium.it); N. MINAFRA, *L’autorità di giudicato del decreto ingiuntivo non*

Si tratta di quattro decisioni rilevanti tanto se esaminate nell’ottica del sostanzialista – nella misura in cui quelle sentenze tornano sul concetto di clausola abusiva e sulla nozione di consumatore<sup>2</sup> – quanto (e forse soprattutto) se indagate dalla prospettiva del processualista, che qui intendo assumere.

Questo è il principio che si legge nella sentenza resa a valle dei rinvii pregiudiziali italiani: è contraria alla normativa europea (in particolare, agli artt. 6, par. 1 e 7 della Dir. 93/13/CEE, concernente le clausole abusive nei contratti conclusi con i consumatori), “una normativa nazionale (come quella italiana) che prevede che qualora un decreto ingiuntivo emesso da un giudice su domanda di un creditore non sia stato oggetto di opposizione proposta dal debitore, il giudice dell’esecuzione non possa - per il motivo che l’autorità di cosa giudicata di tale decreto ingiuntivo copre implicitamente la validità delle clausole del contratto che ne è alla base, escludendo qualsiasi esame della loro validità - successivamente controllare l’eventuale carattere abusivo di tali clausole”.

Detto altrimenti: il giudice del monitorio ha l’obbligo di rilevare d’ufficio l’abusività delle clausole di un contratto concluso da un consumatore, da cui trae origine il credito oggetto dell’ingiunzione di pagamento; in mancanza, quel rilievo non è impedito al giudice dell’esecuzione (che, anzi, stando alla Corte di giustizia, ne è obbligato).

Per cogliere la portata e i termini della questione, conviene riassumere brevemente le vicende italiane che hanno condotto alla

---

*opposto e la tutela dei consumatori al vaglio della Corte di Giustizia*, in *www.giustiziacivile.com*, 17 agosto 2022; I. FEBBI, *La Corte di Giustizia crea scompiglio: il superamento del giudicato implicito nel provvedimento monitorio*, in *www.judicium.it*.

In pendenza dei rinvii pregiudiziali italiani, si v. S. CAPORUSSO, *Decreto ingiuntivo non opposto ed effettività della tutela giurisdizionale: a proposito di due recenti rinvii pregiudiziali*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 1266; nonché i contributi pubblicati nello speciale della rivista *Giur.it.*, 2022, 485, *Consumatore e procedimento monitorio nel prisma del diritto europeo* (a cura di S. CAPORUSSO e E. D’ALESSANDRO), spec. S. CAPORUSSO, *Procedimento monitorio interno e tutela del consumatore*, ivi, 533; E. D’ALESSANDRO, *Una proposta per ricondurre a sistema le conclusioni dell’avv. gen. Tanchev*, ivi, 541.

<sup>2</sup> C. Giust. UE, 17 maggio 2022, C-831/19.

pronuncia dei due rinvii pregiudiziali, entrambi a firma dello stesso giudice.

La prima ordinanza di rinvio traeva origine da un contratto di finanziamento, che in caso di inadempimento del consumatore contemplava una clausola penale e l'applicazione di un interesse di mora superiore al 14% su base annua<sup>3</sup>. A fronte del mancato pagamento da parte del debitore, il creditore (SPV Project) otteneva un decreto ingiuntivo che, divenuto definitivo per mancata opposizione, veniva messo in esecuzione. In quella sede, il giudice, chiesta al creditore la produzione del contratto dal quale era sorto il credito e rilevata d'ufficio la vessatorietà della clausola che prevedeva il pagamento degli interessi moratori, aveva invitato il debitore esecutato a comparire ad un'udienza e a manifestare la volontà di avvalersi della nullità del contratto.

Per contro, il creditore, con memoria difensiva, escludeva che si potesse tornare a discutere in sede esecutiva della nullità/non nullità del contratto, su cui si fondava il diritto di credito oggetto di ingiunzione; a fondamento delle proprie ragioni, il creditore invocava la formazione del giudicato anche su quella questione pregiudiziale, per effetto della mancata opposizione del decreto ingiuntivo.

La seconda ordinanza di rinvio pregiudiziale era stata pronunciata in pendenza di una espropriazione immobiliare, anch'essa promossa in virtù di un'ingiunzione di pagamento non opposta, ottenuta dal Banco di Desio contro una società e i suoi soci, in qualità di fideiussori della prima<sup>4</sup>. Il giudice dell'esecuzione, ritenuto che uno degli esecutati rivestisse la qualità di consumatore, ed individuata la vessatorietà di alcune clausole del contratto dai quali il credito traeva origine, invitava il debitore a comparire all'udienza per manifestare l'interesse ad avvalersi della nullità del contratto. Anche in questo caso, i creditori invocavano la sussistenza di un consolidato orientamento giurisprudenziale in virtù del quale il giudicato formatosi per mancata opposizione a decreto ingiuntivo avrebbe precluso in sede esecutiva ogni doglianza relativa non solo al credito ma anche al contratto da cui esso originava.

Comune ad entrambi i rinvii pregiudiziali era il quesito se, a fronte di un titolo esecutivo costituito da un decreto ingiuntivo non opposto

---

<sup>3</sup> Trib. Mil., 18 settembre 2019, in Gazzetta Ufficiale UE, 23 dicembre 2019.

<sup>4</sup> Trib. Mil., 14 novembre 2019, in Gazzetta Ufficiale UE, 3 febbraio 2020.

(che, stando ad un orientamento diffuso, farebbe stato implicitamente anche sugli antecedenti logici necessari sui quali si basa il credito ingiunto), sia impedito al giudice dell'esecuzione di rilevare lui stesso la nullità del contratto.

La Corte di giustizia, dando risposta negativa al quesito formulato dal giudice italiano, ha ritenuto possibile il rilievo d'ufficio, in sede di esecuzione, della nullità del contratto concluso dal consumatore in ragione della vessatorietà delle clausole negoziali in esso contenute, rimarcando *pro futuro* la necessità di un'espressa presa di posizione su di esse da parte del giudice del monitorio.

## *2. La tenuta del giudicato civile nazionale al cospetto del diritto eurounitario: il decreto ingiuntivo non opposto crea soltanto una preclusione pro iudicato*

I temi che la pronuncia della Corte UE pone sul tavolo sono almeno due: da un lato, quello del valore del giudicato civile nazionale e della sua tenuta al cospetto del diritto unionale, atteso che in entrambi i casi il titolo esecutivo speso dai creditori era rappresentato da un decreto ingiuntivo non opposto; dall'altro lato, quello della garanzia di una effettiva applicazione della normativa europea a protezione del consumatore.

La prima delle due questioni enunciate non è certo nuova, perché in più di un'occasione gli interpreti si sono interrogati sulla cd. cedevolezza del giudicato civile italiano al cospetto della normativa eurounitaria<sup>5</sup>. In effetti, dalla lettura dei primi commenti sulle sentenze della Corte di giustizia del maggio 2022 emerge, quanto meno da una parte degli interpreti, una forte preoccupazione circa il fatto che qui si assisterebbe ad un superamento della cosa giudicata, nella misura in cui si consente al giudice dell'esecuzione di rilevare d'ufficio la nullità del contratto, da cui origina il diritto di credito ingiunto, quando (*in thesi*) quella questione sarebbe coperta da cosa giudicata. Non a caso,

---

<sup>5</sup> Su cui molto si è cominciato a discutere specie a partire dalla sentenza *Lucchini*, C. Giust. UE, 18 luglio 2007, C-119/05. Sul punto, si rinvia a G. TRISORIO LIUZZI, *Centralità del giudicato al tramonto*, Bari, 2016, 17 ss. e, prima ancora a R. CAPONI, *Corti europee e giudicati nazionali*, in *Corti europee e giudici nazionali*, Atti del XXVII Convegno nazionale dell'Associazione italiana fra gli studiosi del processo civile, Bologna, 2011, 239 ss.

qualcuno ha scorto nella decisione della Grande sezione l'incrinazione del valore del giudicato civile<sup>6</sup>.

Si tratta, a mio avviso, di un timore non fondato: v'è, infatti, da dubitare che con la pronuncia richiamata, la Corte UE abbia sancito il superamento del giudicato contenuto in un decreto ingiuntivo non opposto<sup>7</sup>. Semmai, è merito di quella sentenza aver messo in crisi l'idea che la mancata opposizione ad un decreto ingiuntivo precluda alle parti di tornare a discutere, in successivi giudizi, dell'esistenza o del modo di essere del contratto sul quale il credito ingiunto si fonda, quando si tratti di domandare l'adempimento di prestazioni diverse.

Come noto, non è questa la conclusione cui la più parte della giurisprudenza di legittimità presta adesione: secondo la Cassazione, l'autorità di giudicato che acquista un decreto ingiuntivo non opposto copre non solo il credito oggetto della pretesa, ma anche (implicitamente) le questioni relative all'esistenza di ciò che ne costituisce il presupposto logico necessario (il contratto). Ne deriva l'impossibilità per le parti di contestare la validità di quel rapporto anche nei giudizi successivi promossi per l'adempimento di una diversa prestazione<sup>8</sup>.

Le stesse ordinanze di rinvio pregiudiziale muovono da questa premessa: il giudice italiano ritiene che, anche rispetto al decreto ingiuntivo non opposto, operi "il principio di creazione giurisprudenziale del 'giudicato implicito', fondato sull'argomento logico per il quale se il giudice è pronunciato su una determinata

---

<sup>6</sup> F. DE STEFANO, *La Corte di Giustizia sceglie tra tutela del consumatore e certezza del diritto*, cit.; N. MINAFRA, *L'autorità di giudicato del decreto ingiuntivo non opposto*, cit., 7.

<sup>7</sup> Come, invece, ritiene E. FEBBI, *La Corte di Giustizia Europea crea scompiglio*, cit., 2; in senso contrario, invece M. STELLA, *Il procedimento monitorio*, cit., 2127; E. D'ALESSANDRO, *Il decreto ingiuntivo non opposto emesso nei confronti del consumatore dopo Corte di Giustizia*, cit., 5.

<sup>8</sup> Senza pretesa di esaustività, Cass., 12 maggio 2021, n. 12671; Cass., 24 settembre 2018, n. 22465; Cass., 28 novembre 2017, n. 28318, in *Riv. dir. process.*, 2018, 1390, con nota di M. LOLLI, *Decreto ingiuntivo non opposto e limiti oggettivi del "giudicato"*; Cass., 26 giugno 2015, n. 13207; Cass., 11 maggio 2010, n. 11360; Cass., 28 agosto 2009, n. 18791; Cass. 19 luglio 2006, n. 16540; Cass., 24 marzo 2006, n. 6628; Cass., 12 maggio 2003, n. 7272; Cass., 2 agosto 2002, n. 11602; in arg. G. VIGNERA, *Sull'efficacia di cosa giudicata del decreto ingiuntivo non opposto: rilievi critici*, in *www.ilcaso.it*, 1° gennaio 2021.

questione ha, evidentemente, risolto in senso non ostativo tutte le altre questioni da considerare preliminari rispetto a quella esplicitamente decisa<sup>9</sup>. Se ciò fosse corretto, allora – nel dar attuazione al principio enunciato dalla Corte di giustizia – si dovrebbe ritenere che – a prescindere dal rimedio di cognizione nel concreto esperibile dal consumatore, quando sollecitato in sede esecutiva – il giudicato

---

<sup>9</sup> Così si esprime il giudice del rinvio che si richiama alle note sentenze gemelle Cass., Sez. Un., 12 dicembre 2014, n. 26242 e n. 26243, stando alle quali se in un giudizio a cognizione piena il giudice, proposta domanda di impugnativa contrattuale, non dichiara la nullità del contratto (vale a dire: non la rileva d'ufficio) si forma sempre giudicato implicito sulla validità del medesimo, salvo che la domanda di impugnativa contrattuale venga rigettata per una ragione più liquida.

Si cfr., anche per una diversità di vedute circa la portata di queste pronunce, M. BOVE, *Rilievo d'ufficio della questione di nullità e oggetto del processo nelle impugnative negoziali*, in *Giur. it.*, 2015, 1387; V. CARBONE, *“Porte aperte” delle Sezioni Unite alla rilevabilità d'ufficio del giudice della nullità del contratto*, in *Corr. Giur.*, 2015, 88; C. CONSOLO, F. GODIO, *Patologia del contratto e (modi dell') accertamento processuale*, in *Corr. Giur.*, 2015, 225; L. GALANTI, *Il nuovo assetto dei rapporti tra impugnative negoziali, nullità e giudicato*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2016, 1029; ID., *Nullità contrattuale tra giudicato esterno e giudicato implicito*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2015, 1359; A. GIUSSANI, *Appunti dalla lezione sul giudicato delle Sezioni Unite*, in *Riv. dir. process.*, 2015, 1564; S. MENCHINI, *Le Sezioni unite fanno chiarezza sull'oggetto dei giudizi di impugnativa negoziale: esso è rappresentato dal rapporto giuridico scaturito dal contratto*, in *Nuovi Quaderni del Foro italiano*, 2015, 2, 1; S. PAGLIANTINI, *Nullità di protezione e facoltà di non avvalersi della dichiarabilità: «quid iuris»?», in *Foro it.*, 2015, I, 928; ID., *“Parigi val bene una messa”? Le Sezioni Unite su rilievo d'ufficio della nullità e c.d. giudicato implicito*, in *Il giusto processo civile*, 2015, 137; ID., *Rilevabilità officiosa e risolubilità degli effetti: la doppia motivazione della Cassazione... a mo' di bussola per rivedere Itaca*, in *Contratti* 2015, 113; ID., *Spigolando a margine di Cass. 26242 e 26243/2014: le nullità tra sanzione e protezione nel prisma delle prime precomprensioni interpretative*, in *Nuova giur. comm.*, 2015, II, 185; I. PAGNI, *Il “sistema” delle impugnative negoziali dopo le Sezioni Unite*, in *Giur. it.*, 2015, 71; A. PROTO PISANI, *Rilevabilità d'ufficio della nullità contrattuale: una decisione storica delle sezioni unite*, in *Foro it.*, 2015, I, 944; C. SCOGNAMIGLIO, *Il pragmatismo dei principi: le Sezioni Unite ed il rilievo officioso delle nullità*, in *Nuova giur. comm.*, 2015, II, 197; G. VERDE, *Sulla rilevabilità d'ufficio delle nullità negoziali*, in *Riv. dir. process.*, 2015, 747.*

*Per incidens*, giova rammentare che la conclusione cui sono pervenute le Sez. Un. richiamate, quanto all'oggetto del giudicato, ha trovato conferma nella giurisprudenza successiva: cfr., tra le più recenti, Cass. 4 agosto 2022, n. 24247; Cass. 10 maggio 2022, n. 14709; Cass. 14 febbraio 2022, n. 4717; Cass. 12 febbraio 2020, n. 3461; Cass. 4 settembre 2019, n. 22070.

formatosi a seguito della mancata opposizione al decreto ingiuntivo verrebbe superato da un nuovo accertamento compiuto da un diverso giudice<sup>10</sup>.

In verità, l'assunto secondo cui la definitività raggiunta dal decreto ingiuntivo comporti implicitamente la formazione del giudicato anche sull'antecedente logico necessario sul quale si fonda il diritto di credito oggetto di tutela, non può certo definirsi pacifico: lo dimostrano alcuni precedenti di legittimità<sup>11</sup> ma anche il dissenso manifestato sul punto da una parte autorevole della dottrina<sup>12</sup>.

Due, essenzialmente, sono le ragioni che portano a dubitare della conclusione accolta a maggioranza: l'una storico-funzionale e l'altra di ordine sistematico. Il procedimento monitorio (che, non a caso, Chiovenda definiva di accertamento con prevalente funzione esecutiva) nasce per garantire al creditore la formazione in tempi rapidi di un titolo esecutivo: il che spiega lo snodo del rito monitorio in due fasi: una prima – necessaria – *inaudita altera parte*, e una seconda – solo eventuale – a contraddittorio pieno<sup>13</sup>. Ad impedire la piena assimilazione degli effetti di un decreto ingiuntivo non opposto a quelli indicati dall'art. 2909 c.c. non osta tanto (o soltanto) l'assenza del contraddittorio con il debitore (che ben potrebbe essere dipesa da una scelta consapevole dell'ingiunto<sup>14</sup>); dirimente è, semmai, il fatto che la cognizione del giudice, nella fase prettamente monitoria, sia per volontà di legge limitata ai soli fatti costitutivi dedotti e provati dal creditore nei

<sup>10</sup> Trib. Mil., 18 settembre 2019, cit., 7.

<sup>11</sup> Cass., 9 febbraio 2015, n. 2370; Cass., 25 novembre 2010, n. 23918; Cass., 16 novembre 2006, n. 243737; Cass., 6 luglio 2002, n. 9857.

<sup>12</sup> L. MONTESANO, *La tutela giurisdizionale dei diritti*, Torino, 1994, 260-261, 296; A. PROTO PISANI, *Appunti sul giudicato e sui limiti oggettivi*, in *Riv. dir. process.*, 1990, 411-412; C. CONSOLO, *Spiegazioni di diritto processuale civile*, I, Torino, 2019, 177-178; I. PAGNI, *Il contratto nel processo*, Milano, 2022, 35-38. A. RONCO, *Struttura e disciplina del rito monitorio*, Torino, 2000, 571 ss.; C. CAVALLINI, *Il procedimento sommario di cognizione nelle controversie societarie*, in *Giust. civ.*, 2003, II, 461-462; G. BALENA, *Istituzioni di diritto processuale*, III, Bari, 2019, 252-253.

<sup>13</sup> G. CHIOVENDA, *Principii di diritto processuale civile*, Napoli, 1923, 196 ss.

<sup>14</sup> Lo osserva F.P. LUISO, *Diritto processuale civile*, IV, Torino, 2021, 159 che nel ritenere non decisivo l'argomento speso nel testo conclude nel senso che l'accertamento contenuto nel decreto ingiuntivo non opposto si estende anche all'antecedente logico necessario (ad es. l'esistenza e la validità del contratto) su cui si fonda il diritto di credito oggetto di ingiunzione.

modi indicati dall'art. 634 c.c.<sup>15</sup>. Si deve a Redenti l'idea che sia più corretto discorrere di un'efficacia di giudicato più ristretta e più limitata di quella che si ricava dall'art. 2909 c.c., precisamente di preclusione *pro iudicato*<sup>16</sup>: al debitore – che abbia lasciato divenire definitivo il decreto ingiuntivo senza promuovere il giudizio *ex art. 645 c.p.c.* – è preclusa soltanto la proposizione di azioni *lato sensu* restitutorie, tendenti a privare il creditore della somma o del bene che gli è stato attribuito, dunque anche l'instaurazione di un'opposizione all'esecuzione per ragioni *cd. di merito* (art. 615 c.p.c.), se volta a dimostrare che il credito ingiunto si fondava su un contratto nullo<sup>17</sup>.

Questa facoltà resta, invece, impregiudicata se esercitata per finalità diverse, là dove cioè – senza toccare la portata del decreto ingiuntivo divenuto definitivo – si tratti di contestare l'esistenza di altre prestazioni nascenti da quel contratto<sup>18</sup>.

Sul piano sistematico, poi, la prova che la definitività che consegue al decreto ingiuntivo non opposto sia qualcosa di diverso dal giudicato che si forma quando una sentenza, resa a valle di un contraddittorio pieno, non sia più impugnabile con i mezzi di impugnazione ordinaria trova, a mio avviso, un addentellato normativo nell'art. 640 c.p.c.: questa norma legittima il creditore, che abbia visto rigettata la domanda proposta in via monitoria, a riproporla con qualsiasi rito (anche quello monitorio). Oltretutto, l'esclusione di una piena equiparazione tra il decreto ingiuntivo (ancora opponibile) e la sentenza (ancora impugnabile) è conclusione cui la stessa giurisprudenza di legittimità perviene quando, nell'ambito del procedimento fallimentare, un tempo,

---

<sup>15</sup> Così anche M. STELLA, *Il procedimento monitorio nella curvatura delle nullità di protezione consumeristiche*, cit., 2127; un richiamo adesivo all'idea espressa nel testo si ritrova anche in F. MARCHETTI, *Note a margine di Corte di Giustizia UE*, 17 maggio 2022, cit., 3.

<sup>16</sup> E. REDENTI, *Profili pratici del diritto processuale civile*, Milano, 1938, 135-137; ID., *Diritto processuale civile*, Milano, 1999, 91-92.

<sup>17</sup> È questa semmai la conclusione che la Corte di Giustizia mette in discussione, per il caso dell'ingiunto consumatore.

<sup>18</sup> Il che vale ad ammettere l'eventualità di un conflitto semi-pratico tra giudicati. Situazione, questa, non auspicabile ma certamente tollerata dal sistema. Per tutti, A. ATTARDI, *Conflitto di decisioni e sospensione necessaria del processo*, in *Giur. it.*, 1987, IV, 1987, 436 e ID., *In tema di limiti oggettivi della cosa giudicata*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1990, 497. In arg., di recente, cfr. M. GRADI, *Il contrasto teorico fra giudicati*, Bari, 2020.

e di liquidazione giudiziale, oggi, esclude che possa ammettersi al passivo con riserva (art. 96, comma 2, n. 3 l. fall., oggi art. 204, comma 2, lett. c CCII) il creditore che, a riprova dell'esistenza del suo diritto, allegghi non una sentenza di condanna non ancora passata in giudicata, emessa a valle di un giudizio a cognizione piena ed esauriente e a contraddittorio pieno, bensì un decreto ingiuntivo ancora opponibile<sup>19</sup>.

Ecco perché, a mio avviso, non ha senso parlare di giudicato implicito sull'esistenza e la validità del contratto che si formerebbe quando il decreto ingiuntivo non sia stato opposto. Il che vale – giova rimarcarlo – senza che assuma rilievo il fatto che l'ingiunto rivesta o non rivesta la qualità di consumatore. Ciò che opera a seguito della mancata opposizione ex art. 645 c.p.c., per il tramite di quella che Calamandrei chiamava *impositio silenti*<sup>20</sup>, è solo – lo si è detto – una preclusione *pro iudicato* che impedisce all'ingiunto di mettere in discussione la sola esistenza del credito con una successiva azione di accertamento negativo ovvero, in sede esecutiva, proponendo l'opposizione all'esecuzione. Si tratta— lo si ribadisce ancora una volta – è conseguenza di una preclusione dovuta alla mancata proposizione dell'opposizione ex art. 645 c.p.c., non già di un giudicato implicito sull'esistenza dell'antecedente logico da cui deriva il credito oggetto di ingiunzione.

Se si accoglie questa ricostruzione del problema, allora, a mio avviso, non v'è motivo per sostenere che la sentenza della Grande Sezione del maggio 2022 abbia messo in crisi la tenuta del giudicato nazionale dinnanzi alla normativa unionale. Come subito vedremo, questa conclusione, cui intendo aderire, evita oltretutto all'interprete di

---

<sup>19</sup> Da ultimo, Cass. 27 ottobre 2020, n. 23474; Cass. 10 ottobre 2017, n. 23679; Cass. 27 maggio 2017, n. 23679; Cass. 25 maggio 2014, n. 11811; Cass. 12 febbraio 2013, n. 3401; Cass. 23 dicembre 2011, n. 28553, in *Il Fall.* 2012, 1253; Cass. 31 ottobre 2007, n. 22959, *ivi*, 2008, 785; in arg. G. BOZZA, *Lo stato passivo*, in (diretto da) A. JORIO, B. SASSANI, *Trattato delle procedure concorsuali*, II, Milano, 2014, 895 ss.; S. MENCHINI, A. MOTTO, *L'accertamento del passivo e dei diritti reali e personali dei terzi sui beni*, in (diretto da) F. VASSALLI, F.P. LUISO, E. GABRIELLI, *Il processo di fallimento, II, Trattato di diritto fallimentare e delle altre procedure concorsuali*, Torino, 2014, 402-403, testo e note.

<sup>20</sup> Come osserva E. D'ALESSANDRO, *Una proposta per ricondurre a sistema le conclusioni dell'avv. gen. Tanchev*, cit., 542 che si richiama appunto a P. CALAMANDREI, *Il procedimento monitorio nella legislazione italiana*, in *Opere giuridiche*, IX, Roma, 2019, 36.

stravolgere la portata e la funzione dei rimedi processuali che devono adoperarsi per adattare il sistema al principio enunciato dalla Corte di giustizia.

### 3. *L'adattamento del rito monitorio italiano ai principi enunciati dalla Corte di giustizia*

Ed è qui che viene in gioco il secondo tema che la sentenza della Corte di giustizia pone sul tavolo: la necessità di garantire una effettiva applicazione della normativa europea a protezione del consumatore. Questo obiettivo, secondo la Corte, non si realizza semplicemente attribuendo all'ingiunto il rimedio dell'opposizione a decreto ingiuntivo. Il giudizio a contraddittorio pieno *ex art. 645 c.p.c.*, che il consumatore può promuovere avverso l'ingiunzione di pagamento, potrebbe rivelarsi un rimedio eccessivamente oneroso per il debitore, là dove egli fosse costretto a ricorrervi solo per far valere la mera abusività di una clausola<sup>21</sup>. Soprattutto, secondo la Corte UE, un sistema costruito in questi termini finirebbe per eludere la normativa europea che impone al giudice di rilevare d'ufficio l'abusività della clausola per ovviare a quella asimmetria di posizioni che caratterizza il consumatore e il professionista<sup>22</sup>. Tant'è vero che, secondo gli artt. 33-36 del Codice del Consumo, che ha dato attuazione alla Dir. 93/13, la cd. nullità di protezione, pur potendo operare solo se il consumatore dichiara di volersene avvalere, va rilevata d'ufficio<sup>23</sup>.

Secondo la Corte UE, nemmeno il giudice del procedimento monitorio – che per legge si svolge senza il contraddittorio con il debitore – è sottratto a questo dovere; e se vi verrà meno, il rilievo d'ufficio spetterà al giudice dell'esecuzione.

---

<sup>21</sup> C. Giust. UE, 14 giugno 2012, *Banco Español de Crédito*, C-618/10, EU:C:2012:349 (punto 54); C. Giust. UE, 28 settembre 2018, *Danko e Danková*, C-448/17, EU:C:2018:745 (punto 46).

<sup>22</sup> C. Giust. UE, 21 dicembre 2016, *Gutiérrez Naranjo*, C-154/15, C-307/15 e C-308/15, EU:C:2016:980 (punti 53 e 55); C. Giust. UE del 26 gennaio 2017, *Banco Primus*, C-421/14, EU:C:2017:60 (punto 41).

<sup>23</sup> Principio, questo ribadito, anche dalle sentenze gemelle della Cass., 12 dicembre 2014, n. 26424.

Di qui, il duplice compito che spetta all'interprete italiano, chiamato a stabilire come dare attuazione nel sistema nazionale al principio enunciato dalla Corte UE.

Da una parte, si tratta di ripensare alla fase che precede la pronuncia del decreto ingiuntivo, cui è estraneo il consumatore. Dalla motivazione del provvedimento, deve emergere l'esame compiuto dal giudice sulla nullità/non nullità consumeristica del contratto.

Dall'altra parte, sarà necessario riflettere sulle modalità con le quali il rilievo officioso della clausola abusiva possa avvenire in sede esecutiva, sui rimedi a disposizione del debitore esecutato quando dalla lettura del decreto ingiuntivo non opposto non risulti compiuta alcuna verifica sulla vessatorietà delle clausole contrattuali. V'è chi, non a caso, ha parlato di nuovo rito consumeristico, di un binario differenziato di tutela che viene in gioco secondo che il debitore sia o non sia consumatore<sup>24</sup>.

Rispetto al primo ambito di indagine (che concerne la tutela di condanna esercitata in via monitoria), l'attuazione del principio enunciato dalla Corte di giustizia comporterà: (i) l'onere in capo all'ingiungente di produrre, tra i documenti che, *ex art. 634 c.p.c.*, debbono accompagnare il ricorso, anche il contratto sul quale il credito si fonda<sup>25</sup>; (ii) il dovere per il giudice del monitorio consumeristico di esercitare i poteri previsti dall'*art. 640 c.p.c.*, chiedendo al creditore di integrare la documentazione allegata, pena il rigetto del ricorso proposto; (iii) la redazione di una motivazione articolata quanto all'insussistenza di clausole abusive all'interno del contratto prodotto; (iv) qualora sia riscontrata una nullità di protezione, il dovere di rigettare *de plano* la domanda monitoria, senza domandare al consumatore se intenda approfittare della nullità<sup>26</sup>. In questo caso,

---

<sup>24</sup> Lo osserva S. CAPORUSSO, *Decreto ingiuntivo non opposto ed effettività della tutela giurisdizionale*, cit., 1284.

<sup>25</sup> Sicché, là dove il credito sia costituito da una banca non sarà più sufficiente, a prova del credito per cui si chiede decreto ingiuntivo, la produzione del mero estratto conto, in forza dell'*art. 50 t.u.b.* (così M. STELLA, *Il procedimento monitorio*, cit., 2127).

<sup>26</sup> Come da altri segnalato (E. D'ALESSANDRO, *Il decreto ingiuntivo non opposto*, cit., 3) non si tratta di un *modus procedendi* così eterodosso nel nostro sistema processuale, se si pone a mente la sentenza interpretativa di rigetto pronunciata dalla Corte Costituzionale nel 2005, che ha legittimato il giudice del monitorio al rilievo d'ufficio dell'eccezione di incompetenza per territorio semplice (che solo la parte

giusta l'art. 640 c.p.c., il creditore potrà riproporre la domanda di condanna, anche avvalendosi di un rito a cognizione piena (ordinario o semplificato).

In sintesi: solo una espressa presa di posizione, da parte del giudice del monitorio, sull'inesistenza di una nullità di protezione nel contratto eviterà l'esercizio dei poteri officiosi da parte del giudice dell'esecuzione, così come preteso dalla Corte di giustizia. Se questo accadrà, allora – come continua a valere per un ingiunto non consumatore – in sede esecutiva non sarà possibile proporre alcuna opposizione *ex art. 615 c.p.c.* dolendosi dell'insussistenza del diritto a procedere ad esecuzione forzata per ragioni di merito: invocando, cioè, la nullità consumerista del contratto concluso. L'inerzia del consumatore ingiunto potrà, in questo caso, definirsi consapevole, dal momento che il decreto ingiuntivo non si sarà limitato ad indicare la somma dovuta, ma avrà anche chiarito che il credito è sorto da un contratto privo di clausole vessatorie.

Ciò implica però che il giudice del monitorio sarà tenuto a dar conto di aver vagliato ogni clausola contenuta all'interno del contratto concluso con il consumatore in maniera analitica e nel concreto, e non con una motivazione generica, né tanto meno parziale<sup>27</sup>. Del resto, in

---

potrebbe sollevare in un giudizio a cognizione piena) per evitare la pronuncia di un decreto ingiuntivo che sarebbe facilmente aggredibile dal debitore con l'opposizione. V'è chi da tempo in dottrina estende la portata del principio enunciato dalla Consulta a tutti quei casi in cui il giudice del monitorio si avveda dell'esistenza di un'eccezione in senso stretto, di rito o di merito, che potrebbe condurre alla revoca del decreto ingiuntivo, nel giudizio *ex art. 645 c.p.c.* (F.P. LUISO, *Diritto processuale civile*, IV, Milano, 2021, 150).

<sup>27</sup> E. D'ALESSANDRO, *Il decreto ingiuntivo non opposto emesso nei confronti del consumatore*, cit., 5. Secondo A.M. GAROFALO, *Decreto ingiuntivo non opposto e protezione del consumatore dalle clausole vessatorie*, di imminente pubblicazione in *Nuova Giur. Civ. Comm.*, 2023, par. 4.2, lungi dal dover immaginare che il giudice del monitorio prenda espressa e compiuta posizione su ciascuna clausola contrattuale, potrebbe bastare “una – per quanto succinta – indicazione del perché la clausola non rechi in sé elementi atti a farla risultare vessatoria: il che produrrà una preclusione relativa all'intero incrocio tra quella clausola e la specifica ragione di vessatorietà”. Stando invece alla Procura generale della Cassazione, nella requisitoria con cui si sollecitano le Sezioni Unite alla enunciazione di un principio di diritto *ex art. 363 c.p.c.* (*infra* nel testo): [www.procuracassazione.it/procura-generale/it/dett\\_quad\\_inter\\_norm.page?contentId=QIN12609](http://www.procuracassazione.it/procura-generale/it/dett_quad_inter_norm.page?contentId=QIN12609),—se la questione relativa alla abusività/non abusività di una clausola contrattuale sia stata motivata,

passato, la Corte UE, nel giudicare di un caso spagnolo, ha riconosciuto in capo al giudice dell'esecuzione il potere di rilevare d'ufficio l'abusività di una clausola contrattuale, le quante volte essa non risultasse esaminata, in concreto, in sede monitoria.<sup>28</sup>

Per la verità, il dovere del giudice del monitorio di sviluppare un'ampia e articolata motivazione non è l'unica questione che la sentenza *Banco di Desio e SPV Project* pone all'interprete italiano. Nel vagliare, alla luce dei principi in essa espressi, la tenuta delle diverse forme di tutela di cognizione, previste dal nostro sistema, quand'esse coinvolgano un consumatore, sorge infatti un interrogativo, che può essere riassunto in questi termini: il dovere del giudice dell'esecuzione di rilevare d'ufficio la nullità del contratto, in presenza di clausole abusive, ricorre anche quando, in un giudizio a cognizione piena ed esauriente svoltosi in contumacia del consumatore, il giudice non abbia dato conto in motivazione di aver verificato l'abusività delle clausole contrattuali?

Il dubbio nasce perché, nella sua sentenza, la Corte UE fa riferimento ad una inerzia inconsapevole del consumatore, sicché è corretto chiedersi se di essa possa discorrersi anche in caso di volontaria mancata costituzione del consumatore. A me pare che la risposta agli interrogativi prospettati debba essere negativa, militando in tal senso una pluralità di argomenti.

Anzitutto, nel caso che ho ipotizzato – diversamente da quel che accade nella fase *inaudita altera parte* del rito monitorio – la cognizione è piena, il creditore è tenuto a provare anche il contratto dal quale trae origine il credito per cui chiede condanna, posto che la contumacia del debitore nel nostro ordinamento non dà luogo a una *ficta confessio*; pertanto onere probatorio (arg. ex art. 115 c.p.c.). Il giudice, non solo in primo grado ma anche in fase di impugnazione, può rilevare d'ufficio l'esistenza di clausole abusive, se del caso invitando il contumace a comparire all'udienza, perché dichiararsi se intenda o non intenda avvalersi della nullità di protezione.

---

anche solo sommariamente, dal giudice del monitorio che abbia ammonito il consumatore sulla irretrattabilità del provvedimento in mancanza di opposizione ex art. 645 c.p.c., non vi sarà più spazio per successive contestazioni. In questi termini, anche F. DE STEFANO, *La Corte di Giustizia sceglie tra tutela del consumatore e certezza del diritto*, cit., nt. 1.

<sup>28</sup> C. Giust. UE, 26 gennaio 2017, C-421/14 Banco Primus, cit. (punto 43).

Ad ogni modo, anche qualora il giudice avesse omesso di esercitare il proprio potere officioso nel corso di un giudizio contumaciale (ma la conclusione rimarrebbe la stessa se il consumatore si fosse costituito), dovrebbe trovare applicazione il principio generale della conversione dei motivi di nullità in motivi di gravame (art. 161, primo comma, c.p.c.). La sentenza di primo grado sarà nulla, il vizio potrà costituire motivo di impugnazione, ma dovrà considerarsi sanato con il passaggio in giudicato del provvedimento<sup>29</sup>, precludendo ad un attento giudice dell'esecuzione il potere di rilevare egli stesso l'abusività della clausola.

Anche la pronuncia del maggio 2022 è di questo avviso: in un passaggio motivazionale, la Corte di giustizia, dopo aver ribadito la centralità che il principio dell'autorità della cosa giudicata riveste sia nell'ordinamento eurounitario, sia nei sistemi nazionali, riconosce che la tutela del consumatore non possa considerarsi assoluta<sup>30</sup>. A questo proposito, i giudici di Lussemburgo si richiamano ad un loro precedente del 2009 (*Asturcom*), dove si legge che “il rispetto del principio di effettività non può giungere fino al punto di esigere che un giudice nazionale debba [omissis] supplire integralmente alla completa passività del consumatore che, come la convenuta nella causa principale, non ha partecipato al procedimento arbitrale e neppure ha proposto un'azione di annullamento contro il lodo arbitrale divenuto per tale fatto definitivo”<sup>31</sup>. V'è, dunque, da credere che il principio affermato in *Banco di Desio e SPV Project* trovi applicazione proprio e

---

<sup>29</sup> Così, anche E. D'ALESSANDRO, *Il decreto ingiuntivo non opposto emesso nei confronti del consumatore*, cit., 10.

<sup>30</sup> Punti 57-58.

<sup>31</sup> C. Giust. UE, 6 ottobre 2009, C-40/2008 *Asturcom*, EU:C:2009:615 (punto 37). Nel caso di specie, a fronte del mancato pagamento di alcuni canoni mensili, una società di telecomunicazioni, forte dell'esistenza di una clausola compromissoria contenuta nel contratto concluso con una consumatrice, aveva adito la via arbitrale: il procedimento si era concluso con un lodo di condanna, senza che gli arbitri avessero rilevato l'abusiva della convenzione di arbitrato e senza che la consumatrice si fosse costituita. Promossa esecuzione in forza di quel lodo, che era divenuto definitivo in mancanza di impugnazione, il giudice dell'esecuzione spagnolo aveva promosso rinvio pregiudiziale alla Corte di giustizia, domandando se l'abusività della clausola compromissoria potesse essere rilevata in sede esecutiva, nonostante il titolo esecutivo fosse costituito da un provvedimento passato in giudicato.

solo nell'ambito del rito monitorio, dove la costituzione del consumatore, per definizione, non è prevista.

4. *Le modalità di esercizio del rilievo officioso da parte del giudice dell'esecuzione e i rimedi di cognizione invocabili dal consumatore ingiunto e dal creditore procedente.*

Un ulteriore tema che il processualista è chiamato ad affrontare dovendo dare attuazione ai principi enunciati dalla sentenza *Banco di Desio e SPV Project* riguarda il ruolo assunto dal giudice dell'esecuzione, cui spetta il compito di rilevare d'ufficio la nullità, ogni qualvolta il giudice del monitorio non abbia motivato sull' (esclusione dell') abusività delle clausole contrattuali (il che varrà soprattutto per i decreti ingiuntivi emessi prima delle sentenze di maggio 2022). La Corte si è limitata ad imporre al giudice dell'esecuzione di colmare l'omissione registrata in sede di cognizione, rimettendo all'autonomia dei singoli sistemi processuali nazionali l'individuazione delle modalità e dei rimedi invocabili dal consumatore-esecutato, nel rispetto del consueto duplice limite, costituito dal cd. principio di equivalenza, da un lato, e da quello dell'effettività, dall'altro<sup>32</sup>. Detto altrimenti, la tutela delle posizioni giuridiche che derivano dal diritto dell'Unione non deve risultare meno favorevole rispetto a quella assicurata a situazioni simili di origine nazionale e non deve essere resa impossibile, o eccessivamente difficile, dalle norme processuali di uno Stato membro.

È proprio rispetto alle modalità di rilievo della nullità in sede esecutiva, e dei rimedi cui il consumatore può accedere in questa sede, che si è acceso un dibattito tra gli interpreti.

Una prima soluzione è stata individuata nell'opposizione tardiva a decreto ingiuntivo, *ex art. 650 c.p.c.*: rimedio del quale si propone una rivisitazione in chiave interpretativa e conformativa ai principi espressi dalla Corte UE<sup>33</sup>. Com'è noto, il nostro ordinamento legittima

---

<sup>32</sup> Quali controlimiti all'autonomia degli Stati membri. Sul punto si rinvia a C. Giust. UE, *Rewe c. Landwirtschaftskammer für das Saarland*, Causa C-33/76, sentenza 16 dicembre 1976.

<sup>33</sup> A. CARRATTA, *Introduzione. L'ingiuntivo europeo nel crocevia della tutela del consumatore*, in *Consumatore e procedimento monitorio europeo*, cit., 487; ma già S. CAPORUSSO, *Decreto ingiuntivo non opposto*, cit., 1282 ss. Consta l'esistenza di un

l'ingiunto ad instaurare il giudizio *ex art. 645 c.p.c.* (oltre il termine di 40 giorni dalla notificazione del decreto ingiuntivo ma entro 10 giorni dall'inizio dell'esecuzione forzata) se dimostra di non aver avuto conoscenza del provvedimento per irregolarità della notifica, ovvero per caso fortuito o forza maggiore.

Chi asseconda questa tesi ritiene che il debitore – in ciò sollecitato dal giudice dell'esecuzione che si avveda dell'esistenza di una clausola abusiva all'interno del contratto – debba poter godere di una sorta di rimessione in termini (arg. *ex art. 153 c.p.c.*) e sia legittimato a promuovere giudizio di opposizione dinnanzi al giudice che abbia pronunciato il decreto ingiuntivo.

Si tratta di una soluzione possibile, verso la quale però sono state sollevate perplessità, a mio avviso, non facilmente superabili.

Anzitutto, il ricorso all'opposizione *ex art. 650 c.p.c.*; richiederebbe probabilmente un intervento legislativo, volto a chiarire quantomeno quale sia il *dies a quo* dal quale computare la decorrenza del termine di 10 giorni, entro il quale consentire al debitore di instaurare l'opposizione *ex art. 645 c.p.c.*<sup>34</sup>. In secondo luogo, v'è da dubitare che l'opposizione tardiva *ex art. 650 c.p.c.* sia rimedio in linea con il principio di effettività della tutela. Il ricorso a questo (rivisitato) strumento, infatti, finirebbe per costringere il debitore a rivolgersi ad un giudice diverso da quello dell'esecuzione (quello dell'opposizione a decreto ingiuntivo) e a demandare a questo secondo giudice (e non a quello dell'esecuzione) il potere di sospendere il processo esecutivo in corso (il che dovrebbe avvenire, mutato quel che c'è da mutare, invocando l'art. 649 c.p.c.)<sup>35</sup>.

---

precedente che ha fatto applicazione di questa soluzione, senza peraltro porsi il problema di valutare la tardività incolpevole dell'instaurazione dell'opposizione *ex art. 645 c.p.c.* Si tratta di Trib. Milano, 9 gennaio 2023, in *www.ilcaso.it*: nel caso di specie, si trattava un fideiussore, ingiunto del pagamento di un debito contratto da una società per il quale aveva prestato garanzia, che aveva proposto opposizione a decreto ingiuntivo, invocandone la nullità, giusta l'esistenza di una clausola abusiva contenuta nel contratto di fideiussore, che radicava la competenza a conoscere delle controversie in un luogo diverso dalla residenza del consumatore.

<sup>34</sup> Come osserva F. DE STEFANO, *La Corte di Giustizia sceglie tra tutela del consumatore e certezza del diritto*, cit., § 7.

<sup>35</sup> Adesiva a questa osservazione, E. D'ALESSANDRO, *Il decreto ingiuntivo non opposto*, cit., 8.

V'è stato chi ha ipotizzato (ancorché in via dubitativa) che il consumatore possa promuovere revocazione straordinaria *ex art. 656 c.p.c.* contro il decreto ingiuntivo divenuto esecutivo per contrarietà alle sentenze della Corte di giustizia<sup>36</sup>. Secondo questa lettura, fermo il rilievo d'ufficio del giudice dell'esecuzione circa l'esistenza di una clausola abusiva all'interno del contratto, l'esecutato-consumatore potrebbe promuovere un giudizio *ex art. 395 c.p.c.* per ottenere la rimozione di quel giudicato. A questa ricostruzione del problema si oppone, anzitutto, l'assenza di qualsiasi addentellato normativo: *de iure condito*, infatti, manca un apposito motivo di revocazione delle sentenze per contrarietà alle pronunce della Corte di giustizia; né sarebbe possibile pensare di ricondurre questo caso ad uno dei motivi già presenti, nemmeno immaginando una loro applicazione estensiva.

A ciò si aggiunge il fatto che – quanto meno se si condividono le riflessioni spese sopra – non vi sarebbe alcun giudicato implicito sulla non nullità del contratto da rimuovere, proprio perché il giudice del monitorio non avrebbe in alcun modo motivato sul punto<sup>37</sup>.

Merita segnalazione anche una diversa proposta interpretativa, avanzata dalla Procura generale presso la Cassazione nella requisitoria con la quale ha chiesto alle sezioni unite di enunciare il principio di diritto nell'interesse della legge (art. 363, comma 3, c.p.c.)<sup>38</sup>, a fronte della rinuncia di parte al ricorso *ex art. 360 c.p.c.* Nel caso di specie, il ricorrente, richiamandosi alla pronuncia UE *Banco di Desio e SPV Project*, aveva chiesto la cassazione dell'ordinanza *ex art. 617 c.p.c.*, con cui era stata rigettata l'impugnazione del provvedimento che aveva reso esecutivo il progetto di distribuzione, posto che il titolo esecutivo era rappresentato da un decreto ingiuntivo emesso da un giudice territorialmente incompetente, per violazione delle norme sul foro del consumatore.

---

<sup>36</sup> F. DE STEFANO, *ibidem*. Soluzione, quella della revocazione straordinaria, che era stata prospettata (ancorché *de iure condendo*) da C. CONSOLO, *La "sentenza "Lucchini" della Corte di giustizia: quale possibile adattamento degli ordinamenti processuali interni ed in specie al nostro?*, in *Riv. dir. process.*, 2008, 224, che proponeva l'inserimento di un nuovo motivo di revocazione e il riconoscimento di una legittimazione ad agire anche in capo al Pubblico Ministero.

<sup>37</sup> E. D'ALESSANDRO, *Il decreto ingiuntivo non opposto*, cit., 8.

<sup>38</sup> [www.procuracassazione.it/procuragenerale/it/dett\\_quad\\_inter\\_norm.page?contentId=QINI2609](http://www.procuracassazione.it/procuragenerale/it/dett_quad_inter_norm.page?contentId=QINI2609), R.G. 24533/21.

Stando alla requisitoria della Procura generale, il giudice dell'esecuzione, assolto il suo dovere di rilevare l'eventuale abusività della clausola inserita nel contratto di consumo ignorata dal giudice del monitorio, dovrebbe invitare il debitore a promuovere un ordinario giudizio di merito (un'*actio nullitatis*, come viene definita) da esperirsi davanti al giudice competente per materia, valore e territorio, onde accertare, questa volta con efficacia di giudicato, il carattere abusivo della clausola, *rectius* la nullità del contratto. In questa prospettiva, la sospensione del processo esecutivo non potrebbe essere disposta dal giudice dell'esecuzione, ma dovrebbe essere pronunciata dal giudice della cognizione, se richiesta in via cautelare dal debitore ai sensi dell'art. 700 c.p.c., salvo poi ottenere dal giudice dell'esecuzione un provvedimento *ex art. 623 c.p.c.*<sup>39</sup>.

La requisitoria della Procura generale si fonda sulla premessa che al giudice dell'esecuzione non competono poteri di cognizione: quest'ultimo, secondo il P.M., avrebbe solo il potere/dovere di rilevare d'ufficio l'esistenza del titolo esecutivo, durante tutto il corso del processo esecutivo, trattandosi di una condizione dell'azione esecutiva; per contro, il giudice dell'esecuzione non potrebbe anche conoscere e decidere della nullità della clausola su cui si fonda la pretesa verso il consumatore.

Anche questa soluzione a mio avviso non convince.

V'è da dubitare che al giudice dell'esecuzione non competano poteri di cognizione: la conclusione pare contraddetta da una serie di dati normativi: penso agli artt. 548-549 c.p.c., nell'espropriazione presso terzi, all'art. 2929-*bis* c.c., all'art. 512 c.p.c., in sede di controversie distributive. Ma a prescindere da questo rilievo (con cui non si intende certo riconoscere al giudice dell'esecuzione un potere di accertamento idoneo al giudicato), non è chiaro perché – sempre secondo questa ricostruzione – il debitore non potrebbe promuovere opposizione *ex art. 615 c.p.c.*, volta che il giudice dell'esecuzione abbia rilevato la nullità/non nullità delle clausole contenute all'interno del contratto.

La requisitoria motiva questa conclusione ritenendo necessario “preservare la sottrazione al giudice dell'esecuzione di ogni ingerenza,

---

<sup>39</sup> E, prima ancora, un rinvio tecnico dell'esecuzione, in attesa della pronuncia del provvedimento cautelare. Così anche F. DE STEFANO, *La Corte di Giustizia sceglie tra tutela del consumatore e certezza del diritto*, cit., § 7.

anche quale giudice dell'opposizione ad esecuzione, sul titolo giudiziale"<sup>40</sup>. Così ragionando, però, la Procura generale finisce per contraddire le premesse da cui muove, perché essa stessa riconosce che il decreto ingiuntivo non opposto non farebbe stato circa la nullità/non nullità consumeristica del contratto. Da questo punto di vista, dunque, non si tratterebbe di mettere in non cale alcun giudicato, per il tramite del giudizio *ex art. 615 c.p.c.*, ma di compiere (per la prima volta) un accertamento dovuto.

Del resto, a ben vedere, l'*actio nullitatis*, come ricostruita dalla Procura, e l'opposizione all'esecuzione avrebbero lo stesso oggetto: l'inesistenza del diritto del creditore a procedere ad esecuzione forzata per ragioni cd. di merito: lo prova il fatto che, in un passaggio motivazionale della requisitoria, si riconosce come non coperto da cosa giudicata il rilievo della nullità/non nullità del contratto. La proposizione dell'*actio nullitatis* avrebbe il vantaggio di permettere al debitore di chiedere tutela davanti al giudice del suo foro<sup>41</sup>; per contro, la soluzione prospettata impedirebbe al giudice dell'esecuzione di disporre la sospensione del giudizio pendente, delibando *ex art. 624 c.p.c.* la fondatezza dell'opposizione *ex art. 615 c.p.c.*<sup>42</sup>. Né qui può aver rilievo la competenza a decidere dell'opposizione *ex art. 615 c.p.c.*, che non spetta al giudice cui è stata assegnata quell'esecuzione, ma ad un magistrato diverso che appartiene al foro dell'esecuzione forzata.

Per queste ragioni, a me sembra sia prospettabile una diversa (e forse più lineare) soluzione al problema.

Condivido l'assunto della Procura, secondo cui il giudice dell'esecuzione può rilevare senza limiti di tempo l'inesistenza di un titolo esecutivo<sup>43</sup>: tale deve considerarsi per violazione della normativa eurounitaria il decreto ingiuntivo non opposto, privo di motivazione sulla nullità/non nullità del contratto concluso con un consumatore, perché contrario alle norme di ordine pubblico.

Una volta rilevata la nullità, al giudice dell'esecuzione non resta che dichiarare improcedibile l'esecuzione pendente, con un provvedimento

---

<sup>40</sup>[www.procuracassazione.it/procuragenerale/it/dett\\_quad\\_inter\\_norm.page?contentId=QINI2609](http://www.procuracassazione.it/procuragenerale/it/dett_quad_inter_norm.page?contentId=QINI2609), 9.

<sup>41</sup> Vale a dire il giudice del luogo in cui il consumatore ha il proprio domicilio.

<sup>42</sup> A.M. SOLDI, *Manuale dell'esecuzione forzata*, Milano, 2022, 113.

<sup>43</sup> Per tutti, B. CAPPONI, *Manuale dell'esecuzione forzata*, Torino, 2020, 68-69.

di cd. estinzione atipica<sup>44</sup>: quel che viene meno non è il titolo esecutivo (sul quale il giudice dell'esecuzione non può compiere un accertamento e che pertanto potrà *in thesi* essere utilizzato per muovere nuove esecuzioni forzate) quanto il processo esecutivo pendente<sup>45</sup>.

Se il creditore precedente intende contestare l'abusività della clausola rilevata dal giudice potrà evitare la chiusura anomala dell'esecuzione impugnando l'ordinanza del giudice con l'opposizione agli atti esecutivi (art. 617 c.p.c.).

Per contro, il debitore – che sollecitato in tal senso dal rilievo della nullità da parte del giudice dell'esecuzione, intendesse rimuovere per sempre l'efficacia di quel titolo esecutivo – potrà promuovere l'opposizione all'esecuzione, senza che siano qui di ostacolo i limiti temporali imposti dall'art. 615, comma 2, c.p.c. In questo caso si assisterà ad una sospensione cd. interna al processo esecutivo, che appare più in linea con il principio di effettività della tutela giurisdizionale, predicato a più riprese dalla Corte di giustizia.

Resta da verificare quali conseguenze comporti l'accoglimento dell'opposizione *ex art.* 615, comma 2, c.p.c. sulla vendita forzata già disposta. In linea con quanto stabilito dalle Sezioni Unite della Cassazione nel 2012<sup>46</sup>, la Corte di Giustizia, in una delle quattro sentenze coeve del maggio 2022, giudicando di un caso spagnolo, ha statuito la salvezza degli effetti della vendita forzata, prevedendo che in questo caso il debitore, vittorioso in sede di opposizione, possa

---

<sup>44</sup> Cass. 22 giugno 2017, n. 15554; Cass. 6 marzo 2020, n. 6481.

<sup>45</sup> M. STELLA, *Il procedimento monitorio nella curvatura delle nullità di protezione consumeristiche*, cit., 2129. *Contra*, A.M. SOLDI, *Manuale dell'esecuzione forzata*, cit., 112, secondo la quale, invece, il caso prospettato non rientrerebbe tra quelli che danno vita ad una inesistenza originaria o sopravvenuta del titolo esecutivo, sicché il giudice dell'esecuzione, rilevata la nullità del contratto concluso con il consumatore, che di essa intenda avvalersi, non potrebbe limitarsi a dichiarare improcedibile l'esecuzione, ma dovrebbe semmai indicare all'esecutato il rimedio di cognizione da esperire. L'A. ritiene cioè che l'invalidità del decreto ingiuntivo non opposto possa (e debba) essere accertata, all'esito di un processo di cognizione. Una soluzione, questa, che non convince pienamente perché l'improcedibilità dell'esecuzione (che è soluzione che l'A. critica) non comporterebbe la caducazione del titolo esecutivo ma, appunto, avrebbe conseguenze solo rispetto al processo esecutivo pendente.

<sup>46</sup> Cass. Sez. Un., 28 novembre 2012, n. 21118, in *Riv. dir. process.*, 2013, 1558, con nota di S. VINCRE, *La stabilità della vendita forzata: un 'dogma' riaffermato*.

pretendere dal creditore la restituzione delle somme ricavate dalla vendita del bene e il risarcimento dei danni<sup>47</sup>.

Infine, giova chiedersi quale sia la sorte delle esecuzioni forzate già concluse, promosse in virtù di decreti ingiuntivi non opposti, quando né il giudice del monitorio (a monte), né quello dell'esecuzione (a valle) abbiano rilevato l'esistenza delle clausole abusive. In questi casi, a seguire i principi enunciati dalla Corte di giustizia, dovremmo concludere nel senso che il debitore (a questo punto ingiustamente) esecutato dovrebbe poter agire in ripetizione nei confronti del creditore.

Si porrà, semmai, in questi casi, il tema della prescrizione del diritto alla restituzione, *rectius* della individuazione del *dies a quo* dal quale il termine di prescrizione inizia a decorrere: anche su questo profilo, è intervenuta di recente la Corte UE<sup>48</sup>. Essa – sollecitata da un rinvio pregiudiziale formulato da un giudice polacco – ha ritenuto contraria alla normativa eurounitaria e al principio di effettività della tutela, una disciplina nazionale che preveda la decorrenza della prescrizione a partire dal giorno in cui la prestazione è stata eseguita dal consumatore, non essendo certo che egli, all'atto dell'adempimento, fosse a conoscenza dell'abusività delle clausole contenute nel contratto

---

<sup>47</sup> C. Giust. UE, sentenza 17 maggio 2022, *Ibercaja Banco* C-600/19, cit., (punto 59) in cui si legge che “l'articolo 6, paragrafo 1, e l'articolo 7, paragrafo 1, della direttiva 93/13 devono essere interpretati nel senso che essi non ostano a una normativa nazionale che non autorizza un organo giurisdizionale nazionale, che agisce d'ufficio o su domanda del consumatore, a esaminare l'eventuale carattere abusivo di clausole contrattuali quando la garanzia ipotecaria sia stata escussa, il bene ipotecato sia stato venduto e i diritti di proprietà relativi a tale bene siano stati trasferiti a un terzo, purché il consumatore il cui bene è stato oggetto di un procedimento di esecuzione ipotecaria possa far valere i suoi diritti in un procedimento successivo al fine di ottenere il risarcimento, ai sensi della direttiva in parola, delle conseguenze economiche risultanti dall'applicazione di clausole abusive”.

<sup>48</sup> C. Giust. UE, 8 settembre 2022, C-80/21, C-81/21, C-82/21, *Crédit hypothécaire libellé en devises étrangères*, ECLI:EU:C:2022:646, che ha giudicato contraria una normativa nazionale (come quella polacca) secondo il termine di prescrizione decennale, relativo all'azione promossa dal consumatore per la restituzione delle somme indebitamente corrisposte al professionista, in adempimento di una clausola abusiva contenuta in un contratto di mutuo, inizia a decorrere dalla data di prescrizione di ciascuna prestazione da parte del consumatore, anche nel caso in cui quest'ultimo non fosse in grado di valutare, a tale data, il carattere vessatorio di quella clausola, e senza tener conto del fatto che quel contratto prevedesse un periodo di rimborso delle somme mutate, ampiamente superiore al termine di prescrizione decennale fissato dalla legge.

concluso con il professionista. Il che, se non ci si inganna, sta a significare che l'azione *ex art. 2033 c.c.*, che il consumatore esecutato italiano potrà promuovere contro il professionista, non si prescriverà necessariamente in dieci anni dal momento in cui è divenuto definitivo l'ordine di pagamento del giudice dell'esecuzione. Graverebbe, semmai, sul consumatore, che richieda la restituzione di quanto pagato, l'onere di dimostrare di essere venuto a conoscenza della nullità del contratto in un momento successivo all'adempimento.

***Distributed ledger technology e ICOs***  
**(una favola giuridica sisifea sul diritto dei mercati finanziari e l'innovazione)\***

*E vidi anche Sisifo, che pene atroci soffriva, reggendo con entrambe le mani un masso immenso. Costui, piantando le mani e i piedi, spingeva su un colle la pietra: ma appena stava per varcarne la cresta, ecco la Violenza travolgerlo, e rotolava al piano di nuovo la pietra impudente. Ed egli tendendosi spingeva di nuovo: dalle membra gli colava il sudore, dal capo si levava la polvere*  
(Odissea, XI, 593-600)

**SOMMARIO:** 1. Introduzione – 2. Cenni descrittivi sul fenomeno – 3.1 *Security tokens* tra diritto cartolare e registri informatici – 3.2 *Security tokens* tra diritto societario e dei mercati finanziari – 4. Oltre il muro, inseguendo Sisifo

*1. Introduzione*

Sin dagli albori dei tempi l'edificazione di muri ha accompagnato lo sviluppo dell'uomo e con i loro due versanti hanno sempre servito una duplice funzione, proteggere dall'esterno e circoscrivere l'interno, talora segregandolo.

Sono stati innalzati nei secoli anche muri immateriali, eppure più che percepibili nella loro esistenza, e tra questi quelli giuridici sono tra i più ricchi di implicazioni per l'evoluzione umana: non è invero senza motivo se la presenza di un complesso di regole sia uno dei parametri più rilevanti per l'identificazione dell'identità e del grado di civilizzazione di una comunità, che proprio sulla loro presenza consolida il proprio legame sociale. Attraverso una semplificazione, si può dire che uno degli aspetti fondanti dell'esperienza giuridica è proprio quello della propria delimitazione, della fissazione dei propri confini: la scelta di regolare un aspetto del reale inevitabilmente traccia una distinzione tra ciò che è giuridicamente rilevante e ciò che non lo

---

\* Una precedente versione del presente contributo è destinata a comparire negli *Studi in onore del Prof. Sabino Fortunato* e la pubblicazione di quest'aggiornamento è stata autorizzata dalla Prof.ssa Daniela Caterino, che si ringrazia sentitamente.

è, separa il tipico dall'atipico, il conforme dal non conforme. A questa osservazione se ne lega un'altra che vede il fenomeno giuridico come un'appendice logica ed a maturazione ritardata (e frammentaria) rispetto al reale: la crescente complessità di quest'ultimo ha posto impietosamente in luce i molteplici profili di inadeguatezza del diritto, che da «generale», «astratto», «certo», «organico», «terribile» è divenuto «singolare», «contingente», «mite», «soft», «liquido», «flou»... e, anche se non da tempi recenti, «emergenziale».

Proseguendo all'interno della metafora di esordio, si è passati dalle enormi ed articolate roccaforti giuridiche rappresentate dai codici, frutto del pensiero illuministico e del positivismo ottocentesco, ad una serie sempre più sparpagliata e precaria di fortini, avamposti e trincee che, isolati ed oggetto di costanti rifacimenti, presidiano una frontiera sempre meno riconoscibile e lontana dal nucleo di principi e valori di ciascun ordinamento.

La (ir)riconoscibilità dei limiti del diritto – o, comunque, la crescente problematicità della sua individuazione rispetto alla frastagliatissima terra di nessuno immediatamente a ridosso – s'intreccia inseparabilmente con la «inespressività» dei complessi di regole destinati a governare settori sempre più circoscritti e specializzati dell'esperienza sociale ed economica. «Inespressività» da intendersi come impossibilità o, comunque, notevole difficoltà nell'identificare il fondamento assiologico delle scelte sottostanti all'assetto regolamentare e di comprenderne la ratio.

Questi rapidi ed elementari cenni iniziali consentono di avvicinarsi ad uno di questi avamposti dell'esperienza giuridica ove la tensione tra la costante evoluzione delle attività economiche ed il tessuto normativo elaborato per regolarle è acuta e tangibile: ci si riferisce al diritto dei mercati finanziari. In questo ambito si ritrovano con massima evidenza quasi tutti i principali sintomi dell'inadeguatezza del diritto rispetto ai fenomeni destinati ad essere assoggettati al suo dominio.

Il ciclico avvicinarsi di crisi in parte addebitabili all'inidonea risposta normativa e dei susseguenti interventi «correttivi», oltre a porre in luce la frammentarietà di un sistema settoriale che trascorre discontinuamente dal pletorico al lacunoso, evidenzia la presenza di costanti – e non sempre commendevoli – tendenze centrifughe rispetto agli oneri regolatori. L'osservazione della vasta congerie di cambiamenti, ripensamenti, aggiunte e rimozioni ai testi giuridici dà

l'impressione di un perpetuo, scomposto inseguimento degli attori dei mercati: la tensione verso il completamento (che dovrebbe essere sostenuta da un progetto sistematico, in realtà carente) è costantemente frustrata dai nuovi avanzamenti che riportano il «macigno» regolatorio a valle non appena si era creduto che fosse stato finalmente collocato in cima.

Questa inesausta contesa tra fuggitivi dalle «mura» giuridiche dei mercati finanziari ed i fautori della loro espansione (o contrazione, a seconda delle stagioni e delle mode) conosce oggi un nuovo episodio, apparentemente localizzato, ma in realtà suscettibile di generare ripercussioni di vasta portata sulla provincia del diritto di cui si parla: si parla dell'affermazione – anche sul piano normativo – della tecnologia *blockchain*<sup>1</sup> e del suo riflesso sulla realizzazione di operazioni di finanziamento a vantaggio di realtà imprenditoriali usualmente di piccola entità, convenzionalmente definite come *Initial Coin Offerings (ICOs)*<sup>2</sup>, con un acronimo accortamente modellato sulle

---

<sup>1</sup> Occorre avvertire il lettore che il termine *Blockchain*, benché ne sia sostanzialmente diventato la designazione eponima a causa della sua notorietà, in realtà rappresenta una specie della *Distributed Ledger Technology (DLT)*, poiché contraddistingue solo uno dei protocolli mediante i quali può essere strutturata una *DLT* (v. già la Risoluzione del Parlamento europeo del 3 ottobre 2018 (2017/2772(RSP) sulle tecnologie di registro distribuito e *blockchain*): si tratta in particolare di quello associato all'emissione ed allo scambio della valuta virtuale *Bitcoin*. Peraltro, nella realizzazione di un'*ICO* spesso si impiega, con opportuni adattamenti, un protocollo già predisposto per la creazione ed il funzionamento di *DLT* già affermate (come, ad esempio, i protocolli ERC20, ERC1400 ed ERC3643 di *Ethereum*).

<sup>2</sup> Sempre a fini di completezza informativa, è doveroso riferire che anche sotto questo aspetto il lessico è tutt'altro che univoco e sedimentato; si registra, infatti, il diffuso impiego di almeno altri due acronimi: *STO (Security Token Offering)* e *IEO (Initial Exchange Offering)*. Se il primo pone in maggior evidenza la natura e la funzione dell'oggetto dell'appello al pubblico risparmio (ossia, appunto, dei *token* rappresentativi, in senso lato, uno strumento di investimento di matrice societaria, ma su tali «gettoni» si veda più oltre nel testo), nel secondo caso l'intera dinamica dell'operazione non è intuitivamente desumibile dalla designazione che è emersa nella prassi, ma può essere illustrata come un'emissione di *tokens* per tramite di una piattaforma *online* (denominata *exchange*, sulla falsariga dei mercati di borsa) che svolge una potenziale molteplicità di ruoli: quello di validazione del soggetto proponente l'emissione di *token* e del suo progetto imprenditoriale, quello di creazione (informatica) dei *tokens* configurati conformemente alla volontà dell'emittente, quello di emissione stessa dei *tokens* così creati per conto

---

dell'emittente e del loro collocamento (spesso ponendo un limite quantitativo alle sottoscrizioni individuali per evitare la monopolizzazione dell'offerta da parte di singoli investitori), quello di custodia e gestione dei *tokens* per conto dei titolari, quello di infrastruttura ospitante il mercato secondario di questi titoli...

Per evitare ridondanze, si farà unicamente riferimento alle *ICOs*, non tanto perché esse possano essere riconosciute come un *genus* suscettibile di includere anche le altre operazioni a cui si è fatto cenno (il *ché*, tutt'al più può essere considerato vero a certe condizioni solo per le *STOs*), quanto perché nel caso delle *IEOs* l'elemento caratterizzante non si rinviene in una particolare configurazione o funzione dei *tokens*, bensì nel multiforme coinvolgimento dell'*exchange*. Dal momento che anche in quest'ultima ipotesi, dunque, resta invariato il ricorso ai *tokens*, intesi (per quanto qui interessa) quali identiche frazioni dematerializzate rappresentative di un'unitaria operazione di scambio o di finanziamento, essa si colloca al di fuori dell'ambito della ricerca qui condotta, incentrata sulla natura e la disciplina dei *tokens* e non dell'attività svolta dall'*exchange* telematico. Peraltro, pure dinanzi alle diverse peculiarità e funzioni delle operazioni sottostanti tali offerte iniziali, la tendenza regolamentare è nel senso di accomunare le emissioni dei vari *token* non finanziari rispetto all'obbligo di pubblicare un documento informativo (*white paper*) non approvato dalle autorità competenti, ma a queste comunque comunicato e sottoposto al rispettivo scrutinio (v. anche *infra*, *sub* nt. 45 e 46 e testo corrispondente).

Per un approfondimento su *ICOs*, *STOs* e *IEOs*, v. lo studio monografico di C. SANDEI, *L'offerta iniziale di crypto-attività*, Torino, 2022, *passim*; cui *adde*, anche per una rassegna diacronica dei relativi dati economici: I.M. BARSAN, *Legal Challenges of Initial Coin Offerings*, in *Rev. Trim. Dr. Fin.*, 2017, 54 ss.; D. NESTARCOVA, *A Critical Appraisal of Initial Coin Offerings*, in *Brill Research Perspectives in Int.l Bank. Sec. L.*, 2018, Vol. 3, 1 ss.; P. HACKER, C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, in *Eur. Comp. Fin. Law Rev.*, 2018, Vol. 15, 645 ss.; F. ANNUNZIATA, *La disciplina delle trading venues nell'era delle rivoluzioni tecnologiche: dalle criptovalute alla distributed ledger technology*, in *Riv. ODC*, 2018, n. 3, 3 ss.; ID., *Speak, If You Can: What are You? An Alternative Approach to the Qualification of Tokens and Initial Coin Offerings*, in *Eur. Comp. Fin. Law Rev.*, 2020, Vol. 17, 129 ss.; S.T. HOWELL, M. NIESSNER, D. YERMACK, *Initial Coin Offerings: Financing Growth with Cryptocurrency Token Sales*, in *ECGI Working Paper Series in Finance*, n. 564/2018, 2019, 7 ss.; F. MURINO, *Riflessioni sulle Initial Coin Offering (ICO) e sugli utility token*, in *FinTech*, a cura di F. Fimmanò e G. Falcone, Napoli, 2019, 435 ss.; R. VAMPA, *Fintech e criptovalute: nuove sfide per la regolazione dei mercati finanziari*, *ivi*, 569 ss.; D. BOREIKO, G. FERRARINI, P. GIUDICI, *Blockchain Startups and Prospectus Regulation*, in *Eur. Bus. Org. L. Rev.*, 2019, Vol. 20, 665 ss.; L. FERRAIS, *Le Initial Coin Offerings: fattispecie in cerca d'autore*, in *Fintech*, 2<sup>a</sup> ed., a cura di M.-T. Paracampo, II, Torino, 2019, 269 ss.; P. MAUME, M. FROMBERGER, *Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling U.S. and E.U. Securities Laws*, in *Chicago J. Int'l L.*, 2019, Vol. 19, 550 ss.; J. ROHR, A. WRIGHT, *Blockchain-Based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital*

affermate – e regolate – *Initial Public Offerings (IPOs)*, così da impostare un evocativo apparentamento. Apparentamento che però si arresta – o, almeno, nelle intenzioni di chi ricorre a questo canale di approvvigionamento di provvista finanziaria dovrebbe arrestarsi –

---

*Markets*, in *Hastings L. J.*, 2019, Vol. 70, 463 ss.; P. CARRIÈRE, *The Italian Regulatory Approach to Crypto-Assets and the Utility Tokens' ICOs*, in *Baffi CAREFIN Centre Research Paper*, n. 2019-113, 1 ss.; M. DE MARI, *Prime ipotesi per una disciplina italiana delle Initial Token Offerings (ITOs): token crowdfunding e sistemi di scambio di crypto-asset*, in *Riv. ODC*, 2019, n. 2, 269 ss.; P.P. PIRANI, *Gli strumenti della finanza disintermediata: Initial Coin Offering e blockchain*, in *AGE*, 2019, 327 ss.; D.A. ZETZSCHE, R.P. BUCKLEY, D.W. ARNER, L. FÖHR, *The ICO Gold Rush: It's a Scam, It's a Bubble, It's a Super Challenge for Regulators*, in *Harv. Int'l L. J.*, 2019, Vol. 60, 267 ss.; S. COHNEY, D. HOFMAN, J. SKLAROF, D. WISHNICK, *Coin-operated Capitalism*, in *Columbia L. R.*, 2019, Vol. 119, 591 ss.; G. GITTI, M. MAUGERI, C. FERRARI, *Offerte iniziali e scambi di crypto attività*, in *Oss. dir. civ. comm.*, n. 1, 2019, 95 ss.; G. GITTI, *Emissione e circolazione di cryptoattività tra tipicità e atipicità nei nuovi mercati finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, I, 13 ss., spec. 23 ss.; A. GENOVESE, *Innovazione tecnologica e trasformazione del settore finanziario tra initial coin offerings (ICOs) e investment crowdfunding: quali sfide per l'autorità di controllo?*, in *Fintech: diritti, concorrenza, regole. Le operazioni di finanziamento tecnologico*, a cura di G. Finocchiaro e V. Falce, Bologna, 2019, 17 ss.; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Offerte iniziali e scambi di crypto-attività: il nuovo approccio regolatorio della Consob*, in *Dir. banc.*, 2019, disponibile sul sito <http://www.dirittobancario.it>; V. IAIA, *Luci e ombre giuridico-tecniche delle Initial Token Offering tra tutela del risparmio e innovazione finanziaria*, in *Fintech, smart technologies e governance dei mercati*, a cura di A. Nuzzo, Roma, 2020, 491 ss.; R. PISELLI, *Le procedure atipiche di offerta dei crypto-asset. Tra trasparenza perduta e marginalizzazione dell'informazione societaria*, *ivi*, 445 ss.; S. BRUNO, *La raccolta del risparmio mediante emissione di crypto-attività: le initial coin offerings*, in *Banche, intermediari e fintech. Nuovi strumenti digitali in ambito finanziario*, a cura di G. Cassano, F. Di Ciommo e M. Rubino De Ritis, Milano, 2021, 271 ss.; S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, Milano, 2021, 60 ss.; I. H-Y CHIU, *Regulating the crypto economy: business transformations and financialisation*, London, 2021, cap. 1, IV(B) e V e cap. 2, III(B) e, per una rassegna di reazioni legislative nei confronti delle ICOs, cap. 3, II (ed. online); E.M. INCUTTI, «Initial Coin Offering» ed il mercato delle crypto-attività: l'ambiguità degli «utility token», in *Riv. dir. priv.*, 2022, 73 ss.; G. FERRARINI, P. GIUDICI, *Digital Offerings and Mandatory Disclosure: A Market-Based Critique of MiCA*, in *ECFLR*, Special Volume 5, 2022, 88 ss.; T. LAMBERT, D. LIEBAU, P. ROOSENBOOM, *Security token offerings*, in *Small Bus. Econ.*, 2022, Vol. 59, 299 ss.; M. DE MARI, G. GASPARRI, T.N. POLI, *Introduzione: DLT e crypto attività*, in *Tokenizzazione di azioni e azioni tokens*, in *Quad. giur. CONSOB*, 2023, n. 25, 34 ss..

all'evocazione delle *IPOs*, sottraendosi tuttavia al poliedrico ed oneroso complesso disciplinare che ne scandisce la realizzazione.

Premettendo alcuni brevi cenni sulla variegata dinamica effettuale di queste operazioni, si procederà a identificare alcuni dei principali nodi problematici che esse pongono tra diritto societario e dei mercati finanziari e, da ultimo, si delinea un'opinione in merito alle scelte normative operate dinanzi ai fenomeni innovativi ed alla loro fondamentale inadeguatezza.

## 2. *Cenni descrittivi sul fenomeno*

Se, com'è insito nella sua natura, il diritto arranca nella scia dell'evoluzione tecnologica ed ancora stentano a formarsi delle definizioni sufficientemente elastiche da sovrainporsi alla realtà e ricevere diffusa adesione, si può tentare una prima convenzionale approssimazione ai fini del discorso che seguirà.

Comune alle varie *ICOs* è la circostanza che vi sia un soggetto che emette dei *tokens* al fine di raccogliere risorse finanziarie da destinare ad un progetto imprenditoriale (frequentemente di matrice digitale e *online*) ed al contempo si registra la (voluta) mancanza della penetrante attività di intermediazione professionale imposta nelle *IPOs*, sulla quale si impernia il vigente modello di regolazione dei mercati finanziari.

L'unità minima rappresentativa dell'investimento in una *ICO*, ossia il *token*, è nei fatti un'etichetta, che nella sua spoglia semplicità si rivela del tutto neutra, dal momento che finalità del tutto eterogenee possono essere assolte ricorrendo a tali strumenti. La chiave della crescente affermazione dei *tokens* e dell'ambizione disintermediatrice alla radice di larga parte dei fenomeni *Fintech*<sup>3</sup> non sembra risiedere, però, tanto

---

<sup>3</sup> Un'indiretta definizione giuridica dell'ampio e sfaccettato fenomeno del *Fintech* si può rinvenire all'interno dell'art. 36, comma 2-*bis*, d.l. 30 aprile 2019, n. 34, nel quale si legge che esso comprende le «attività di tecno-finanza [...] volte al perseguimento, mediante nuove tecnologie quali l'intelligenza artificiale e i registri distribuiti, dell'innovazione di servizi e di prodotti nei settori finanziario, creditizio, assicurativo e dei mercati regolamentati». Precisamente riguardo allo schema di regolamento attuativo della sperimentazione concernente tali attività (schema d.m. Comitato *Fintech*), il Consiglio di stato (par., 12 gennaio 2021, n. 109) ha affermato che la definizione di *Fintech* da esso recata appariva «generica ed eccessivamente ampia» e che dovesse essere riformulata riprendendo il testo normativo primario. Il d.m. 30 aprile 2021, n. 100 (d.m. Comitato *Fintech*) infine adottato si discosta

sul piano di una loro intrinseca differenza rispetto alla varietà di omologhi mezzi per la raccolta di capitali noti e regolati, bensì su una variante estrinseca, plasmata dalla *Distributed Ledger Technology* (*DLT*), circa la quale si impone una breve digressione.

Questa tecnologia è basata sulla condivisione telematica di un registro digitale (o, più genericamente, una banca dati) distribuito su multipli nodi interconnessi: l'operatività di tale registro è retta da algoritmi di consenso e da *smart contracts*<sup>4</sup>, ossia programmi che, eseguiti sui nodi di tale registro, replicano in forma di codice sorgente le istruzioni impartite e ne consentono l'esecuzione. Il risultato è la creazione di un ambiente nel quale il medesimo registro è tenuto e costantemente aggiornato secondo modalità automatiche presso ciascun nodo che lo compone<sup>5</sup>. Si possono poi distinguere varie

---

comunque nel suo art. 1, lett. *c* dalla formulazione della fonte sovraordinata, alterandone, conseguentemente, la potenziale portata applicativa (se non altro ai fini della perimetrazione delle competenze del Comitato), con la seguente definizione di *Fintech*, quali «attività volte al perseguimento, mediante nuove tecnologie, dell'innovazione di servizi e di prodotti nei settori bancario, finanziario, assicurativo».

<sup>4</sup> Per il diritto italiano, uno *smart contract* consiste in «un programma per elaboratore che opera su tecnologie basate su registri distribuiti e la cui esecuzione vincola automaticamente due o più parti sulla base di effetti predefiniti dalle stesse» (art. 8-ter, comma 2, primo periodo, d.l. 4 dicembre 2018, n. 135). Alla data di chiusura delle bozze del presente scritto, tuttavia, non sono state ancora adottate dall'Agencia per l'Italia digitale le linee guida ad essa demandate e che avrebbero dovuto determinare il processo di identificazione informatica delle parti interessate, indispensabile per il soddisfacimento del requisito della forma scritta degli *smart contracts*, con ogni probabilità per le stesse ragioni che hanno condotto alla mancata attuazione del comma 3 del medesimo articolo. Sul punto v. *infra* nel testo, in corrispondenza della nota 16.

<sup>5</sup> Nel medesimo testo normativo citato alla nota precedente si rinviene altresì una definizione delle «tecnologie basate su registri distribuiti», le quali sono identificate come «le tecnologie e i protocolli informatici che usano un registro condiviso, distribuito, replicabile, accessibile simultaneamente, architetture decentralizzate su basi crittografiche, tali da consentire la registrazione, la convalida, l'aggiornamento e l'archiviazione di dati sia in chiaro che ulteriormente protetti da crittografia verificabili da ciascun partecipante, non alterabili e non modificabili» (art. 8-ter, comma 1, d.l. 135/2018).

A livello europeo è stata prospettata una definizione di *DLT* nella *Proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle criptoattività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937 (COM(2020) 593 final – proposta MiCAR, consultato e riportato nel testo di accordo provvisorio raggiunto tra Parlamento e Consiglio UE il 5 ottobre 2022), in base alla quale essa consisterebbe*

configurazioni di tale ambiente in ragione della maggiore o minore libertà con cui vi si può accedere ed apportare modifiche al registro: si collocheranno, quindi, ai due estremi dello spettro *DLT permissionless* e *DLT permissioned*, a seconda che manchi o sia viceversa richiesta un'autorizzazione per essere ammessi ed avere la facoltà di alterare i contenuti del registro. L'orizzonte delle alternative non è tuttavia polarizzato in senso esclusivamente binario e possono darsi molte ulteriori modalità intermedie adatte a distribuire variamente in capo ad uno o a più utenti la possibilità di ammettere nuovi partecipanti o anche di determinare variazioni sul registro condiviso.

Grazie alla creazione di una simile infrastruttura telematica diffusa, vengono ad esistenza i medesimi *tokens*, formati da codici alfanumerici accessibili tramite chiavi crittografiche, che li ricollegano esclusivamente ai rispettivi titolari e veicolano i diritti ad essi attribuiti. Così, sono precostituite le condizioni per la costante identificabilità del titolare di ciascun *token*, la trasferibilità di questi ultimi (con connessa

---

*in* «tecnologia di registro distribuito quale definita al regolamento sul regime pilota della DLT» (art. 3, par. 1, n. 1) e, similmente, anche nel menzionato *Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo ad un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia di registro distribuito e che modifica i regolamenti (UE) n. 600/2014 e (UE) n. 909/2014 e la direttiva 2014/65/UE, in cui si parla di* «una tecnologia che consente il funzionamento e l'uso dei registri distribuiti» (art. 2, par. 1, n. 1, reg. 2022/858 – Regime Pilota), a loro volta definiti come «archivio di informazioni in cui sono registrate le operazioni e che è condiviso da una serie di nodi di rete DLT ed è sincronizzato tra di essi, mediante l'utilizzo di un meccanismo di consenso» (art. 2, par. 1, n. 2). Tralasciando l'inopportunità di collocare in un testo normativo dichiaratamente provvisorio (ossia il Regime Pilota) una nozione che ha un evidente afflato di definitività, l'esigenza di governare comprensivamente il più ampio spettro di tecnologie digitali si è ad ogni modo tradotta nell'estrema genericità di tali definizioni, giuridicamente agnostiche e predicabili anche per registri digitali non necessariamente basati sulla *DLT*. All'atto della compiuta realizzazione dell'insieme di misure europee contemplate nella *Digital Finance Strategy*, il problema interpretativo sarà presumibilmente quello di una limitazione della loro virtuale portata applicativa: non potendo poggiare esclusivamente sulle elusive definizioni così fornite, tale operazione dovrà sistematicamente articolarsi sull'oggetto della regolazione e sulle frastagliate previsioni identificanti gli ambiti inclusi (*positive scope*) e quelli estranei (*negative scope*). In altre parole, per il timore di lasciare qualcosa fuori da questo nuovo recinto, è stato paradossalmente complicato il compito di chi in concreto dovrà accertarne i limiti.

realizzazione di un presupposto per la loro negoziabilità<sup>6</sup>), la tracciabilità negli scambi e la tendenziale certezza ed irreversibilità delle operazioni; concettualmente, inoltre, la *DLT* è presentata come idonea alla prevenzione di fenomeni di sovraemissione o sovracircolazione.

Com'è evidente, questi aspetti di natura tecnica consentono sul piano concettuale il travolgimento dei pilastri su cui poggia larga parte dell'architettura normativa dei mercati finanziari (basti pensare alla frontale contrapposizione con la necessaria intermediazione nella negoziazione sui mercati, con la tendenziale concentrazione delle operazioni sui mercati regolamentati ripristinata con la MiFID2, con la registrazione, gestione accentrata e regolamento degli strumenti finanziari dematerializzati affidati a depositari centrali...): seppure allo stato la *DLT* necessita di ulteriore sviluppo ed elaborazione normativa affinché possa aspirare a sostituirsi al complesso reticolo infrastrutturale e dei soggetti qualificati coinvolti – in parte condizionato dal livello di avanzamento tecnologico, in parte imposto dalla complessità stessa della normativa, in parte frutto di talune scelte strategiche dei principali operatori privati –, sia autorità nazionali e sovranazionali, che numerosi operatori economici se ne stanno valendo, sondandone gli specifici profili di rischiosità, nonché i margini di equivalenza funzionale rispetto ai registri accentrati ed agli ulteriori fenomeni di accentramento riscontrabili nel funzionamento dei mercati.

In tutto ciò, nelle intenzioni di chi li impiega, i *tokens*<sup>7</sup> – tecnicamente ed anche etimologicamente «simboli» a contenuto neutro

---

<sup>6</sup> Con la precisazione che la possibile mancanza di standardizzazione dei *tokens* o la loro infungibilità potrebbero in concreto impedire gli scambi (o, quanto meno, una loro ragionevole consistenza e continuità), né, come tra poco si vedrà, la natura stessa dei *tokens* si presta sempre alla nascita di un mercato.

<sup>7</sup> A livello europeo, anziché il *token*, si è preferito porre al centro del pacchetto di riforme in via d'ultimazione la macro-nozione di «cripto-attività», definita, come fatto per la *DLT*, ancora una volta in termini molto generici (v. *supra*, *sub* nt. 5) a causa del timore di immediata obsolescenza della regolamentazione, quale «una rappresentazione digitale di un valore o un diritto che può essere trasferito e memorizzato elettronicamente, utilizzando la tecnologia di registro distribuito o una tecnologia analogica» (art. 3, par. 1, n. 2, proposta MiCAR, che sarà anche il punto di riferimento per il Regime Pilota, nel quale compaiono sia i *tokens* – cfr. considerando nn. 3, 5, 7 –, sia le cripto-attività, sprovviste però di alcuna definizione). Del *token*, invece, sono state declinate soltanto alcune varianti, quali il «*token* collegato ad

---

attività», il «*token* di moneta elettronica» e l'«*utility token*» (art. 3, par. 1, nn. 3–5, proposta MiCAR). I *non-fungible tokens*, inizialmente scartati per una loro ritenuta inidoneità alla formazione di mercati, sono stati da ultimo ripresi in considerazione nell'ambito della proposta MiCAR, nella misura in cui l'emissione di una serie di frazioni di tali *tokens* sia composta da unità in sé fungibili, oppure in cui l'infungibilità sia solo dichiarata, ma in realtà volta a celare una sostanziale scambiabilità (considerando nn. 6b e 6c). Per altre considerazioni su di essi, si rinvia a P. CARRIÈRE, *Cripto attività quali rappresentazioni "originarie" o "derivative. Profili di diritto societario e dei mercati finanziari*, in *Tokenizzazione di azioni*, cit., 62 ss..

In due importanti ordinamenti giuridici nazionali europei, quali quello francese e quello tedesco, che hanno operato delle riforme prima e dopo l'avvio dell'iniziativa europea, si registra un approccio diversificato: in Francia con la *loi PACTE* (*loi 22 maggio 2019*, n. 486) è stato introdotto il *jeton*, definito nell'art. L. 552-2 *code monétaire et financier* (*c.m.f.*) come «tout bien incorporel représentant, sous forme numérique, un ou plusieurs droits pouvant être émis, inscrits, conservés ou transférés au moyen d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé permettant d'identifier, directement ou indirectement, le propriétaire dudit bien». L'accento è posto dal legislatore francese su tale concetto fondamentale, che, salvo il riferimento alla sua natura di bene incorporeo, con la sua neutralità funzionale ha percorso ed ispirato la nozione di «cripto-attività» europea. Alla disciplina del *dispositif d'enregistrement électronique partagé*, viceversa, è stato dedicato minor spazio e, salvo ribadire l'esigenza d'integrità delle iscrizioni, essa sostanzialmente opera un rinvio all'autonomia dei privati nella sua organizzazione: l'art. R 211-9-7 *c.m.f.*, infatti, recita che «le dispositif d'enregistrement électronique partagé mentionné à l'article L. 211-3 est conçu et mis en œuvre de façon à garantir l'enregistrement et l'intégrité des inscriptions et à permettre, directement ou indirectement, d'identifier les propriétaires des titres, la nature et le nombre de titres détenus. Les inscriptions réalisées dans ce dispositif d'enregistrement font l'objet d'un plan de continuité d'activité actualisé comprenant notamment un dispositif externe de conservation périodique des données. Lorsque des titres sont inscrits dans ce dispositif d'enregistrement, le propriétaire de ces titres peut disposer de relevés des opérations qui lui sont propres».

Con la *Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG)* del 3 giugno 2021 il legislatore tedesco, invece, ha agito in maniera sistematicamente lineare creando una macrocategoria unitaria di titoli di credito elettronici (sia pur limitandone l'applicazione alle sole obbligazioni al portatore: § 1 *eWpG*), ed ha quindi operato in una duplice direzione: da un lato, ha soppresso la necessaria materialità cartacea dei titoli di credito, fino a quel momento essenziale nel diritto teutonico, e consentito la loro totale dematerializzazione attraverso l'iscrizione in un registro centralizzato (§ 2, Abs. 1, § 4, Abs. 1, e § 12 ss. *eWpG*, che nel loro combinato disposto introducono la figura dello *Zentralregisterwertpapier*), mentre, dall'altro, ha consentito l'emissione di cripto-titoli di credito elettronici (*Kryptowertpapier*: § 4, Abs. 3 e § 16 ss. *eWpG*) su sistemi di registrazione decentralizzati a prova di contraffazione in cui i dati vengono iscritti in sequenza temporale e protetti contro cancellazioni non autorizzate

ed indeterminato – e le *ICOs* – che, come già detto, volutamente riecheggiano l’istituzionale offerta al pubblico al contempo distanziandosene – si muovono parallelamente nella medesima direzione di affrancamento dal gravoso onere regolamentare, dai costi dell’intermediazione e dell’informazione (nelle sue varie declinazioni) al mercato. Un’attenta considerazione di tale aspetto – com’è già stato fatto in varie sedi nazionali e sovranazionali, nonché ad opera di diverse autorità di vigilanza<sup>8</sup> – impone di spingersi oltre il sottile guscio che si manifesta all’esterno di tali raccolte e sondarne la soggiacente finalità giuridica (ammesso, naturalmente, che ve ne sia una lecita).

Tralasciando l’ipotesi di *tokens* aventi funzione para-moneteraria (*payment/currency tokens*), che esulano dall’ambito finanziario e richiederebbero un’analisi a sé stante, si preferisce dunque affrontare altri due macrotipi di *token*, quelli che secondo la nomenclatura più diffusa sono qualificati *utility tokens* (o *vouchers*) e *security* (o *investment-type tokens*)<sup>9</sup>. Poiché i *tokens* non sono in sé idonei ad

---

e modifiche successive. In entrambi i casi, il punto focale della disciplina verte sull’organizzazione e sulla tenuta del registro, che, dopo un articolato procedimento di consultazione, è stata definita in un’ordinanza congiunta delegata al ministero della giustizia e per la protezione dei consumatori ed al ministero delle finanze (*Verordnung über Anforderungen an elektronische Wertpapierregister - eWpRV*), come previsto dal § 23 *eWpG*.

<sup>8</sup> Si segnala da ultimo anche la consultazione aperta a fine febbraio 2022 dal ministero dell’economia e delle finanze italiano col suo Libro Verde su *La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita* (disponibile sul sito

[https://www.dt.mef.gov.it/it/dipartimento/consultazioni\\_pubbliche/consultazione\\_libro\\_verde.html](https://www.dt.mef.gov.it/it/dipartimento/consultazioni_pubbliche/consultazione_libro_verde.html)), il quale menziona altresì “l’esigenza di dotare l’Italia di una cornice legislativa che consenta l’emissione e la circolazione in forma digitale di strumenti finanziari tramite tecnologie basate su registri distribuiti [...], anche in vista della futura applicazione del regolamento UE relativo al c.d. regime pilota DLT” (p. 21).

<sup>9</sup> Ai fini di una minimale ricognizione, non si può mancare di ricordare che tra le funzioni economico-giuridiche (scambio e partecipazione) che polarizzano le qualificazioni indicate nel testo si colloca un ampio insieme di *tokens* ibridi, che possono consentire ai rispettivi titolari di beneficiare dei risultati finanziari attesi dalla realizzazione del progetto imprenditoriale in cui hanno investito, oppure di conseguire i beni o i servizi erogati. Non solo, i *tokens* ottenuti in una determinata fase di un’*ICO* possono svolgere un ruolo puramente prodromico, in quanto contenenti soltanto il diritto ad essere convertiti in altri *tokens* emessi al raggiungimento dell’obiettivo economico della stessa, anche automaticamente per effetto del verificarsi di condizioni dedotte in appositi *smart contracts*. Talora, poi, i *tokens* possono essere

esprimere quali siano i diritti che veicolano (né il linguaggio crittografico in cui sono codificati è intellegibile per l'uomo), essi sono in genere esplicitati ad opera di un documento, nella prassi denominato *white paper*, che, sulla falsariga del prospetto informativo (ma in genere più breve ed in forma semplificata), è diffuso per illustrare gli aspetti salienti dell'offerta.

Si è dell'idea che tra gli *utility tokens* devono essere ricondotti tutti quegli strumenti virtuali che poggiano su un'esclusiva (o, comunque, ampiamente preponderante) funzione commutativa: essi, in altri termini, consentono al loro sottoscrittore di acquistare un bene (presente o futuro) o ottenere un servizio dall'emittente.

In quanto tali, essi consentiranno all'emittente di identificare, alla stregua di documenti di legittimazione (art. 2002 c.c.), l'avente diritto alla prestazione dedotta in contratto, la quale sarà disciplinata in dipendenza della natura del progetto imprenditoriale sussidiato dalle norme volta per volta rilevanti (vendita, appalto, concessione in licenza...) alle quali si aggiungeranno – com'è già stato osservato in dottrina –, nel caso in cui il sottoscrittore agisca nella veste di consumatore, tutte le previsioni applicabili del codice del consumo (e si pensa specialmente a quelle contrastanti pratiche commerciali ingannevoli o aggressive, quelle sulle clausole vessatorie, quelle sull'informazione precontrattuale e sulla commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori...) e del d.lgs. 9 aprile 2003, n. 70 in materia di *e-commerce* (destinato ad essere modificato per effetto dell'introduzione del reg. (UE) n. 2022/2065, relativo a un mercato unico dei servizi digitali e che modifica la direttiva 2000/31/CE). Da altro punto di vista, l'assenza di una promessa di rendimenti finanziari o, quanto meno, di una loro implicita

---

apparentemente consegnati come *currency tokens*, i quali, però, assumono i connotati sostanziali degli *utility tokens*, essendo unicamente utilizzabili come strumento di accesso ai beni/servizi erogati dall'emittente o, comunque, fruibili sulla piattaforma sulla quale l'offerta si è perfezionata (approfonditamente sulla distinzione tra *tokens* ibridi e convertibili: J. LEE, *Law and Regulation for a Crypto-market: Perpetuation or Innovation?*, in *Routledge Handbook of Financial Technology and Law*, I. H-Y Chiu, G. Deipenbrock (eds.), Abingdon-NewYork, 2021, 356 ss., spec. 368 ss.).

aspettativa legata all'investimento, porta tali *tokens* al di fuori del perimetro del testo unico finanziario<sup>10</sup>.

Diversamente, i *security tokens* possono essere variamente configurati per emulare le pretese abitualmente riscontrabili in un ampio insieme di fattispecie di strumenti di investimento, quali il diritto alla partecipazione agli utili o la remunerazione sotto forma di interessi, e può essere altresì riconosciuto – anche se ciò non rileva per la qualificazione ai fini della disciplina finanziaria – un più o meno ampio diritto di voto.

A questi ultimi strumenti ed alle problematiche che più da vicino li riguardano si dedicherà, dunque, spazio nel successivo paragrafo, tentando di non cadere nelle secche della ricostruzione dogmatica attraverso un'osservazione dello sviluppo della realtà degli scambi e delle tendenze normative in via d'affermazione.

---

<sup>10</sup> Anche l'applicazione di uno sconto rispetto al prezzo del bene o del servizio promessi (similmente a quanto avviene in alcune varianti di *equity-based crowdfunding*) non pare idonea a mutare la natura del *token* in un investimento finanziario, sebbene evidenzi la tenuità delle distinzioni concettuali: vi sarà pur sempre, sul piano economico, una componente *lato sensu* finanziaria, ma essa non si riverbera nella dimensione giuridica, ove occorre valutare la centralità nell'economia contrattuale del conseguimento di un bene o di un servizio rispetto all'incremento del capitale investito nel tempo. Della labilità di certe distinzioni concettuali sembra si sia avveduto il legislatore europeo quando ha riconsiderato la rigida esclusione dei *non-fungible tokens* dalla proposta MiCAR ed ha ritenuto che «nella valutazione e classificazione dei *crypto-assets*, le autorità competenti dovrebbero adottare un approccio di prevalenza della sostanza sulla forma, in base al quale le caratteristiche dello strumento in questione ne determinano la qualificazione, non la sua designazione ad opera dell'emittente» (dal testo del considerando n. 6c). Si segnala in ciò la distanza dal genere di approccio che la CONSOB aveva suggerito nel *Documento per la discussione* del 19 marzo 2019 (intitolato *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*): «Il pregio che la Consob attribuisce alla codificazione di una categoria *ad hoc* – distinta dai prodotti finanziari – è connesso, in primo luogo, con la possibilità di contenere l'onere di condurre (da parte sia del mercato sia dell'autorità) un'analisi *case-by-case* volta all'individuazione della sussistenza (o meno) delle caratteristiche del prodotto finanziario».

Per ulteriori approfondimenti in lingua italiana in materia di *utility tokens*, da ultima v. C. SANDEI, *L'offerta iniziale*, cit., 36 ss.

### 3.1 Security tokens *tra diritto cartolare e registri informatici*

Trattando degli *utility tokens*, si è manifestata la preferenza per una loro tendenziale riconduzione alla disciplina consumeristica e, ciò, lo si aggiunge, si lega all'esigenza di apprestare un adeguato livello di tutela di soggetti che, per le modalità in cui è realizzata l'offerta loro rivolta e per i connessi profili di complessità tecnica e giuridica, potrebbero versare in una condizione di inferiorità (conoscitiva, economica...) o di bisogno.

Sullo sfondo di tale opzione si stagliano la tutela del risparmio e l'apprestamento di un elevato livello di protezione degli investitori (sulla cui valenza di principi fondamentali concorrono da più prospettive l'art. 47 Cost., gli artt. 12, 114 e 169 Tratt. FUE, e l'art. 38 Carta UE), i quali costituiscono degli elementi ineludibili dell'orizzonte dei valori in cui devono muoversi i regolatori e gli interpreti in questa materia.

Ciò vale anche per i *security tokens*, rispetto ai quali, però, pare il caso di svolgere qualche ulteriore riflessione circa la loro qualificazione e l'individuazione dei margini di impiego legittimo di tale tecnica rappresentativa sui distinti – ma strettamente correlati – versanti del diritto societario (e cartolare), da un lato, e dei mercati finanziari, dall'altro.

Bisogna, infatti, osservare che secondo diversi studiosi la possibilità di ricorrere alla *DLT* per rappresentare partecipazioni sociali, titoli di debito o altri strumenti finanziari partecipativi attraverso dei *tokens* risulta subordinata al preliminare ed essenziale interrogativo circa l'equipollenza di tale tecnica alternativa rispetto alle regole societarie ed ai tradizionali principi cartolari. La veicolazione su *DLT* di questi strumenti è poi a valle compressa da tutta una serie di vincoli legati alle specificità disciplinari dei mercati finanziari<sup>11</sup>.

---

<sup>11</sup> Nell'accostarsi a tale quesito, si intende adottare un approccio che tiene conto dell'impulso trasmesso dal progresso economico e tecnologico all'evoluzione normativa dei titoli di credito. Nel corso dei secoli, il loro nucleo precettivo si è adattato passando da un *medium* rappresentativo all'altro, sempre rispecchiando la migliore tecnica disponibile tempo per tempo in relazione allo sviluppo degli scambi: così come la carta lo era al momento dell'ideazione del fondamentale espediente dell'«incorporazione», la registrazione scritturale (con l'inscindibile sovrastruttura della gestione accentrata articolata su una pluralità di intermediari con ruoli

Circa il primo aspetto, non sembra possibile assumere un atteggiamento di indiscriminata contrarietà alla «tokenizzazione», pur rappresentato nella dottrina italiana<sup>12</sup>, sovente propensa a sottolineare

---

differenziati ed in continua interazione finalizzata a garantire la coerenza, l'unicità, l'esclusività e la non riproducibilità dei titoli esistenti al suo interno) lo è divenuta dopo, per assecondare l'esplosione delle operazioni di mercato ed ora la DLT sta iniziando ad occupare quegli spazi inaccessibili per l'ingombrante ed oneroso apparato infrastrutturale legato alla dematerializzazione, senza allo stato poter escludere che in futuro ne possa prendere il posto, scalzandone la ridondante centralizzazione.

<sup>12</sup> Cfr. E. RULLI, *Incorporazione senza res e dematerializzazione senza accentratore: appunti sui token*, in *Riv. ODC*, 2019, n. 1, 130 s., 148 ss.; E. LA SALA, *L'applicazione della Distributed Ledger Technology all'emissione di strumenti finanziari di debito*, in *Società*, 2019, 715 ss.; M. DE MARI, *op. cit.*, 290 s., 296 ss.; N. DE LUCA, *Documentazione crittografica e circolazione della ricchezza*, in *Diritto del Fintech*, a cura di M. Cian e C. Sandei, cit., 409, e in *Riv. dir. civ.*, 2020, I, 101; ID., *Circolazione di azioni e quote e blockchain*, in *Tratt. delle società*, a cura di V. Donativi, Torino, 2022, I, 1147 ss.; ID., M. DE MARI, *Azioni tokens come fattispecie "nativa"*, in *Tokenizzazione di azioni*, cit., 95 ss., 101 ss.; P. CARRIÈRE, *Il fenomeno delle crypto-attività (crypto-assets) in una prospettiva societaria*, in *Banca imp. soc.*, 2020, 486 ss.; ID., *Cripto attività quali rappresentazioni "originarie" o "derivative. Profili di diritto societario e dei mercati finanziari*, in *Tokenizzazione di azioni*, cit., 47 ss., 52 ss., 69 ss., 79 ss., il quale, pur mostrando qualche propensione all'apertura, insiste sulla distinzione tra *security tokens* e *tokenized securities* e svaluta con riguardo ai primi la capacità espansiva dei precetti giuridici esistenti attraverso diversi argomenti *ab inconvenienti*; M. DE MARI, G. GASPARRI, T.N. POLI, *op. cit.*, 26; T.N. POLI, *Prospettive de iure condendo di applicazione della tecnologia DLT nelle infrastrutture di mercato tra vincoli funzionali e vincoli normativi*, in *Tokenizzazione di azioni*, cit., 117 ss.

Agli autori che evocano quale limite alla creazione di *security tokens* "al portatore" il divieto posto dall'art. 2004 c.c. di emettere al portatore titoli di credito incorporanti l'obbligazione di pagare una somma di denaro si contrappone l'orientamento esegetico restrittivo dominante in dottrina (tra le più autorevoli, si ricordano le opinioni di T. ASCARELLI, *Sul concetto di titolo di credito e sulla disciplina del titolo V, libro IV del nostro codice*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1954, I, 369, nt. 3; F. CHIOMENTI, *Il titolo di credito. Fattispecie e disciplina*, Milano, 1977, 252, nt. 44; F. MARTORANO, voce *Titoli al portatore*, in *Enc. dir.*, XLIV, Milano, 1992, 610; P. SPADA, *Introduzione al diritto dei titoli di credito. Documenti circolanti, circolazione intermediata e password*, 3<sup>a</sup> ed., Torino, 2012, 50), secondo cui sarebbero estranei alla sua portata quei titoli che non siano pagabili a vista (quali, appunto, azioni, obbligazioni, strumenti finanziari partecipativi o di debito...), poiché essi non contrastano con la *ratio* di inibire la creazione di titoli funzionalmente equivalenti alla moneta legale al di fuori di ogni controllo pubblico. Resta inoltre esclusa l'applicazione dell'art. 2004 c.c. al caso in cui il pagamento di una somma di

l'incompatibilità della *DLT* rispetto ai principi che governano la disciplina della circolazione cartolare dei titoli di credito, o anche la sua minor sicurezza rispetto ai già noti presidi codicistici, indulgendo in un raffronto unidirezionale volto ad enfatizzare gli inconvenienti del *medium* informatico rispetto alla virtuosa integrità della carta.

Sia consentito avanzare qualche perplessità circa la pertinenza dell'accostamento e, più in generale, sull'impostazione dell'analisi: come noto, analoghe contestazioni e reiterazioni di moduli argomentativi discendenti dall'imprescindibile materialità del titolo erano state avanzate all'epoca dell'avvento normativo della dematerializzazione, venendo gradualmente sopravanzate dall'osservazione della specialità ed autosufficienza dell'impianto disciplinare inerente i titoli «incorporei», ritenuto via via idoneo a fronteggiare il diverso genere di conflitti prospettabile in quell'ambiente. Invero, a tali rischi si è fornito risposta non solo con la trasposizione di principi elaborati nell'ambiente cartolare a quello scritturale (realizzata con sufficiente uniformità in svariati paesi tecnologicamente avanzati<sup>13</sup> tra gli anni '80 e '90 del XX secolo), ma

---

danaro *non costituisca l'oggetto esclusivo o quantomeno prevalente* della prestazione promessa, come ricordato da G. PELLIZZI, *Principi di diritto cartolare*, Bologna, 1967, 67.

Per le s.r.l., in relazione alle quali pure si è esclusa la possibilità di valersi della *DLT* per le proprie quote di partecipazione (ma si v. *infra*, sub nt. 28 e 29 per l'individuazione di alcuni ambiti di applicabilità), allo stato attuale non si crede possibile superare la barriera rappresentata dalla necessaria intermediazione dei trasferimenti ad opera del registro delle imprese *ex art. 2470 c.c.*. Sul punto vale comunque la pena di puntualizzare che l'istanza che ha portato alla modifica di tale norma era legata alla (risibile) riduzione dei costi derivanti dalla tenuta del libro dei soci: questa "esternalizzazione", connotata più da luci che da ombre, ha subito ingenerato un cospicuo e ramificato contenzioso, superando ampiamente i decantati risparmi. Non si può dunque fare a meno di interrogarsi se una resipiscente rinuncia a questo men che formidabile presidio di ordine pubblico in favore di un ritorno al libro dei soci "domestico" (cartaceo, informatico, *DLT*...) non sia suscettibile di meglio soddisfare gli interessi dei soci.

<sup>13</sup> Esempio in tal senso è stata l'esperienza francese, che sin dall'inizio del 1982 ha introdotto un regime di dematerializzazione totale associandolo alla gestione in forma accentrata presso la SICOVAM, poi acquisita dalla belga Euroclear. In Germania, per altro verso, sin dagli anni '20 del XX secolo la circolazione dei titoli (pur sempre emessi in forma cartacea) era regolata su base volontaria e per iniziativa di varie banche tramite di scritturazioni contabili; la *Depotgesetz* tedesca, poi sovrappostasi a tale realtà e rimasta in vigore nel suo nucleo concettuale precettivo

anche, e specialmente, attraverso l'affidamento della gestione centralizzata di questi titoli ad un'unica entità (solitamente identificata in un soggetto già attivo in tale ruolo e creato per effetto dell'iniziativa dei maggiori intermediari, all'epoca bancari).

Si può oggi convenire che questo è stato il prodotto sul piano giuridico più genuinamente innovativo – ed al contempo tecnologicamente necessitato – di quella stagione normativa: ossia, l'aver articolato l'emissione e la circolazione dei titoli dematerializzati attraverso un sistema piramidale fondato su una cascata di conti e di rapporti intrecciati culminanti in capo al depositario centrale. In questa prospettiva i principi scritturali, per così dire, presidiano i rischi connessi a singole (e, se si vuole, isolate) potenziali vicende patologiche, mentre il complessivo assetto organizzativo che scaturisce dalla gestione accentrata fronteggia tutti quei rischi che spaziano dalla dimensione collettiva (legata a ciascuna emissione nel suo complesso) a quella macroprudenziale. Il più nitido e significativo riconoscimento del ruolo del depositario centrale e dell'architettura del sistema in cui è inserito si è avuto nel reg. (UE) n. 909/2014 (CSDR), nel cui preambolo è chiaramente sottolineato che i sistemi di regolamento titoli dei depositari centrali «rappresentano anche un fondamentale strumento di controllo dell'integrità di un'emissione, impedendo la creazione o la riduzione indebita dei titoli emessi e svolgono pertanto un ruolo di rilievo nel preservare la fiducia degli investitori» (dal secondo periodo, secondo considerando, reg. cit. e sul punto si vedano anche gli artt. 37 ss. del medesimo regolamento).

Senza un simile reticolo di scritturazioni e di operatori, in base allo stato dell'arte disponibile all'epoca non si sarebbe potuto altrimenti tutelare l'integrità delle emissioni, la segregazione reale tra i titoli di varia pertinenza, l'univoca identificabilità di ciascun titolare, l'irrevocabilità degli ordini...

---

sino al sopravvento della *eWpG* nel giugno 2021 (v. *supra*, *sub* nt. 7), aveva recepito e fatto proprio il connubio tra necessaria materialità dell'emissione e scritturalità della circolazione, integrandola con l'evoluzione tecnologica: si contemplava, dunque, la necessità dell'emissione cartacea dei titoli (anche sotto forma di certificati globali), che venivano custoditi presso un depositario centrale, mentre la loro movimentazione avveniva attraverso una dematerializzazione in forma «debole» della sola circolazione.

Per altro verso, volgendo lo sguardo alla realtà applicativa della classica disciplina cartolare, decenni di repertori giurisprudenziali ricchi di sottoscrizioni false, alterazioni più o meno riuscite, riempimenti abusivi, deviazioni dalle funzioni tipiche dei titoli, smarrimenti, sottrazioni e molto altro ancora inducono a mettere in discussione l'orientamento interpretativo che esalta la capacità di garantire la sicurezza dei traffici delle previsioni codicistiche fondate sulla materialità cartacea del supporto del titolo di credito. Di contro, pare che il vaglio giudiziario non abbia praticamente mai investito controversie attinenti alla circolazione di titoli dematerializzati (e quelle edite sono per lo più attinenti a vicende penalistiche, ove gli aspetti civilistici del trasferimento sono per lo più presi incidentalmente in considerazione al limitato fine di identificare il *locus commissi delicti* e, conseguentemente, il tribunale territorialmente competente), a riprova della solidità dell'edificio normativo ed infrastrutturale che ne rende possibile l'esistenza e ne salvaguarda la regolarità negli scambi.

Si aggiunga, infine, su altro piano che seppure la dinamica di funzionamento dei mercati finanziari non ha portato ad un completo abbandono dei titoli cartacei, li ha indubbiamente relegati ad un ruolo storicamente declinante ed economicamente marginale<sup>14</sup>, in ragione, tra l'altro, del fatto che gli adempimenti associati al loro trasferimento rappresentano ormai piuttosto un ostacolo alla celerità e certezza degli scambi.

Si preferisce, quindi, tendere verso un atteggiamento di prudente e diversificato apprezzamento, in quanto la risposta all'interrogativo sull'equivalenza funzionale prima proposto dipende inevitabilmente dalla eterogeneità e duttilità della *DLT*, come cornice tecnologica – magari suscettibile di ulteriore maturazione – e, soprattutto, da una più chiara percezione del ruolo che essa è chiamata ad assolvere nella

---

<sup>14</sup> Un indice indiretto del macroscopico calo dell'impiego dei titoli di credito cambiari (ossia quelli di maggior diffusione ad eccezione di quelli c.d. di massa) si può ricavare dal fatto che si è passati dagli oltre 16 milioni di protesti all'anno sul finire degli anni '60 ai 412.962 iscritti nel 2019 nel registro informatico dei protesti (istituito ai sensi della l. 480/1995 e tenuto presso le camere di commercio), per un controvalore pari a oltre 553 milioni di euro e che tra i protestati l'83,5% è rappresentato da persone fisiche e solo il 16,5% è costituito da imprese (il dato è tratto da ISTAT, *I protesti in Italia: dinamica e soggetti coinvolti*, Roma, 2021, disponibile sul sito <http://www.istat.it>, ove sono inoltre presenti delle stime sul numero di titoli emessi).

creazione, attribuzione e circolazione del *token*. Concentrando allora l'attenzione proprio sulla funzione primaria della *DLT*, non può sfuggire che essa consiste appunto nella *creazione di un registro condiviso*, e potrebbe pertanto essere almeno in parte fuorviante lo stesso interrogativo in merito alla possibilità di rappresentare tramite *tokens* dei titoli di massa. Probabilmente, pertanto, è più proficuo abbandonare la disputa sulla corporeità/incorporeità del titolo e spostare «a monte» l'indagine prendendo in considerazione i libri da cui devono constare le informazioni sui titoli stessi<sup>15</sup>.

Precisamente con riguardo a questi libri su cui occorre annotare le vicende inerenti le partecipazioni sociali e gli altri titoli e strumenti che una società sia legittimata ad emettere (libro dei soci, libro delle obbligazioni, libro degli strumenti finanziari, libro dei titoli di debito...) nulla osta a che la loro redazione ed aggiornamento avvengano grazie

---

<sup>15</sup> Invero, contestualmente a qualunque emissione collettiva destinata alla negoziazione (o comunque astrattamente negoziabile) sorge un sistema circolatorio il quale poggia, da un lato, su delle unità standardizzate che incorporano un fascio di posizioni giuridiche (convenzionalmente, i titoli) e, dall'altro, su un registro dell'emittente nel quale sono raccolte tutte le informazioni rilevanti su tali unità, è ineluttabile che all'affievolirsi della rilevanza di queste ultime come strumento di trasferimento dei diritti, sia il registro a divenire l'elemento essenziale dell'architettura.

Di ciò si può avere plastica evidenza considerando la varietà di regimi circolatori propri delle azioni, che si estende dalla circolazione intermediata dematerializzata (in cui, rimossa la materialità delle azioni, il baricentro del complesso apparato è identificabile, come visto, nei conti degli intermediari, funzionalmente assimilabili a dei registri: art. 83-*quinquies* t.u.i.f.) a quella mediante girata (che rispecchia la tensione di una stagione di transizione tecnologica in cui si cercava di svincolarsi dalle onerose formalità della circolazione nominativa, salvaguardandone a mo' di simulacro la necessaria iscrizione nel libro dei soci, con evidente preminenza del ruolo assegnato alle azioni: art. 2355, comma 3, c.c.) e giunge infine alla mancata emissione dei titoli azionari stessi (art. 2355, comma 1, c.c.). In quest'ultimo caso, pur difettando un loro supporto materiale, le azioni a livello concettuale, quali identiche ed elementari frazioni del rapporto partecipativo, non cessano di esistere, ma ogni vicenda traslativo-costitutiva che le interessa si compie nell'ottica societaria esclusivamente attraverso il libro dei soci.

Significativa nel senso delle riflessioni articolate nel testo è anche la considerazione di J.G. ALLEN, *Cryptoassets in private law, Routledge Handbook of Financial Technology and Law*, cit., 322: «The law of registers, for example, may be more apt than the law of negotiable instruments to achieve indefeasible transfers of title despite a defect in the transferor's title».

alla *DLT*. Sotto questo profilo, anzi, la *DLT* presenta in potenza delle caratteristiche (aggiornamento pressoché simultaneo, inalterabilità delle sequenza delle scritturazioni, costante identificabilità dei titolari...) che la rendono superiore alle attuali tecniche di tenuta di tali libri.

Il fondamento normativo legittimante il suo impiego può essere rinvenuto, come da alcuni segnalato, nell'art. 2215-*bis* c.c., il quale consente ad ampio raggio il ricorso a strumenti informatici per la formazione e conservazione di tutti quei libri, repertori, scritture e documentazione «la cui tenuta è obbligatoria per disposizione di legge o di regolamento o che sono richiesti dalla natura o dalle dimensioni dell'impresa».

Il problema principale che emerge a questo punto è quello della garanzia dell'*integrità* di tali registri<sup>16</sup>, che non può dirsi aprioristicamente sempre assicurata dalla *DLT* (o, per meglio dire, da una determinata *DLT*, in quanto tale); in tal senso potrebbe soccorrere una saldatura sistematica tra i commi 3 e 4 dell'art. 2215-*bis* c.c. e la previsione dell'art. 8-*ter*, comma 3, d.l. 4 dicembre 2018, n. 135, secondo cui «la memorizzazione di un documento informatico attraverso l'uso di tecnologie basate su registri distribuiti produce gli

---

<sup>16</sup> Si è peraltro già avuto occasione di sottolineare (*supra*, *sub* nt. 7) come il legislatore tedesco sia stato particolarmente attento alla disciplina dei registri, a cui ha sostanzialmente dedicato l'intero intervento normativo costituito dall'*eWpG*. Al suo interno sono specificamente identificati gli obblighi del responsabile del registro (e, corrispondentemente, i requisiti su cui riposa il funzionamento del registro stesso), ossia quelli di garantire la *riservatezza*, l'*integrità* e l'*autenticità* dei dati (§ 7, Abs. 1, *eWpG*, i cui successivi *Absätze* introducono una serie di ulteriori specificazioni dei doveri incombenti su ogni responsabile).

In proposito è singolare rilevare che l'AgID, pur non avendo adottato le Linee Guida sugli *smart contracts* (come lamentato anche da P. LEOCANI, U. MALVAGNA, A. SCIARRONE ALIBRANDI, A. TRANQUILLINI, *Tecnologie di registro distribuito (distributed ledger technologies – blockchain) per la rappresentazione digitale di strumenti finanziari (security token): tra diritto cartolare e disciplina delle infrastrutture di mercato*, in questa *Rivista*, 2022, 85 s.), si è comunque occupata dell'*integrità* delle *DLT* nell'ambito delle *Linee guida per la modellazione delle minacce ed individuazione delle azioni di mitigazione conformi ai principi del secure/privacy by design*, Roma, 2020, p. 28 ss., per vero forse appiattendosi sui rischi che caratterizzano principalmente *Blockchain*.

effetti giuridici della validazione temporale<sup>17</sup> elettronica di cui all'articolo 41 del regolamento (UE) n. 910/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 luglio 2014».

Senonché, qui si arresta il sentiero tracciato dal dato normativo vigente, poiché la produzione dell'effetto di validazione temporale è stata condizionata all'individuazione di appositi standard tecnici ad opera dell'Agenzia per l'Italia digitale (AgID) entro 90 giorni dall'entrata in vigore della legge di conversione del relativo decreto legge (art. 8-ter, comma 4, d.l. 135/2018). Al di là della singolarità del fatto che l'AgID sia stata chiamata ad elaborare degli standard specificamente riguardanti la memorizzazione di documenti informatici scaturenti dall'impiego di *DLT*, distinti da quelli già elaborati ed aggiornati per i documenti informatici in generale<sup>18</sup>, si deve osservare, da un lato, che sono scaduti ormai da tempo i termini concessi da tale disposizione all'Agenzia per la loro adozione. Dall'altro lato, benché fosse circolata voce della loro compiuta elaborazione, l'AgID non ha ancora (alla data di correzione delle bozze del presente scritto) sottoposto a pubblica consultazione tali linee guida, forse a ciò indotta anche dall'avvertita opportunità di non precorrere su base nazionale l'imminente intervento normativo europeo sul punto: ci si riferisce in particolare alla *proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) n. 910/2014 per quanto riguarda l'istituzione di un quadro per un'identità digitale europea (COM(2021) 281 final – proposta mod. eIDAS)*<sup>19</sup>.

---

<sup>17</sup> Impregiudicata qui restando la questione se la «marcatatura temporale» di cui si parla nell'art. 2215-bis, commi 3 e 4, c.c. sia corrispondente alla «validazione temporale» menzionata nel testo normativo europeo.

Nella disciplina tedesca, invece, è puntualmente sancita la necessità della successione temporale delle registrazioni ed è prescritto che il responsabile del registro accompagni ogni modifica con una marca temporale (§ 18, Abs. 3, *eWpG*: «die registerführende Stelle stellt sicher, dass Änderungen des Registerinhalts, insbesondere hinsichtlich des Inhabers, nur in der Reihenfolge vorgenommen werden, in der die entsprechenden Weisungen bei der registerführenden Stelle eingehen. Die registerführende Stelle versieht die Änderung des Registerinhalts mit einem Zeitstempel»).

<sup>18</sup> Da ultimo si veda, AgID, *Linee Guida sulla formazione, gestione e conservazione dei documenti informatici*, Roma, 2021, disponibile sul sito <http://www.agid.gov.it>.

<sup>19</sup> D'altronde, anche la *eWpG* tedesca necessitava di un regolamento attuativo sotto molti versanti, tra cui anche quelli tecnici, nella misura in cui essi sono necessari

Questa proposta, in particolare, si segnala per l'inclusione nell'attuale elenco di servizi fiduciari del reg. eIDAS della definizione di *registro elettronico* che, benché non menzioni esplicitamente la *DLT*, sicuramente vi si riferisce parlando di «un registro elettronico di dati a prova di manomissione, che garantisce l'autenticità e l'integrità dei dati che contiene, nonché l'accuratezza della data e dell'ora e dell'ordine cronologico di tali dati» (art. 3, n. 53, proposta mod. eIDAS)<sup>20</sup>. Sono altresì introdotti i *registri elettronici qualificati*, i quali dovranno soddisfare i seguenti requisiti: *a)* creazione da parte di uno o più prestatori di servizi fiduciari qualificati<sup>21</sup>; *b)* garanzia dell'unicità, dell'autenticità e del corretto sequenziamento dei dati inseriti nel registro; *c)* garanzia del corretto ordine cronologico sequenziale dei dati nel registro e dell'accuratezza della data e dell'ora degli stessi; *d)* registrazione dei dati in modo tale che sia possibile individuare immediatamente qualsiasi successiva modifica degli stessi (art. 45-*decies*, par. 1, proposta mod. eIDAS). La congiunta soddisfazione di tali requisiti farà sì che il registro elettronico qualificato goda della presunzione di unicità ed autenticità dei dati in esso contenuti, nonché di accuratezza della data e dell'ora di tali dati e del loro ordine cronologico sequenziale all'interno del registro (art. 45-*nonies*, par. 2, proposta mod. eIDAS).

---

per declinare concretamente i requisiti di riservatezza, integrità, disponibilità e autenticità dei dati di un *Kryptowertpapierregister* (§ 23, Abs. 1, n. 6, *eWpG*), ma non pare che il cantiere di riforme aperto a livello europeo abbia in qualche modo arrestato l'iter implementativo in Germania, che si è di fatto già completato con l'adozione della ricordata *eWpRV* (*supra*, *sub* nt. 7).

<sup>20</sup> Evidente a questo punto risulta l'influenza, anche sul piano testuale, delle scelte operate dal legislatore tedesco nell'elaborazione della propria *eWpG*.

<sup>21</sup> Dal che si desume che per poter produrre gli effetti previsti dal regolamento, tali registri elettronici qualificati devono essere *creati* da «prestatori di servizi fiduciari qualificati» (art. 3, n. 20, reg. eIDAS), così come oggi già accade per firme elettroniche qualificate, sigilli elettronici qualificati, validazioni temporali elettroniche qualificati, servizi elettronici di recapito certificato qualificati... Tali prestatori, peraltro, non dovranno occuparsi anche della tenuta dei registri stessi, che dovranno essere da loro predisposti, ma in concreto aggiornati dai soggetti interessati, che, ai fini dell'analisi condotta, possono essere anche gli emittenti dei *security tokens*. Al riguardo, è opportuno ricordare che la tenuta del registro da parte dello stesso emittente è espressamente ammessa sia nell'ordinamento francese (artt. L. 211-7, al. 2, *c.m.f.*), che in quello tedesco (§ 16, Abs. 1, *eWpG*).

Similmente a quanto visto con l'esperienza nostrana, la norma regolamentare sovraordinata richiederà per la sua concreta attuazione l'intervento di un atto di esecuzione formalmente adottato dalla Commissione europea su parere del competente comitato (*ex art. 48, par. 2, reg. eIDAS*): è lecito supporre che in questa fase l'AgID, congiuntamente agli altri regolatori nazionali, contribuirà all'identificazione dei requisiti tecnici che soddisfano i presupposti normativi sostanziali per l'operatività dei registri elettronici.

Il futuro frutto di questa revisione del reg. eIDAS, sinora marginalmente presa in considerazione dagli studiosi del fenomeno della «tokenizzazione», aggiungerà dunque quel tassello indispensabile per legare la tecnica al diritto, rimuovendo l'ultimo ostacolo inerente l'integrità dei registri e così consentendo agli emittenti che lo desidereranno di sfruttare le potenzialità della *DLT* in un'ottica di certezza degli effetti giuridici legati alla registrazione.

L'esito dell'iter normativo delle modifiche proposte al reg. eIDAS, peraltro, soffre di un'ulteriore fattore di incertezza, poiché s'intreccia al contestuale sviluppo dell'articolato *corpus* dedicato alle «criptoattività»<sup>22</sup>, con cui, dichiaratamente, dovrà essere compatibile. Ciò pone non pochi problemi di coordinamento, dal momento che nella proposta MiCAR saranno disciplinati dei *tokens* non aventi la natura di strumenti finanziari (e quindi non si porranno rispetto ad essi le medesime esigenze sottostanti a questi ultimi), mentre nel Regime Pilota non sono stati volutamente fissati in maniera univoca i requisiti che deve presentare la *DLT* volta per volta impiegata dall'operatore dell'infrastruttura di mercato considerata. Quest'ultima opzione, in

---

<sup>22</sup> Oltre a quanto già anticipato *supra, sub nt. 5*, si aggiunge il *Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario e che modifica i regolamenti (CE) n. 1060/2009, (UE) n. 648/2012, (UE) n. 600/2014 e (UE) n. 909/2014 (DORA)*, che per quanto qui interessa, non interviene direttamente sugli aspetti tecnici della tenuta dei registri, ma sicuramente li influenzerà *ex post*, imponendo tutta una serie di obblighi finalizzati alla prevenzione dei rischi legati al funzionamento del tecnologie dell'informazione e della comunicazione («TIC», di cui devono essere garantite resilienza, continuità e disponibilità: art. 9, par. 2, DORA). I registri, tuttavia, sono espressamente menzionati nell'art. 9, par. 3, lett. *d*, proposta DORA, in cui si legge che le entità finanziarie che usano tecnologie e processi TIC avanzati «assicurano la protezione dei dati contro la cattiva amministrazione o rischi relativi al trattamento dei dati, compresa l'*inadeguatezza della tenuta di registri*».

particolare, è consapevole e qualificante nella prospettiva del Regime Pilota, poiché, prima ancora dell'assoluta discordanza del quadro normativo europeo e mondiale, esso prende atto della disomogeneità tecnologica delle *DLTs* esistenti e della loro carenza di interoperabilità (reciproca e rispetto agli ambienti “tradizionali”)<sup>23</sup> ed esplicitamente

---

<sup>23</sup> Nel testo del quinto considerando del Regime Pilota si legge, infatti: «Per esempio, non sono stati imposti requisiti di trasparenza, affidabilità o sicurezza ai protocolli e agli “smart contract”, che sono alla base delle cripto-attività che rientrano nella definizione di strumenti finanziari. La tecnologia sottostante potrebbe anche comportare nuove forme di rischi che non sono adeguatamente affrontati dalle norme vigenti. Nell’Unione sono stati elaborati diversi progetti per la negoziazione di cripto-attività che rientrano nella definizione di strumenti finanziari e i relativi servizi e attività di post-negoziazione, ma pochi sono già operativi e quelli operativi hanno una portata limitata. Inoltre, come evidenziato dal Gruppo consultivo della Banca Centrale Europea (BCE) sulle infrastrutture di mercato per titoli e garanzie e dal suo gruppo consultivo sulle infrastrutture di mercato per i pagamenti, l’uso della tecnologia a registro distribuito comporterebbe sfide simili a quelle affrontate dalla tecnologia convenzionale, per esempio problemi di frammentazione e interoperabilità, e potrebbe potenzialmente anche crearne di nuove, per esempio in relazione alla validità legale dei token. Data la limitata esperienza nella negoziazione di cripto-attività che rientrano nella definizione di strumenti finanziari e relativi servizi e attività di post-negoziazione, è attualmente prematuro apportare modifiche rilevanti alla legislazione dell’Unione in materia di servizi finanziari per consentire la piena diffusione di tali cripto-attività e della relativa tecnologia sottostante» (sul punto, v. P. LEOCANI, U. MALVAGNA, A. SCIARRONE ALIBRANDI, A. TRANQUILLINI, *op. cit.*, 77, i quali sottolineano come alcune istituzioni europee sono poste «se forse non proprio in un conflitto “decisionale” rispetto alla posizione da assumersi con riferimento alle DLTs, comunque in una certa condizione di “imbarazzo” rispetto a una tecnologia sopravvenuta, che potrebbe richiedere di rivedere alcune scelte – con correlativi investimenti finanziari – effettuate in passato»).

Di seguito, nel nono considerando condivisibilmente si osserva che «la legislazione dell’Unione in materia di servizi finanziari è destinata a essere neutrale per quanto riguarda l’uso di qualsiasi particolare tecnologia rispetto a un’altra. Occorre, pertanto, evitare riferimenti a un tipo specifico di tecnologia a registro distribuito. I gestori delle infrastrutture di mercato DLT dovrebbero garantire di essere in grado di rispettare tutti i requisiti applicabili, indipendentemente dalla tecnologia utilizzata».

All’interno del considerando n. 54, infine, si rileva che «le norme tecniche di regolamentazione di cui al regolamento (UE) n. 600/2014 riguardanti taluni obblighi di comunicazione dei dati e di trasparenza pre- e post-negoziazione non sono adeguate agli strumenti finanziari emessi con una tecnologia a registro distribuito. I mercati secondari degli strumenti finanziari emessi mediante tecnologia a registro distribuito o tecnologia simile sono ancora nascenti e pertanto le loro caratteristiche possono

orienta la fase di sperimentazione da esso introdotta ad accompagnare la transizione dall'attuale assetto tecnologico delle infrastrutture di mercato ai registri distribuiti<sup>24</sup>.

---

differire da quelle dei mercati degli strumenti finanziari che utilizzano la tecnologia tradizionale».

<sup>24</sup> Grazie anche alla mole di dati raccolti dall'ESMA presso i vari operatori che svolgeranno le rispettive attività circondati da regimi esonerativi particolarmente ampi e flessibili (art. 14 Regime Pilota), tra cui si pongono in evidenza “[...] (f) i *tipi di tecnologia* a registro distribuito utilizzata e le *questioni tecniche* connesse all’uso della tecnologia a registro distribuito, comprese le questioni elencate all’articolo 11, paragrafo 1, secondo comma, lettera b), e l’impatto dell’uso della tecnologia a registro distribuito sugli obiettivi della politica dell’Unione in materia di clima; (g) le procedure messe in atto dai gestori di SS DLT o TSS DLT conformemente all’articolo 5, paragrafo 3, lettera b); (h) gli eventuali *rischi, vulnerabilità o inefficienze* per la tutela degli investitori, l’integrità del mercato o la stabilità finanziaria derivanti dall’uso di una tecnologia a registro distribuito, ivi compresi eventuali nuovi tipi di rischi giuridici, sistemici e operativi, che non sono *sufficientemente affrontati dalla legislazione dell’Unione* in materia di servizi finanziari, ed eventuali altri effetti indesiderati sulla liquidità, la volatilità, la tutela degli investitori, l’integrità del mercato o la stabilità finanziaria; (i) rischi di *arbitraggio normativo* o questioni che incidono sulla *parità di condizioni tra infrastrutture* di mercato DLT nell’ambito del regime pilota di cui al presente regolamento e tra infrastrutture di mercato DLT e altre infrastrutture di mercato che utilizzano sistemi esistenti; (j) gli eventuali problemi connessi all’*interoperabilità* tra le infrastrutture di mercato DLT e altre infrastrutture che utilizzano sistemi esistenti; (k) gli eventuali *vantaggi e costi derivanti dall’uso di un dato tipo di tecnologia a registro distribuito*, in termini di liquidità aggiuntiva e finanziamenti per le start-up e le piccole e medie imprese, sicurezza e incrementi di efficienza, consumo di energia e riduzione dei rischi in tutta la catena di negoziazione e post-negoziazione, tra cui la registrazione e la custodia degli strumenti finanziari DLT, la tracciabilità delle operazioni e una maggiore conformità ai processi di conoscenza dei propri clienti e antiriciclaggio, le operazioni societarie, l’esercizio diretto dei diritti degli investitori tramite *smart contract* e le funzioni di segnalazione e vigilanza a livello dell’infrastruttura di mercato DLT; [...] (o) una valutazione generale dei costi e dei vantaggi del regime pilota di cui al presente regolamento e una raccomandazione sull’opportunità o meno di continuare il presente regime pilota e a quali condizioni».

Considerazioni istituzionali a favore dell’impiego della *DLT* principalmente – ma non esclusivamente – nell’ambito dell’attività di post-negoziazione erano già state svolte con prudenza da BCE-EUROSISTEMA, ADVISORY GROUP ON MARKET INFRASTRUCTURES FOR SECURITIES AND COLLATERAL, *The potential impact of DLTs on securities post-trading harmonisation and on the wider EU financial market integration*, 2017, 78 s. e 117, reperibile sul sito <https://www.ecb.europa.eu>, nelle quali rispettivamente si legge: «If all actors mentioned in the simple chains above [n.d.a.: si tratta delle catene di intermediari che consentono l’esercizio dei diritti

Il pericolo, a questo punto non certo recondito, è quello di un'avanzata in ordine sparso ed a diverse velocità con degli standard tecnici attinenti i registri elettronici qualificati che saranno plausibilmente elaborati *prima* ed in modo *diverso* di quelli su cui si fonderà l'attività degli operatori delle infrastrutture di mercato (per non parlare dell'attuale e palese incompatibilità normativa tra registri *DLT* e registri dei depositari centrali, che solo a livello europeo potrebbe vedere poste le basi della sua riconciliazione *quoad effectum*, o, in un ipotetico futuro, del superamento dell'architettura centralizzata a favore di quella "diffusa" delle *DLTs*<sup>25</sup>). Ovviamente la diversità di

---

sociali] are nodes participating in the DLT network, then *the complexities around the processing of information up and down the holding chain* (including all the required reconciliations and consistency checks) *could be eliminated*, simply by giving simultaneous, distributed access to the relevant information to all actors on the ledger. The design of the ledger would effectively be replacing the need for multiple sequential steps in receiving, verifying and passing on to the next level all the individual pieces of data in this flow of information» e «The use of an interoperable DLT by different market participants may bring *efficiency gains* for some services around the issuance process, such as information exchange, reporting and potentially auctioning. [...] The use of DLT solutions, both by issuers and by financial intermediaries and market infrastructures, may *reduce costs associated with the issuance process and ease access to capital markets*. As a result, the flow of capital between investors and European companies could be facilitated, including for SMEs. DLT adoption might also *facilitate shareholder identification and reduce the costs of keeping a shareholder register*, in particular cross-border. As a result, issuing companies could save on costs and might be encouraged to access capital markets» (corsivi aggiunti).

Con maggiore apertura si era pronunciata l'ESMA, *Report. The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Market*, n. 50-1121423017-285 (7 febbraio 2017), disponibile sul sito <https://www.esma.europa.eu>, 12 ss..

<sup>25</sup> I problemi posti dall'eccessiva lunghezza delle catene di intermediari non sono in ogni caso ignoti al legislatore europeo, che già li aveva posti in esergo nei considerando nn. 4-11 della dir. UE 2017/828, modificativa della precedente dir. 2007/36/CE in materia di diritti degli azionisti, senza tuttavia significativi miglioramenti della situazione sostanziale.

In linea con quanto esposto: A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Il testo unico finanziario alla prova del Fintech*, in *Il testo unico finanziario. Prodotti e intermediari*, I, a cura di M. Cera e G. Presti, Bologna, 2020, 61 s. L'auspicio espresso nel testo è peraltro condiviso e motivatamente sostenuto da C.W. MOONEY JR., *Beyond Intermediation: A New (FinTech) Model for Securities Holding Infrastructures*, in *Un. Penn. J. Bus. L.*, 2020, Vol. 22, 386 ss. (a cui si rinvia anche per un'esposizione dei problemi legati all'intermediazione centralizzata nella circolazione dei titoli – 404 ss. – ed una

regolamentazione non è valutabile negativamente in sé (pur non dimenticando con ciò le complesse ricadute che essa ha nell'ambito della risoluzione dei conflitti tra leggi nella custodia e circolazione di

---

dettagliata rassegna critica della letteratura specialistica in lingua inglese che si è occupata del possibile superamento dei sistemi di gestione accentrata per effetto del subentro della tecnologia *DLT*: 419 ss.); ID., T. KEISER, *Intermediated Securities Holding Systems Revisited: A View Through the Prism of Transparency*, in *Intermediation and Beyond*, eds. L. Gullifer e J. Payne, London, 2019, 309 ss.; S. GREEN, F. SNAGG, *Intermediated Securities and Distributed Ledger Technology*, ivi, 337 ss.; di diverso avviso, sempre nel medesimo volume sono: C. TWEMLOW, *Why are Securities Held in Intermediated Form?*, ivi, 85 ss., ove per delle sottolineature dei vantaggi del sistema intermediato di custodia e circolazione dei titoli dematerializzati; E. MICHELER, *Intermediated Securities from the Perspective of Investors: Problems, quick Fixes and long-term Solutions*, ivi, 237 ss., la quale (sviluppando spunti già presenti in EAD., *Custody Chains and Asset Values: Why Crypto-securities are worth Contemplating*, in *Cambridge L. J.*, 2015, Vol. 74, 505 ss.) dubita che l'avvento della *DLT* sia in sé suscettibile di provocare il superamento delle attuali catene di intermediari e propone delle modifiche normative che consentano di superare alcune delle criticità del sistema britannico (ed analogo orientamento con specifico riguardo a *bitcoin* è stato manifestato da M. SOLINAS, *'Trustless' distributed ledgers and custodial services*, in *Routledge Handbook*, cit., 409 ss., spec. 413 ss.); per una sintesi delle varie posizioni: L. GULLIFER E J. PAYNE, *Conclusion*, ivi, 359 ss.. In un'ottica più gradata di affiancamento della tecnologia *DLT* all'intermediazione centralizzata, con una ponderazione dei rispettivi benefici e svantaggi: H. MARJOSOLA, *Security Tokens and the Future of EU Securities Law: Rethinking the Harmonisation Project*, in *ECFLR*, 2021, 254 ss.; similmente E. AVGOULEAS, A. SERETAKIS, *Governing the Digital Finance Value-Chain in the EU: MIFID II, the Digital Package, and the Large Gaps between!*, in *ECFLR*, Special Volume 5, 2022, 1 ss., per i quali era necessario che fosse consentito alle piattaforme *DeFi* ("Decentralized Finance") di accedere all'ambito protetto del Regime Pilota, affiancandosi agli operatori tradizionali, così da ampliare le potenzialità di riforma dei mercati finanziari (ma si consideri anche E. AVGOULEAS, A. KIAYIAS, *The Architecture of Decentralised Finance Platforms: A New Open Finance Paradigm*, Edinburgh School of Law Research Paper n. 2020/16, 7 ss., spec. 14 ss., in aperto sostegno di una sostituzione della logica operativa delle piattaforme decentralizzate – enumerandone vantaggi e possibilità applicative – rispetto a quella degli attuali grandi e grandissimi intermediari finanziari insieme agli operatori *BigTech*). Sulla necessità di interventi statali coordinati al fine di poter sfruttare il potenziale dei vantaggi derivanti dalla tecnologia *DLT*, P. PAECH, *Securities, intermediation and the blockchain: an inevitable choice between liquidity and legal certainty?*, in *Unif. Law Rev.*, 2016, Vol. 21, 612 ss. Una sottolineatura dell'importanza di incentivare gli operatori all'adozione della *DLT* è rinvenibile in ESMA, *Report. The Distributed Ledger Technology*, cit., 17; BCE-EUROSISTEMA, ADVISORY GROUP ON MARKET INFRASTRUCTURES FOR SECURITIES AND COLLATERAL, *The potential impact*, cit., 84.

titoli in ambito transfrontaliero), anzi, essa si impone in presenza di una sostanziale disuguaglianza dei fenomeni affrontati.

Non si riesce, però, a dissipare il dubbio che le pur innegabili particolarità legate al funzionamento delle infrastrutture di mercato (più o meno intensamente centralizzate) possano condurre alla futura elaborazione di un regime giuridico speciale inerente le *DLTs* da esse impiegate, pur laddove le esigenze di coerenza, accessibilità, unicità ed esclusività che dovrebbero soddisfare tali registri sono (o, quanto meno, dovrebbero essere) in realtà *comuni* a tutti i registri tenuti tramite *DLT*.

Se dalla concreta esperienza applicativa del Regime Pilota scaturirà un simile frutto su questo fronte, si sarebbe realizzato un progresso piuttosto modesto e non scevro di rischi, poiché *a)* o gli emittenti saranno (quanto meno indirettamente) tenuti a riprodurre nei propri registri la tecnologia *DLT* adottata delle infrastrutture di mercato pur di preservare l'interoperabilità<sup>26</sup>, oppure *b)* potrebbe profilarsi

---

<sup>26</sup> Si potrebbe determinare, dunque, una discutibile ed indiscriminata omologazione *top down* ai protocolli adottati dagli operatori di CSD o SRS di MTF *DLT*, che con ogni probabilità saranno degli *incumbent* già presenti nel mercato finanziario di riferimento (rischio, questo, paventato anche da E. AVGOULEAS, A. KIAYIAS, *op. loc. ult. cit.*; M.T. RODI, *Emissione di "security token"*, in *La circolazione della ricchezza nell'era digitale*, a cura di V.V. Cuocci, F.P. Lops, C. Motti, Pisa, 2021, 290; P. LEOCANI, U. MALVAGNA, A. SCIARRONE ALIBRANDI, A. TRANQUILLINI, *op. cit.*, 81 s., 86 ss.). Gli emittenti che volessero «tokenizzare» i propri titoli, in altre parole, non avrebbero altra scelta che rivolgersi a tali intermediari e fruire della tecnologia da essi imposta, similmente a quanto avviene oggi nel caso di dematerializzazione volontaria dei titoli (*ex art. 83-bis*, comma 3, t.u.i.f. ed art. 34, comma 3, *Provvedimento unico sul post-trading della Consob e della Banca d'Italia* del 13 agosto 2018). Un simile scenario è stato peraltro prospettato da BCE-EUROSISTEMA, ADVISORY GROUP ON MARKET INFRASTRUCTURES FOR SECURITIES AND COLLATERAL, *op. cit.*, 27 ss., in cui si legge: «A *DLT* network designated as a securities settlement system would need to be operated by a CSD that complies with CSDR requirements [...]. This can happen for instance by means of sidechains, which are ancillary ledgers that are able to interact with a main reference ledger. When, in the case of blockchains, a token is credited to the address of a participant or smart contract managing a sidechain, the same token can be assigned to different sidechain participants who would then have their holdings segregated». Cfr. anche ESMA, *Use of FinTech by CSDs, Report to the European Commission*, 2021, 17 ss., leggibile sul sito <https://www.esma.europa.eu>.

Più in generale, circa i rischi relativi alla carenza di interoperabilità, v. BCE-EUROSISTEMA, ADVISORY GROUP ON MARKET INFRASTRUCTURES FOR SECURITIES AND COLLATERAL AND FOR PAYMENTS, *The use of DLT in post-trade processes*, 2021,

l'alternativa di un depotenziamento o di una soppressione del ruolo dei libri sociali a favore delle risultanze dei registri degli intermediari, con la puntuale riproposizione di uno dei rischi che si voleva rimuovere grazie alla natura diffusa dei registri, ossia la concentrazione delle vulnerabilità in un solo soggetto, il depositario centrale o il gestore di *exchange*/sistema di scambio multilaterale/sistema di regolamento degli scambi (MTF o SRS – visti quali *single point of failure* dell'intero sistema), e, nel suo complesso, un travisamento dello stesso principio di funzionamento diffuso della *DLT*, se di essa non si fa altro impiego che l'ossatura computazionale di sistemi accentrati<sup>27</sup>.

### 3.2 Security tokens *tra diritto societario e dei mercati finanziari*

A questo punto emerge come dei principi cartolari, non è possibile – né, tutto sommato, utile – una riproduzione pedissequa in seno all'ambiente *DLT*. Una simile operazione interpretativa sconterebbe in ogni suo passaggio le ricadute della fallace petizione di principio per cui le formalità intrinseche alle leggi di circolazione dei titoli di credito cartacei s'impongono invariate anche al di fuori del contesto fisico e tangibile da cui traggono origine ed in relazione al quale sono state elaborate<sup>28</sup>: in breve si sarebbe costretti a constatare – come già è stato

---

9 ss., reperibile sul sito <https://www.ecb.europa.eu>, il quale, a differenza del precedente rapporto preliminare del 2017 (v. *supra*, *sub* nt. 25), si occupa anche dell'emissione dei titoli e non solo della post-negoziazione.

<sup>27</sup> Per vero, il Regime Pilota, almeno sul versante del regolamento monetario delle operazioni su *DLT*, sembra comunque realizzare una timida apertura emancipatrice dai depositari centrali *incumbent*: «Lo status di infrastruttura di mercato *DLT* dovrebbe essere facoltativo e non dovrebbe impedire alle infrastrutture dei mercati finanziari, quali sedi di negoziazione, depositari centrali di titoli (CSD) e controparti centrali (CCP), di sviluppare servizi e attività di negoziazione e post-negoziazione per le cripto-attività che rientrano nella definizione di strumenti finanziari, o sono basate sulla tecnologia a registro distribuito, ai sensi della vigente legislazione dell'Unione in materia di servizi finanziari» (v. considerando n. 7 ed in senso conforme la corrispondente norma dell'art. 5, par. 8, Regime Pilota).

<sup>28</sup> Senza considerare, inoltre, che negli ordinamenti stranieri che si sono occupati della materia si è adattato – è pur vero – il corredo dogmatico dei titoli di credito al nuovo "ecosistema" (si pensa alla qualifica di "beni" riconosciuta ai *jetons* in Francia o agli *elektronische Wertpapiere* in Germania, o alla circostanza che la titolarità dello strumento sia identicamente ricollegata all'iscrizione nel registro...), ma ci si è specialmente concentrati nella elaborazione della disciplina del registro, quale

fatto da chi ha tentato questo percorso – l'impossibilità dell'osservanza delle prescrizioni cartolari nell'immateriale ambiente *DLT*.

L'inesorabilità di questo iter argomentativo, però, può essere revocata in dubbio: in Italia non è certamente riscontrabile – come lo era, pressoché sacralmente, in Germania – un principio di necessaria materialità dei titoli (“di massa” ai fini questa trattazione) ed in tal senso è sufficiente porre mente al fatto che le società per azioni possono sottrarsi alla pastoie della materialità cartolare optando per «l'utilizzazione di diverse tecniche di legittimazione e circolazione» (art. 2346, comma 1, c.c.)<sup>29</sup>.

---

caposaldo della dematerializzazione non centralizzata (ed esemplare in tal senso è il *Kryptowertpapierregister* tedesco).

Nel senso descritto nel testo si sono pronunciati negando la riproducibilità in un orizzonte *DLT* dei precetti cartolari o delle regole della dematerializzazione gli autori già riportati *supra*, *sub* nt. 12. Esprimono invece un diversificato ventaglio di aperture: V. SANTORO, *Tentativi di sviluppo di un mercato secondario delle quote di società a responsabilità limitata*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, a cura di M. Irrera, Torino, 2020, 284 ss.; ID., *Note sparse a proposito di token*, in *La circolazione della ricchezza*, cit., 209 ss.; M.T. RODI, *op. cit.*, 292 ss.; M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, in *La società a responsabilità limitata*, a cura di C. Ibba e G. Marasà, I, Milano, 2020, 574 ss.; F. ANNUNZIATA, *Strumenti di raccolta a sostegno delle PMI: OICR “specializzati” e Initial Coin Offerings*, in *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, a cura di P. Montalenti e M. Notari, Milano, 2020, 167 s.; S. CORSO, *op. cit.*, 52 ss., 168 ss., spec. 171 ss., che riprende ed amplia uno spunto del precedente autore con specifico riguardo alle quote di s.r.l.-PMI (ulteriori interessanti argomenti in linea con le conclusioni dell'autrice sono leggibili in S. PATRIARCA, *Prodotti e strumenti finanziari, Il testo unico finanziario*, cit., 79 ss., spec. 84 ss.); P. LEOCANI, U. MALVAGNA, A. SCIARRONE ALIBRANDI, A. TRANQUILLINI, *op. cit.*, 80 s.; E.M. INCUTTI, *op. cit.*, 91 ss.;

<sup>29</sup> Previsioni affini che consentono la definizione della legge di circolazione all'atto della delibera di emissione si trovano nell'art. 2346, comma 6, c.c. (per gli strumenti finanziari partecipativi, la cui disciplina è richiamata anche per le *start-up* innovative, per le p.m.i. innovative ed infine per le p.m.i. costituite in forma di s.r.l.: artt. 26, comma 7, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, 4, comma 9, d.l. 24 gennaio 2015, n. 3 e 57, comma 1, d.l. 24 aprile 2017, n. 50; su queste ultime e sulla compatibilità col ricorso alla *tokenizzazione* anche per le rispettive quote di partecipazione, v. specialmente M. SCIUTO, *op. cit.*, 577; S. CORSO, *op. cit.*, 63 ss., rispetto alle cui condivisibili soluzioni si soggiunge che la *DLT* potrebbe costituire il supporto idoneo a restituire funzionalità al bizantino sistema di circolazione dell'art. 100-*ter* t.u.i.f.), nonché, anche se più implicitamente, nell'art. 2447-*ter*, comma 1, lett. e, c.c. (per gli

Per i titoli obbligazionari, gli strumenti finanziari di debito ed i titoli di debito di s.r.l. non sono date delle norme che espressamente consentano la scelta di tecniche di legittimazione e circolazione alternative, ma d'altro canto la maggioranza degli autori che si è occupata di essi negava la coesistenzialità della loro incorporazione in titoli di credito cartolari<sup>30</sup>, sicché si ritiene di poter superare ogni argomento che poggi sulla loro necessaria materialità. Non si crede dunque seriamente obiettabile che sussistano ostacoli normativi insormontabili (nemmeno nell'ottica delle disposizioni antiriciclaggio) alla informatizzazione dei relativi libri e nella riproposizione in chiave

---

strumenti finanziari inerenti patrimoni destinati). Ci si consente, peraltro, di notare che la maggior parte delle ICOs aventi ad oggetto *security tokens* vietate dalla CONSOB consistevano appunto nell'offerta di strumenti in cui era riconoscibile una promessa di rendimenti finanziari sotto forma di partecipazione agli utili derivanti dall'attività dell'emittente, secondo uno schema latamente apparentabile all'associazione in partecipazione o alla cointeressenza (ossia precisamente quel genere di rapporti che con molta insistenza la dottrina dopo la riforma del diritto della società di capitali del 2003 ha associato agli strumenti finanziari partecipativi e con specifica attenzione a questo profilo causale delle emissioni di *token*, cfr. V. SANTORO, *Tentativi*, cit., 285 ss.).

<sup>30</sup> *Ex multis*, v. P. SPADA, *L'emissione dei titoli di debito nella "nuova" società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2003, 805; ID., *Provvisata del capitale e strumenti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 624; G. CABRAS, *Commento all'art. 2483*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini, A. Stagno D'Alcontres, III, Napoli, 2003, 1699; V. SANTORO, *Garanzia della solvenza della società a responsabilità limitata in caso di circolazione dei titoli di debito*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2004, 507 s., nt. 2; M. MIOLA, *I conferimenti in natura*, in *Tratt. s.p.a.*, dir. da G. Colombo, G.B. Portale, I, t. 3, Torino, 295 s.; S. PATRIARCA, *I titoli di debito della s.r.l. tra opportunità e problemi interpretativi*, Milano, 2005, 49; M. STELLA RICHTER JR., *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2005, 998; M. CAMPOBASSO, *I titoli di debito di s.r.l. tra autonomia privata e tutela del risparmio*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum G.F. Campobasso*, dir. da P. Abbadessa e G.B. Portale, III, Torino, 2007, 760; M. NOTARI, A. GIANNELLI, *Commento all'art. 2346, comma 6*, in *Commentario alla riforma delle società*, dir. da P.G. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 63 ss.; G. ZANARONE, *Commento all'art. 2483*, in *Della società a responsabilità limitata*, t. 2, ne *Il codice civile. Commentario*, dir. da F.D. Busnelli, Milano, 2010, 1767 ss.; A. PERRONE, *Società a responsabilità limitata e mercato dei capitali*, in *S.r.l. Commentario*, Milano, 2011, 996; A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a.*, Milano, 2012, 64 s., 79 s., 177; A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, Torino, 2012, 492 ss..

*DLT* degli elementi fondamentali della circolazione nominativa (consistente, venuto meno il supporto cartaceo, nella possibilità di sottoporre i trasferimenti al controllo dell'emittente garantendo la costante ed univoca identificabilità del titolare) o – ancora più agevolmente – al portatore. Tale tecnica connotata dall'anonimato dei titolari sarà peraltro adoperabile anche laddove sia posta in capo all'intermediario professionale sottoscrittore la garanzia della solvenza dell'emittente (artt. 2412, comma 2, e 2483, comma 2, c.c.)<sup>31</sup> dal momento che l'art. 5 del. CICR 1058/2005 impone che "l'identità del garante e l'ammontare della garanzia devono essere indicati sugli strumenti finanziari di raccolta di cui all'art. 3 e *sui registri ad essi relativi*" (corsivo aggiunto), con formulazione è senz'altro compatibile anche col contesto *DLT*.

Orbene, tornando nell'ambito azionario, la comparsa sulle scene della *DLT* consente di rimeditare alla luce dei nuovi e concreti dati della realtà quegli orientamenti che sminuivano il contenuto precettivo dell'art. 2346, comma 1, c.c. riducendola ad un mero rinvio mobile alle ulteriori previsioni di legge abilitanti il ricorso a diverse tecniche circolatorie<sup>32</sup>; il dibattito sul punto può essere riaperto, convinti della

---

<sup>31</sup> Che la garanzia fosse posta *ex lege* sull'intermediario vigilato ed avesse funzione di ordine pubblico era conclusione raggiunta dalla dottrina più attenta (V. SANTORO, *Garanzia*, cit., 511 ss.) anche prima dell'intervento regolamentare ricordato nel testo ed è stata ribadita anche in seguito (M. CAMPOBASSO, *op. cit.*, 761 ss.).

<sup>32</sup> La controprova dell'effetto implicitamente soppressivo di un'interpretazione del genere si può avere considerando che il medesimo risultato si può ottenere anche ipotizzando che il passaggio dell'art. 2346, comma 1, c.c. in discussione non esistesse: anche senza bisogno di alcun rinvio, infatti, i regimi circolatori previsti dal codice civile e dal t.u.i.f. troverebbero comunque applicazione nei rispettivi ambiti.

Corroborano l'opzione interpretativa seguita nel testo le parole precorritrici di P. SPADA, *Introduzione*, cit., 53 s., 140, secondo il quale «l'art. 2346.1 c.c. apre non solo alla "dematerializzazione", ma anche a "tecniche" innominate di "legittimazione e circolazione". Se la "dematerializzazione" (del TUF) è [...] una tecnica *intermediata*, *immediata* tornerebbe ad essere [...] quella che si avvalsesse delle potenzialità "cartolari" [...] del documento informatico» e, nel concludere, fa dipendere l'interrogativo sull'equivalenza probatoria e sostanziale tra *chartula* e documento informatico dalla circostanza che quest'ultimo sia suscettibile di dar luogo ad una relazione esclusiva, «un impossessamento tale da escludere che altri possa impossessarsene». Nello stesso senso, con condivisibile nettezza, V. SANTORO, *Note sparse*, cit., 211: «Ritengo [...] che il supporto possa essere anche immateriale purché in ordine allo stesso il titolare possa esercitare un *diritto esclusivo*» (corsivo aggiunto),

necessità di continuare a leggere questa previsione in una chiave che ne enuclei un significato autonomo e le riconosca altresì un effetto utile, senza degradarla ad una sorta di “testa di ponte” di regimi derogatori altrove regolati: il duttile varco che essa apre permette di innestare tempo per tempo il progresso dell’innovazione tecnologica in seno al sistema giuridico.

In particolare, la *DLT*, qualora *permissioned* (con affidamento dei relativi poteri di controllo e modifica all’organo amministrativo<sup>33</sup> o ad

---

cui *adde* per un’analoga suggestione, M. CIAN, *I titoli di credito cartacei ed elettronici*, in *Manuale di diritto commerciale*, 4<sup>a</sup> ed., Torino, 2021, 179, ove si legge: «L’incorporazione nel titolo rappresenta una *soluzione tecnica* che apre la strada all’operatività di principi altrimenti non applicabili: soluzione basata sull’*esclusività della relazione materiale* che si instaura tra il possessore del documento e il rapporto documentato e sulle *evidenze offerte dalla lettera del titolo*. Proprio in quanto semplice tecnica, essa si presta ad essere surrogata da altre tecniche, che, in quanto presentino le medesime caratteristiche, consentendo l’applicazione degli stessi principi normativi».

<sup>33</sup> Un sistema *DLT permissioned* riservato all’organo amministrativo consentirebbe altresì a tale organo di realizzare iscrizioni nel libro dei soci solo in presenza di operazioni compiute da soggetti riconosciuti (attraverso i vari metodi legalmente previsti di attribuzione di un’identità digitale) e nel rispetto delle relative previsioni statutarie (clausole di gradimento, prelazione... eventualmente automatizzandone la verifica dell’osservanza – ma con notevoli difficoltà tecniche – per tramite di *smart contracts*). Sul punto il diritto tedesco regola l’eventuale presenza di limiti alla circolazione dei titoli e richiede che attraverso il *Kryptowertpapierregister* (ma regola analoga vale anche per i registri elettronici centralizzati) sia data pubblicità a tali vincoli (§ 17, Abs. 2, *eWpG*) e che colui che richiede un’iscrizione fornisca al responsabile del registro anche notizia del consenso manifestato dai soggetti legittimati (§ 18, Abs. 1, *eWpG*).

In secondo luogo, pur senza manifestare aprioristicamente una preferenza in un senso o nell’altro, sempre in Germania è preso in considerazione il problema dell’algoritmo di consenso che stabilisce le condizioni di modificabilità delle iscrizioni di un registro *DLT*: il relativo protocollo, infatti, dev’essere predisposto anteriormente all’emissione (§ 4, Abs. 11, *eWpG*) e devono essere indicate le condizioni di validità di un’iscrizione (§ 18, Abs. 4, *eWpG*). Nel testo di regolamento attuativo si legge al riguardo che il responsabile del registro «hat [...] den besonderen Risiken eines im Rahmen des Aufzeichnungssystems [...] verwendeten Konsensverfahrens Rechnung zu tragen und sicherzustellen, dass eine einmal gültige Eintragung oder Umtragung auch an jedem späteren Zeitpunkt gültig bleibt» (§ 12, Abs. 2, *eWpRV*); anche all’esito di tale valutazione, egli dovrà fornire una «eine Darstellung des auf dem dezentralen Aufzeichnungssystem angewandten Konsensverfahrens sowie eine Beschreibung und Bewertung der damit einhergehenden Risiken, insbesondere die Angabe, nach welcher Zeitspanne in das

altro soggetto esterno all'emittente, a seconda del grado di diffusione e di liquidità dei titoli, oltre che del genere di vicenda traslativa) e se opportunamente configurata per associare univocamente ed esclusivamente ciascun *token* all'identità di un titolare con evidenza della serie di trasferimenti o della creazione di vincoli, potrebbe soddisfare le condizioni necessarie affinché possano dirsi compiutamente trapiantati in questo nuovo ambiente la *nominatività obbligatoria* dei titoli azionari (caratteristica tipica del nostro ordinamento e retaggio della più risalente disciplina tributaria<sup>34</sup>). Sarebbero altresì ripristinati i meccanismi fondanti l'imputazione e l'esercizio dei diritti sociali, consegnando al socio uno *jus excludendi omnes alios* equipollente al possesso del titolo materiale o alla titolarità dell'annotazione in conto (*ex art. 83-quinquies*, comma 2, t.u.i.f.).

Non è tutto: riducendo i gradi di intermediazione nella detenzione dei titoli, prospetticamente si potrebbe giungere a riconciliare direttamente l'emittente con i suoi soci consentendo un più lineare esercizio dei loro diritti ed al contempo rimuovendo – o, quanto meno, limitando – i paradossi ed i problemi legati all'istituto della *record date*.

Non pare, infine, che l'emissione di azioni «tokenizzate» possa essere considerata del tutto equivalente alla loro mancata emissione (art. 2355, comma 1, c.c.), sebbene ad essa si approssimi: nella cornice *DLT* il libro non è più un'entità fisica, né è conservato soltanto presso l'organo amministrativo, sebbene, in linea di principio, sia ad esso che è rimessa la competenza in merito al suo controllo ed aggiornamento. Si è inoltre dell'idea che l'autonomia statutaria potrà opportunamente calibrare il regime delle eccezioni opponibili (le quali peraltro, in mancanza di diversa previsione, paiono essere solo quelle personali al

---

Aufzeichnungssystem eingebrachte Eintragungen oder Umtragungen gültig werden und unter welchen Umständen gültige Eintragungen oder Umtragungen wieder ungültig werden können» (§ 21, Abs. 1, n. 5, *eWpRV*).

<sup>34</sup> Nell'ordinamento francese è previsto che se il conto su cui sono iscritti i titoli è tenuto dall'emittente o se essi sono iscritti su un *dispositif d'enregistrement électronique partagé*, la loro legge di circolazione sarà quella *nominativa*. Nel caso in cui, invece, il conto-titoli sia gestito da uno degli intermediari autorizzati ai sensi dell'art. L 211-3 *c.m.f.*, allora si applicheranno le regole della circolazione al *portatore* (art. R 211-3 *c.m.f.*).

Analogamente a quanto desumibile nell'ambito della nostrana disciplina sulla dematerializzazione, l'unica differenza essenziale tra le due leggi circolatorie risiede nell'anonimato del titolare per l'emittente nel caso di titoli al portatore.

titolare dell'azione/*token* e quelle comuni a tutti gli altri titolari di azioni/*tokens* identici e non tutte quelle enumerate dall'art. 1993, comma 1, c.c.: arg. *ex art. 83-septies* t.u.i.f.); sarà infine preservata l'autonomia degli acquisti al fine di assicurare la massima tutela degli acquirenti, pur in un contesto di tendenziale elevata sicurezza, come quello *DLT*.

Con riguardo, poi, ai vincoli sistematici ad una rappresentazione di titoli e partecipazioni su *DLT*, si deve considerare che: *a)* nelle s.p.a. il ricorso alla «tokenizzazione» sembra lecito solo nell'ipotesi appena descritta e, comunque, in assenza dei presupposti che impongono il regime di dematerializzazione (art. 83-*bis* t.u.i.f.), la cui architettura gerarchica ed accentrata è allo stato incompatibile col funzionamento della *DLT*<sup>35</sup>; *b)* nelle s.r.l. l'improvvisa abrogazione del libro dei soci e l'«esternalizzazione» delle sue funzioni in capo al registro delle

---

<sup>35</sup> Non si può escludere che lo stesso regime accentrato si stia evolvendo verso una sua diversa concezione, i cui contorni, però, non sono chiaramente leggibili: per un verso, la mera applicazione della *DLT* ad un depositario centrale non sembra in sé rappresentare una innovazione dirompente, mentre pare necessario accostarsi con grande cautela al coacervo di ruoli che nel Regime Pilota possono essere cumulati in capo ad un'infrastruttura di mercato *DLT* (artt. 5 e 6, par. 2, Regime Pilota): tale cumulo, invero, non è in sé un portato della tecnologica *DLT*, bensì una sorta di istituzionalizzazione degli *exchanges* (alla cui proteiforme operatività si era già dedicato un cenno *supra*, sub nt. 2; per altre considerazioni, si rinvia a F. ANNUNZIATA, *La disciplina delle trading venues*, loc. ult. cit.; ID., A. MINTO, *Il nuovo Regolamento UE in materia di Distributed Ledger Technology - Analisi del nuovo DLT Pilot Regime*, in *Dir. banc.*, 2022, 4 ss. reperibile su: <http://www.dirittobancario.it>; R. LENER, S.L. FURNARI, *Cripto-attività: prime riflessioni sulla proposta della commissione europea. Nasce una nuova disciplina dei servizi finanziari "crittografati"?*, *ivi*, 2020, 17 ss.; M. DE MARI, G. GASPARRI, T.N. POLI, *op. cit.*, 36 ss.; per un caso sottoposto all'attenzione del giudice italiano, v. Trib. Firenze, 21 gennaio 2018, in *Contratti*, 2019, 661 ss., con nota adesiva di D. Fauceglia, nonché oggetto di disamina ad opera di E. FUSCO, *Il deposito di moneta virtuale e l'insolvenza dell'intermediario*, in *Banche, intermediari e fintech*, cit., 464 s., 505 ss., e di critica da parte di A. CALONI, *Deposito di criptoattività presso una piattaforma exchange: disciplina e attività riservate*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 1073 ss., spec. 1079 ss.) ed è suscettibile di provocare un intricatissimo ed immanente viluppo di conflitti d'interessi. Non solo, ancora una volta, si aggrava il problema dell'accentramento di rischi in capo ad un solo anello della catena del mercato dei *tokens*, già rilevato in altra prospettiva come criticità alla fine del precedente par. 3.1, e non pare che nemmeno i presidi tecnologici di cui anche tali infrastrutture di mercato *DLT* dovranno dotarsi in base alla DORA saranno sufficienti a scongiurare ogni possibile ripercussione di malfunzionamenti o attacchi informatici ad essi portati.

imprese impedisce una totale «migrazione» a livello societario verso il sistema *DLT*.

In tale ultimo caso, la reintroduzione su base volontaria di un libro dei soci informatizzato rappresenterebbe nella maggior parte dei casi un appesantimento rispetto a formalità che, stante la ridotta circolazione, potrebbero continuare ad essere assolte su un modestissimo quadernetto.

Volgendo invece lo sguardo alle s.r.l. suscettibili di apertura al mercato, la *DLT* potrebbe costituire un valido ausilio per attenuare alcuni dei difetti del sistema di circolazione alternativo introdotto dall'art. 100-ter, commi 2-bis – 2-quater, t.u.f., specialmente in relazione alla possibile opacità della compagine sociale derivante dall'affidamento ad intermediari finanziari della gestione dei registri delle quote «dematerializzate». Invero, una *DLT permissioned*, se omogeneamente adottata dalla s.r.l. emittente e da tutti gli intermediari a cui sono formalmente intestate le quote, può enormemente facilitare l'identificazione degli effettivi titolari, il corretto esercizio dei diritti ad essi spettanti (in luogo del macchinoso e meno sicuro rilascio di una certificazione cartacea e di tutte le problematiche legate alla *record date*) e la corretta esecuzione degli ordini di vendita (magari su una piattaforma creata e gestita dal portale che si era occupato della precedente operazione di *equity-based crowdfunding*), che sarebbero *ipso facto* dotati di forma scritta<sup>36</sup>. In tal modo, si potrebbe inoltre

---

<sup>36</sup> Resterebbe peraltro impregiudicato il problema della volontarietà dell'adesione a tale modalità circolatoria rimesso alla scelta del socio, suscettibile di dar luogo ad un'indesiderabile divaricazione di discipline circolatorie contemporaneamente applicabili e frustrando l'originario scopo agevolativo della formazione di un mercato secondario.

Per altro verso, a riprova dello scarso slancio innovatore (e di una tendenziale incoerenza) del legislatore europeo, il complesso sistema di deroghe tracciato nel Regime Pilota non è accessibile per le s.r.l., poiché l'art. 3, par. 1, Regime Pilota contempla solo titoli azionari o obbligazionari, oppure quote di organismi di investimento collettivi tra quelli «ammessi alla negoziazione e registrati in un'infrastruttura di mercato DLT». Tale opzione limitativa è tanto più ingiustificabile se solo si considera che nel reg. (UE) n. 1503/2020 in materia di *crowdfunding* le s.r.l. possono senz'altro accedere al particolare regime introdotto per ampliarne i canali di finanziamento (art. 2, par. 1, lett. n, reg. cit.). Per altre critiche sulle limitazioni (a suo tempo prospettate a livello europeo e nazionale) dei titoli ammessi alla sperimentazione, cfr. P. LEOCANI, U. MALVAGNA, A. SCIARRONE ALIBRANDI, A.

accompagnare la crescita finanziaria delle s.r.l. (PMI) che, prescelte da una non lineare progressione di interventi normativi quale possibile veicolo d'elezione per l'“avviamento” al mercato finanziario, potrebbero conservare nella loro parabola ascendente (nonché in quella discendente) forma giuridica, assetto organizzativo, leggi circolatorie delle proprie quote e relative infrastrutture tecnologiche, scongiurando i costi legati ad ogni variazione che interessasse uno di tali elementi.

Ci si rende conto, per altro verso, che l'indagine sin qui condotta sugli ampi margini di compatibilità tra il ricorso alla *DLT* ed il diritto italiano sta per essere superata da una soluzione normativa di segno contrastante, ancora recentemente caldeggiata dagli stessi vertici della CONSOB ed accennata nel Libro Verde del MEF<sup>37</sup>, ossia quella di

---

TRANQUILLINI, *op. cit.*, 83, 90 ss.; S. CORSO, *op. cit.*, 67 ss., che contesta l'esclusione delle quote di s.r.l. dal Regime Pilota.

<sup>37</sup> Si vedano sul punto i testi convergenti delle relazioni di P. CIOCCA (*Intervento*, Roma, 8 giugno 2021, p. 7 s.) e M.A. SCOPELLITI (*FINTECH: Profili di attenzione e opportunità per gli emittenti e il risparmio nazionale*, Roma, 6 luglio 2021, p. 12) per le audizioni svoltesi, rispettivamente, dinanzi alla VI Commissione permanente (Finanze) della Camera dei deputati ed alla Commissione parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario. Più recentemente, nel Libro Verde del MEF sembra essere stata riconosciuta l'inevitabile gradualità del passaggio che condurrà alla “tokenizzazione” anche di strumenti diversi ed ulteriori rispetto a quelli previsti nel Regime Pilota: «In una seconda fase sarebbe poi definita la cornice normativa volta a consentire, a regime, l'emissione e la circolazione in forma digitale di *tutti gli strumenti finanziari*” (*La competitività dei mercati finanziari italiani*, cit., p. 38). Sembra, peraltro, che all'esito dei rilievi pervenuti in fase di consultazione il regolatore stia riflettendo su una parziale riespansione del perimetro di sperimentazione iniziale rispetto a quanto delineato nel Libro Verde (v. *Relazione illustrativa degli esiti della consultazione avente ad oggetto il Libro Verde sulla competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*, Roma, 1° luglio 2022, 12 s.).

Per altro verso, dal Libro Verde si apprendeva che «tra gli aspetti di ulteriore approfondimento sono incluse anche: la ipotesi di dematerializzazione nel sistema di gestione accentrata, su base volontaria, ai sensi dell'articolo 83-*bis* del Testo Unico della finanza, delle quote “standardizzate” di PMI italiane costituite nella forma delle srl», (a p. 33), circostanza confermata anche nella *Relazione illustrativa degli esiti della consultazione* (a p. 8 s.), in cui si riscontrava che tale proposito era stato accolto con favore.

Al riguardo può forse solo essere rilevato che una più meditata applicazione del principio di proporzionalità potrebbe soccorrere per dare una diversa soluzione al problema della creazione di un mercato secondario di quote partecipative di s.r.l., intorno al quale il legislatore sembra stare affannandosi da qualche tempo senza

rimuovere degli ostacoli non meglio precisati alla «tokenizzazione» in nome della certezza del diritto per gli operatori e prevedere espressamente la possibilità di rappresentare i titoli tramite la tecnologia a registri distribuiti.

È difficile tracciare considerazioni più precise al riguardo senza avere contezza dei dettagli della proposte elaborate nel complesso periodo di transizione in corso, ma si può almeno formulare un invito a riconsiderare le particolarità del sistema giuridico italiano rispetto ad altri ordinamenti stranieri.

Nel nostro diritto, come si è cercato di dimostrare, salva essenzialmente la carenza di disposizioni tecniche per la tenuta dei registri<sup>38</sup>, vi è già lo spazio per consentire l'emissione e la circolazione attraverso *DLT* di strumenti finanziari ed introdurre nuove previsioni abilitanti speciali (forse dettate dalla sfiducia nei confronti delle generali norme codicistiche) potrebbe avere una serie di ricadute indesiderate, tra cui si possono ipotizzare: *a*) la perdita di organicità del dato normativo (ed in specie del codice civile e dello stesso t.u.i.f. e dei reciproci rapporti sistematici), già minata da una serie di interventi slegati variamente volti a stimolare la crescita finanziaria delle p.m.i. (e basti pensare alla già ricordata *escalation* di *start-up*, p.m.i. innovative e p.m.i...); *b*) una potenziale concentrazione nell'ambito del diritto del mercato finanziario delle previsioni abilitanti in parola, con il rischio di rendere la *DLT* inaccessibile (o difficoltosamente accessibile) per realtà magari di piccole dimensioni, ma con notevoli potenziale di crescita; *c*) sclerotizzazione del tessuto normativo rispetto allo *status quo* tecnologico esistente ad un certo momento del tempo, con conseguente impermeabilità rispetto al costante processo evolutivo plasticamente

---

incontrare un punto d'equilibrio. Invero, come si è già accennato, l'applicazione della *DLT* potrebbe dimostrarsi l'accorgimento più congruo per accomodare l'istanza di semplificazione circolatoria delle partecipazioni di s.r.l., che, pur in quelle società prospetticamente vocate all'apertura, sarebbe ingenuo supporre assimilabile alla mole di scambi che può connotare una s.p.a. diffusa o quotata. Oltre a ciò, occorre ricordare che la dematerializzazione non incide solo sulle modalità di circolazione delle partecipazioni sociali, ma esige un complesso sforzo di adattamento organico ed impone costi diretti ed indiretti che potrebbero di fatto precludere il suo impiego, rendendo il varco così dischiuso alle s.r.l. di fatto non percorribile.

<sup>38</sup> Che però si ritiene potrebbe essere presto colmata: v. *supra*, *sub* testo e nt. 15 ss..

incarnato a livello settoriale dallo stesso stesso *portmanteau* “*Fintech*”<sup>39</sup>.

Svolte queste rapide considerazioni sul primo aspetto del problema di compatibilità sistematica del *security token*, si tratterà ora del rapporto con il diritto dei mercati finanziari: in questo senso, l’approccio più ampiamente condiviso è quello della ricostruzione casistica con particolare attenzione per la prevalenza della sostanza sulla forma, in quanto si tratta, in ultima istanza, del metodo maggiormente conforme rispetto alla finalità di elevata protezione degli investitori. Una simile impostazione non può essere abbandonata nemmeno nella prospettiva della futura adozione della proposta MiCAR, poiché, sebbene essa sia stata strutturata nella logica di applicazione ad una serie di *tokens* ad oggi non formalmente disciplinati dal diritto UE (*utility tokens*, *tokens* collegati da attività, *currency tokens*...), non esclude che si possano verificare insidiosi arbitraggi regolamentari valendosi delle agevolazioni da essa introdotte<sup>40</sup>; condotte opportunistiche, queste ultime, tanto più preoccupanti, se solo si considera che in caso di presentazione di un’azione risarcitoria incomberebbe al titolare di cripto-attività «presentare prove attestanti che l’emittente di cripto-attività diverse dai *token* collegati ad attività o

---

<sup>39</sup> V. anche gli ulteriori rilievi elaborati in merito al futuro assetto del diritto europeo *infra* nel testo in corrispondenza della nota 48.

<sup>40</sup> Come potrebbe agevolmente avvenire, ad esempio, con un’emissione di *tokens* convertibili strutturata in maniera da sfruttare la disciplina dell’art. 4 proposta MiCAR ed offrendoli conseguentemente al pubblico valendosi degli artt. 5 ss. proposta MiCAR. Il *token*, in un primo momento, potrebbe qualificarsi come *utility token* e legittimare il relativo titolare ad accedere ai prodotti o ai servizi offerti dall’emittente e, in seguito, concedere il diritto ad ottenere partecipazioni nell’emittente stesso in ragione della visibilità garantita al prodotto o al servizio stesso (come potrebbe avvenire con un videogioco *online* finanziato grazie all’emissione di *tokens* a cui gli stessi giocatori-finanziatori possono in un secondo tempo aspirare ad ottenere un certo quantitativo di partecipazioni nel capitale della *software house* emittente in funzione del capitale apportato e del numero di nuovi giocatori invitati/intensità della condivisione sui *social networks* del gioco/numero di ore giocate...).

Solo appena più complesso sarebbe realizzare la medesima operazione sfruttando i *tokens* collegati ad attività di cui al titolo III della MiCAR, considerando che tra i diritti attribuibili a tale genere di *tokens* è espressamente escluso quello di corrispondere interessi (art. 36 proposta MiCAR), ma non certo quello di conversione del *token* nell’attività sottostante (arg. *ex art.* 3, par. 1, n. 3 ed art. 35 proposta MiCAR).

dai *token* di moneta elettronica ha violato l'articolo 5 e che tale violazione ha avuto un impatto sulla sua decisione di acquistare, vendere o scambiare dette cripto-attività» (art. 14, par. 2, proposta MiCAR, ma identica e gravosa ripartizione dell'onere probatorio è prevista, *mutatis mutandis*, dall'art. 22, par. 2, proposta MiCAR per i *tokens* collegati ad attività<sup>41</sup>).

Pertanto, le autorità nazionali dovranno comunque svolgere un attento scrutinio casistico delle emissioni di *tokens* pur quando esse avverranno sotto l'egida del venturo regime MiCAR e ne vogliano sfruttare gli ambiti esonerativi: è vero che sugli emittenti graverà in taluni casi l'onere di dimostrare che la particolare natura del *token* offerto ne esclude la natura di strumento finanziario, moneta elettronica, deposito e deposito strutturato (artt. 7, par. 3, e 16, par. 2, lett. *d*, proposta MiCAR), ma ciò non costituisce in alcun modo uno sgravio o una sorta di “canalizzazione” dell'attività di controllo, che dovrà sempre puntare ad accertare – seppure talora *a posteriori* (come accade coi *tokens* “diversi”: art. 7, par. 1, proposta MiCAR) – l'autentica sostanza dell'operazione che s'intende realizzare. Non si può, anzi, escludere che l'onere argomentativo in parola possa essere d'ostacolo alle autorità nazionali nei casi in cui la tipologia di *token* emesso sia stata volutamente camuffata.

Per quanto riguarda l'Italia, l'opzione qualificativa che si pone attualmente all'interprete gravita intorno a due alternative: *a*) la collocazione nella più ampia categoria dei *prodotti finanziari* (art. 1, comma 1, lett. *u*, t.u.i.f.), ricorrendo congiuntamente i noti presupposti dell'impiego di capitali, dell'assunzione di un rischio ad esso collegato e dell'aspettativa di un rendimento di natura finanziaria, oppure *b*) la riconduzione nel più ristretto novero degli *strumenti finanziari* (*sub species* di valori mobiliari), in presenza della consueta causa finanziaria e della negoziabilità del *token* sul mercato dei capitali (art. 1, comma 1-*bis* e 2, t.u.i.f.)<sup>42</sup>.

---

<sup>41</sup> L'inversione dell'onere probatorio è condivisibilmente contestata da G. FERRARINI, P. GIUDICI, *op. cit.*, 105 s.; S. CASARRUBEA, *Il ruolo del white paper sulle offerte al pubblico di cripto-attività alla luce della proposta MiCA*, in *Riv. ODC*, 2022, 249 ss.

<sup>42</sup> La negoziabilità dei *tokens* è appena il caso di ricordarlo, rappresenta un aspetto preminente della funzionalità della *DLT*, anche se non sempre tale aspetto viene preso espressamente in considerazione dai legislatori, come accade in Germania, laddove

Non ci si può diffondere sugli elementi che indurrebbero all'iscrizione all'una o all'altra categoria, anche perché potrebbe trattarsi di un esercizio prolisso e destinato all'immediata obsolescenza per effetto del continuo processo di adattamento – centrifugo – da parte degli operatori, ma le conseguenze che ne derivano sono di tutto rilievo.

Dalla qualificazione come *prodotto finanziario* di un certo *security token* deriva l'applicazione delle norme sull'appello al pubblico risparmio, con la necessità della predisposizione e diffusione di un prospetto informativo (artt. 94 ss. t.u.i.f.), nonché dell'offerta fuori sede (art. 30, commi 5 e 9, t.u.i.f.), mentre riscontrandosi i presupposti per l'inclusione tra gli *strumenti finanziari*, alle regole appena indicate si sommano quelle inerenti la prestazione di servizi di investimento (art. 1, commi 5 e ss., t.u.f.) e queste attività, come noto, non possono essere svolte in assenza delle prescritte autorizzazioni, che, per auspicabile omogeneità, non dovrebbero essere ulteriormente moltiplicate in relazione all'introduzione *ex novo* di nuove figure di operatori specializzati<sup>43</sup>.

È dunque altamente probabile che i *security tokens* e le *ICOs* mediante le quali sono offerti al pubblico siano ricondotti nell'alveo dal quale si era inteso uscire, a meno che non si sfruttino le aree di esenzione garantite dalla MiFID2, dagli artt. 1, par. 3, e 3, par. 2 reg.

---

con l'assimilazione dei *tokens* a dei titoli di credito connotati dall'iscrizione in un particolare registro elettronico decentrato, il problema della loro negoziabilità è implicitamente superato. In Francia, invece, la scelta di introdurre la nuova figura dei *jetons* ha inevitabilmente suscitato l'interrogativo sul punto, che il legislatore, però, ha deciso di non sciogliere, limitandosi a precisare che «les souscripteurs sont informés des résultats de l'offre et, le cas échéant, de l'organisation d'un marché secondaire des jetons selon des modalités précisées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers» (art. L 552-7 *c.m.f.*).

<sup>43</sup> Su quest'ultimo aspetto, si vedano le ulteriori brevi considerazioni svolte *infra*, sub nt. 56, cui *adde* le riflessioni di F. ANNUNZIATA, *La disciplina*, cit., 8 ss.; ID., *Strumenti*, cit., 157 ss.; E. RULLI, *op. cit.*, 144 ss.; P. CARRIÈRE, *Le "criptovalute" sotto la luce delle nostrane categorie giuridiche di "strumenti finanziari", "valori mobiliari" e "prodotti finanziari": tra tradizione e innovazione*, in questa *Rivista*, 2019, 154 ss.; M. DE MARI, *op. cit.*, 286 ss., 295; G. GITTI, *op. cit.*, 28 ss.; C. SANDEI, *L'offerta iniziale*, cit., 27 ss.

(UE) n. 2017/1129<sup>44</sup> e, nel dettaglio a livello nazionale, dall'art. 34-ter reg. emittenti<sup>45</sup>.

Ed è proprio all'intersezione di queste esenzioni con la precedente ricognizione dei possibili spazi di legittimo impiego della *DLT* in ambito societario, che si registra prevalentemente lo sfruttamento delle *ICOs* aventi ad oggetto dei *security tokens*, colmando l'*equity gap* (ove pure è germinato il precursore *crowdfunding*) di cui gli investitori istituzionali non si interessano e nel quale l'orizzonte dei destinatari è prevalentemente formato da piccoli risparmiatori. A costoro, comunque, è indirizzato in massima parte il genere di operazioni di cui si tratta, proprio in ragione della economicità, immediatezza e capillarità con cui *internet* può veicolarle.

Se, da un lato, questa considerazione spinge a concordare con quanti lamentano l'inadeguatezza della tutela di carattere informativo incentrata sul prospetto<sup>46</sup>, dall'altro, si deve constatare ad oggi la

---

<sup>44</sup> Si deve evidenziare che, forse per tuziorismo, alcune delle esenzioni già previste nel reg. (UE) n. 2017/1129 sono state riprodotte nella proposta MiCAR (art. 4, par. 2b, lett. *a, b, c*, proposta MiCAR), il che è quanto meno singolare se si tiene conto del fatto che i *tokens* a cui si riferiscono non sono degli strumenti finanziari – una delle opzioni di vertice nell'elaborazione della proposta MiCAR è stata appunto di escludere dal proprio ambito applicativo gli strumenti finanziari: considerando n. 6 ed art. 2, par. 3, lett. *a* – e quindi non dovrebbero essere assoggettati all'obbligo del prospetto nemmeno al di fuori delle fattispecie di esenzione.

<sup>45</sup> Del quale merita rilevare l'esenzione per i titoli «emessi, al fine di procurarsi i mezzi necessari al raggiungimento dei propri scopi non lucrativi, da associazioni aventi personalità giuridica o da enti non aventi scopo di lucro» (comma 1, lett. *h*: al netto della discutibile individuazione dei soggetti legittimati, essa non esclude che a tali titoli possa anche essere associata una prospettiva di rendimenti finanziari (la quale, peraltro, sarà ammissibile solo nei casi contemplati dalla legislazione speciale), con il risultato che tali emissioni potranno realizzarsi senza limiti quantitativi e ricorrendo anche a *security tokens*).

<sup>46</sup> Il paradigma della trasparenza è stato prima affiancato a quello della intermediazione professionale nella realizzazione dell'investimento con la MiFID ed è stato quindi spodestato dal suo primato per effetto della più sostanziale e penetrante considerazione delle diverse esigenze di tutela degli investitori nella MiFID2 attraverso le più incisive tutele apprestate per loro lungo tutta la catena della produzione/distribuzione di strumenti finanziari grazie ai poteri di intervento su di essi, nonché nella stessa strutturazione degli intermediari. Inoltre, con specifico riguardo al ruolo del prospetto (ed alla sua stessa comprensibilità), si assiste al suo superamento ad opera dei documenti informativi semplificati settorialmente introdotti, com'è avvenuto per i PRIIPs (reg. (UE) n. 1286/2014) o nel regolamento

sostanziale carenza di progressività dell'apparato protettivo degli investitori al dettaglio, che passa dal vuoto al sovraccarico senza un'effettiva graduazione, risultando particolarmente gravoso per le imprese e le operazioni di minori dimensioni, né pare che nella proposta MiCAR si possa rinvenire una terza via che, rispettosa del principio di proporzionalità, riesca a tenere insieme chiarezza e completezza, da un lato, con sinteticità e semplicità, dall'altro. Infatti, se è manifesta la derivazione del concetto normativo di *white paper* (artt. 5, 17 e 46 proposta MiCAR) dal gergo operativo, quale snello ed informale documento descrittivo sull'operazione di emissione e sui *tokens* che ne scaturiscono, dalla ricognizione dei relativi contenuti è altrettanto scoperta l'ispirazione al reg. (UE) n. 2017/1129. Facile pronostico, dunque, è quello per cui i *white papers* che dovranno essere redatti ai sensi della proposta MiCAR saranno dei...ponderosi opuscoli.

Per altro verso, specie di fronte ad un platea di piccoli investitori al dettaglio, allettati dall'intuitività delle operazioni finanziarie *online*, dall'apparente facilità di acquisizione e gestione dei *tokens* e, soprattutto, dalla promessa di cospicui rendimenti, non si può abdicare all'esigenza di un elevato livello di protezione, come anticipato in esordio, ed essa non può ridursi al solo prospetto, ma deve concretizzarsi sul piano dell'attività di emittenti ed intermediari di *security tokens*, i quali non possono sottrarsi alle prescrizioni valevoli per la prestazione di servizi riservati sostanzialmente omologhi, secondo il principio di neutralità tecnologica<sup>47</sup>.

---

europeo in materia di *crowdfunding* (artt. 23 e 24 reg. (UE) n. 1503/2020), su cui sono stati plasmati alcuni passaggi della proposta MiCAR, ed in particolare quelli sulla sintesi del *white paper* (art. 5, par. 7, art. 17, par. 7, 46, par. 5, proposta MiCAR).

<sup>47</sup> Sul punto, bisogna evidenziare che il regime di responsabilità degli emittenti delineato nella proposta MiCAR, pur non concernendo espressamente *tokens* che possano essere qualificati come strumenti finanziari, non pare coerente con l'esigenza di assicurare un elevato livello di protezione degli investitori: basta considerare, come già fatto, che esso pone sui titolari l'onere di provare la violazione delle prescrizioni inerenti i contenuti del *white paper* e che tale violazione abbia influenzato la decisione di acquistare, vendere o scambiare *tokens*. Non solo, benché la sintesi del *white paper* sia indirizzata appunto ai potenziali contraenti per consentire loro una più agevole ed immediata comprensione della natura dei *tokens* e dei diritti da essi veicolati, costoro potranno impennare su di essa un'azione risarcitoria solo in casi rigidamente circoscritti (art. 14, par. 3, art. 22, par. 3, art. 47, par. 3, proposta MiCAR), e ciò ne ridimensiona notevolmente il ruolo di strumento integrativo della tutela degli investitori non professionali.

Non è però attraverso l'introduzione di nuove categorie di prodotti finanziari o di nuovi servizi d'investimento con le annesse discipline speciali<sup>48</sup> che si può affrontare adeguatamente il problema, come pure è stato fatto da alcuni stati e territori (Malta, Francia, Liechtenstein, Gibilterra...) nel tentativo di realizzare un «effetto Delaware» a proprio vantaggio: queste egoistiche e sordinate incursioni<sup>49</sup> contribuiscono unicamente all'ulteriore frammentazione del lessico e della sintassi del diritto dei mercati finanziari, che si sarebbe voluto armonizzati a livello europeo, mentre anche una superficiale ricognizione restituisce uno sgangherato quadro di nazionalismi discordanti.

---

Si può aggiungere che non si rivela particolarmente idoneo ad incrementare la tutela dei titolari di *tokens* “diversi” nemmeno il diritto di recesso di cui all'art. 12 proposta MiCAR. Esso, infatti, ha una portata molto ristretta, in quanto è riservato alla sola categoria dei consumatori e per il caso di acquisto di *tokens* diversi dai *tokens* collegati ad attività e dai *tokens* di moneta elettronica non ammessi a negoziazione su un *exchange*; in tal caso, lo *jus poenitendi* da esso previsto ed esercitabile senza spese dev'essere esercitato entro 14 giorni dall'acquisto del *token*. Il termine, già breve per un consumatore in generale (cfr. art. 52 cod. cons.) dovrebbe essere fatto decorrere non tanto dall'acquisto (o, *rectius*, dalla sottoscrizione) del *token*, bensì dal primo atto di fruizione dei servizi (non sempre contestualmente accessibili nel caso degli *utility tokens*) o dal giorno dell'acquisto del possesso fisico del bene promesso, rispetto al quale il *token* ragionevolmente non rappresenta altro, come già detto (v. *supra* il testo in corrispondenza della nota 10), che un documento di legittimazione.

<sup>48</sup> Anche se questa, prima ancora di sfociare nella proposta MiCAR, è bene evidenziarlo, è stata l'opzione suggerita già dall'ESMA nel suo *Advice* del 9 gennaio 2019 (*Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, ESMA50-157-1391) per i *tokens* di indole non finanziaria, seguita in tal senso anche dalla CONSOB nel citato *Documento per la discussione* del 19 marzo 2019 e nel *Rapporto finale* del 2 gennaio 2020 (intitolato, come il primo, *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*), seppure con specifica attenzione a *tokens* inquadrabili nella figura italiana dei prodotti finanziari, da rendere oggetto di una specifica disciplina ancora da elaborare. Sul primo documento si sono variamente appuntati gli apprezzamenti e le critiche di A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Offerte iniziali*, cit.; M. DE MARI, *op. cit.*, 299 ss.; G. GITTI, M. MAUGERI, C. FERRARI, *op. loc. ult. cit.*; P. CARRIÈRE, *Possibili approcci regolatori al fenomeno dei crypto-asset; note a margine del documento di consultazione della Consob*, in *Dir. banc.*, 2019, disponibile sul sito <http://www.dirittobancario.it>.

<sup>49</sup> Le quali sono sostanzialmente prive di significative conseguenze in termini reali, dal momento che sono comunque i paesi più finanziariamente prosperi e tecnologicamente avanzati ad essere prescelti per lo svolgimento di emissioni di *tokens*. Cfr. POLITECNICO DI MILANO - OSSERVATORIO BLOCKCHAIN & DISTRIBUTED LEDGER, *Blockchain: the hype is over, get ready for ecosystems*, Milano, 2021, p. 13 e 15 s..

La proliferazione di discipline speciali, ad ogni modo, oltre che farsi strada a livello nazionale e, come visto, anche interstizialmente nella sequenza di definizioni “in negativo” della proposta MiCAR, ha rischiato di farsi strada fino al vertice del diritto europeo dei mercati finanziari, ossia nella MiFID2, dato che la stessa fondamentale nozione di strumento finanziario dell’art. 4, par. 1, n. 15 avrebbe potuto essere modificata per designare: «qualsiasi strumento riportato nella sezione C dell’allegato I, compresi gli *strumenti emessi mediante tecnologia di registro distribuito*»<sup>50</sup>.

---

<sup>50</sup> La modifica sarebbe scaturita dall’approvazione dell’originario art. 6, n. 1 della *proposta di direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica le direttive 2006/43/EC, 2009/65/EC, 2009/138/EU, 2011/61/EU, EU/2013/36, 2014/65/EU, (EU) 2015/2366 and EU/2016/2341 – COM(2020) 596 final*, prodromica e strumentale al coordinamento del Regime Pilota con altri testi normativi europei in materia finanziaria, di servizi di pagamento e revisione legale dei conti. Fortunatamente, tale alterazione è stata rimossa dal testo definitivamente approvato dell’art. 6 della dir. 2022/2556.

Ad ogni modo, una contestazione sul piano dell’organicità e coerenza sistematica può essere svolta per la “gemmazione” della disciplina dei servizi prestati dagli operatori nell’ambito *DLT* (titolo V proposta MiCAR), la quale, evidentemente modellata su quella della MiFID2 per i prestatori di servizi finanziari, si espone al rilievo che i *tokens* che essa dovrebbe disciplinare sono quelli espressamente *non* rientranti tra gli strumenti finanziari. Dinanzi all’interprete si schiude quindi un dilemma di amplissima portata, poiché la scelta di applicare una disciplina derivata da quella dei mercati finanziari ad entità espressamente ritenute estranee ad essi può risultare violativa di una serie di principi fondamentali del diritto europeo stesso, oltre a far risaltare la basilare difficoltà di delimitare l’esatto perimetro dei mercati finanziari stessi e la sua mobilità. Senza potersi dilungare sull’argomento, ci si trova senz’altro di fronte ad un crocevia nell’evoluzione giuridica della materia, acutamente sollecitata dall’ecclettica natura degli oggetti della regolazione (i *tokens*) e delle attività svolte dai prestatori di servizi nell’ambiente *DLT*: tuttavia l’approccio regolamentare sembra oscillare tra il mero recepimento delle tendenze emerse dalla prassi (*bottom up*), come emerso nella disciplina delle infrastrutture di mercato *DLT* in seno al Regime Pilota, o la reiterazione di modelli operativi preesistenti (*top down*) in capo ad attività in tutto o in parte incompatibili con essi (come appena visto nella proposta MiCAR). Entrambe le estremità dell’oscillazione di questo pendolo regolatorio sono ugualmente interessate dalla mancanza di una chiara ed univoca visione dell’integrazione sistematica nel diritto dei mercati finanziari del fenomeno *DLT* e delle attività proprie di esso: talune, infatti, potrebbero non essere affatto bisognose di essere regolate, altre potrebbero esserlo solo in relazione a *tokens* classificabili come strumenti finanziari, altre potrebbero necessitare di una disciplina *ad hoc* appositamente allestita...

Al riguardo si crede necessario ribadire che la fattispecie “strumento finanziario”, come sinora avvenuto, dovrebbe essere preservata come neutrale ed estranea rispetto alle correlate modalità rappresentative (da intendersi quali forme e tecnologie espressive) delle singole unità fungibili in cui ciascuna emissione si scompone: in altre parole, la veste esterna di uno strumento finanziario non è altro che un elemento contingente e variabile in funzione dell’avanzamento tecnologico, mentre il nucleo di diritti che esso ingloba in sé lo identifica costantemente. Semmai si stabilisse un legame con una certa tecnica rappresentativa, non solo si “contaminerebbe” il nucleo precettivo tipologico identificativo della fattispecie, ma si consegnerebbe la nozione stessa di strumento finanziario (come anche, più a monte, quella di titolo di credito) ad una precoce obsolescenza, irrigidendola avventatamente rispetto al fluire del progresso umano.

Forse non è neppure attraverso l’attivazione di *innovation hubs* e di *regulatory sandboxes*<sup>51</sup> presso le autorità di vigilanza o anche a livello

---

Altre critiche all’approccio regolatorio eurounitario sono leggibili in C. SANDEI, *L’offerta iniziale*, cit., 159 ss.

<sup>51</sup> Su tali tecniche di sperimentazione strumentali all’elaborazione ed implementazione di riforme, specie in ambito *Fintech*, nella già sterminata letteratura si segnalano: D.A. ZETZSCHE, R.P. BUCKLEY, D.W. ARNER, J.N. BARBERIS, *Regulating a Revolution: From Regulatory Sandboxes to Smart Regulation*, in *Fordham J. Corp. Fin. L.*, 2017, Vol. 23, 31 ss.; I. H-Y CHIU, *A Rational Regulatory Strategy for Governing Financial Innovation*, in *Eur. J. Risk. Reg.*, 2017, Vol. 8, 743 ss.; EAD., *Regulating the crypto economy*, cit., cap. 7, III; C. BRUMMER, Y. YADAV, *Fintech and the Innovation Trilemma*, in *Georgetown L. J.*, 2019, Vol. 107, 235 ss.; S.T. OMAROVA, *Dealing with Disruption: Emerging Approaches to Fintech Regulation*, in *Wash. U. J. L. & Pol’y*, 2020, Vol. 61, 25 ss.; EAD., *Fintech and the limit of financial regulation: A systemic perspective*, in R.P. BUCKLEY, D.W. ARNER, R. VEIDT, D.A. ZETZSCHE, *Building Fintech Ecosystems: Regulatory Sandboxes, Innovation Hubs and beyond*, ivi, 55 ss.; D.A. ZETZSCHE, R.P. BUCKLEY, D.W. ARNER, L. FÖHR, *op. cit.*, 304 ss.; M. BIANCHINI, *L’approccio eurounitario ai nuovi “modelli di business” del Fintech*, in *Diritto del Fintech*, cit., 439 ss.; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Il testo unico finanziario*, cit., 39 ss., per considerazioni di carattere generale e a 48 ss., con specifico riguardo agli esperimenti regolamentari menzionati nel testo; W.-G. RINGE, C. RUOF, *Regulating Fintech in the EU: the Case for a Guided Sandbox*, in *Eur. J. Risk. Reg.*, 2020, Vol. 11, 604 ss.; E. BROWN, D. PIROSKA, *Governing Fintech and Fintech as Governance: The Regulatory Sandbox, Riskwashing, and Disruptive Social Classification*, in *New Pol. Econ.*, 2022, Vol. 27, 19 ss..

europeo (come negli auspici del Regime Pilota) che si può innescare una riflessione genuinamente rivolta all'obiettivo del più elevato livello di protezione per gli investitori<sup>52</sup>, dal momento che le finalità dichiarate

---

Un diverso tentativo di approccio regolatorio – in parte materializzatosi negli obblighi di controllo preventivo posti in capo alla piattaforma che gestisce cripto-attività dall'art. 68, par. 1, proposta MiCAR – si può leggere in V.V. COLLAO, V. WINSHIP, *The new ICO Intermediaries*, in *Italian L. J.*, 2019, Vol. 5, 731 ss., le quali si manifestavano a favore dell'introduzione di una specifica figura professionale di controllore degli emittenti di *security tokens*, gli *ICO auditors*, che dovrebbero occuparsi di rendere intellegibile la crittografia alla base dei *tokens* per il pubblico dei non addetti ai lavori, di verificare che il codice crittografico effettivamente contenga le promesse pubblicizzate attraverso il *white paper* e, infine, di verificare le attività e le identità degli operatori coinvolti in un'*ICO* (per simili considerazioni, cfr. anche C. SANDEI, *L'offerta iniziale*, cit., 119 ss., 125 ss., 164 ss.). Evocavano conclusivamente l'emersione di controllori specializzati anche S. COHNEY, D. HOFMAN, J. SKLAROF, D. WISHNICK, *op. cit.*, 660.

<sup>52</sup> Nel diritto italiano l'introduzione dell'istituto del *regulatory sandbox* nell'ambito tecnofinanziario non ignora l'istanza di tutela menzionata nel testo, tant'è che nell'art. 36, comma 2-bis, d.l. 34/2019 si legge che esso è rivolto «al fine di promuovere e sostenere l'imprenditoria, di stimolare la competizione nel mercato e di assicurare la *protezione adeguata dei consumatori, degli investitori e del mercato dei capitali*, nonché di favorire il raccordo tra le istituzioni, le autorità e gli operatori del settore...»). Ciononostante, la sua enunciazione nel contesto in esame, considerati i potenziali fruitori, pare destinata a giocare un ruolo subordinato, come confermato dalla specificazione degli obiettivi assegnati al Comitato *FinTech*, che tendono piuttosto alla promozione del *fintech* stesso, all'agevolazione del contatto tra operatori di settore ed autorità ed allo svolgimento della sperimentazione in esso regolamentata (artt. 3, comma 1, e 5 ss. d.m. Comitato *Fintech*). Conferma della secondarietà della tutela degli investitori si ha anche dalla circostanza che per essere ammesso alla sperimentazione, l'operatore deve tra l'altro dimostrare che l'attività che intende svolgere «apporta valore aggiunto per *almeno uno* dei seguenti profili: 1) arreca benefici per gli utenti finali in termini di qualità del servizio, promozione della concorrenza, condizioni di accesso, disponibilità, tutela dell'utente finale o costi; 2) contribuisce all'efficienza del sistema bancario, finanziario, assicurativo o degli operatori che vi partecipano; 3) rende meno onerosa o più efficace l'applicazione della regolamentazione del settore bancario, finanziario, assicurativo; 4) consente un miglioramento dei sistemi, delle procedure o dei processi interni degli operatori nel settore bancario, finanziario o assicurativo relativamente alla gestione dei rischi». La «tutela dell'utente finale», con ogni evidenza, è solo uno tra i tanti profili su cui può appuntarsi la richiesta di ammissione alla sperimentazione.

Va inoltre sottolineato che tale sperimentazione ha una durata inferiore (18 mesi prorogabili: artt. 11 e 17, commi 4-7, d.m. Comitato *Fintech*) a quella delle autorizzazioni previste nel Regime Pilota, pari a sei anni (artt. 8, par. 11, 9, par. 11, e 10, par. 11, Regime Pilota) ed in quest'ultimo, le autorità nazionali competenti

di tali «laboratori» sono quelle di agevolare la sperimentazione di attività finanziarie ad alto tasso di innovazione tecnologica e che gli interlocutori delle istituzioni pubbliche sono, appunto, gli operatori che intendono svolgere tali attività<sup>53</sup>. Senza poi indugiare sul particolarismo che anche i risultati di simili esperienze scontrerebbero nel letteralmente sterminato teatro della finanza globalizzata<sup>54</sup>, né sulla solidità delle architetture elaborate all'interno di sabbie, non si può nascondere il timore della cattura del regolatore<sup>55</sup>, che non solo vigila, ma crea esso stesso (in parte *on demand*) le condizioni per l'operatività dei vigilati, li accompagna nel loro ambiente artificiale e determina il percorso

---

saranno assoggettate all'ESMA nell'esercizio dei rispettivi poteri: è quindi probabile che si realizzi di un successivo adeguamento del regime di sperimentazione nazionale a quello europeo, che sarebbe oltretutto auspicabile nella misura in cui può contribuire ad una maggiore uniformità giuridica nei mercati.

<sup>53</sup> Non sarebbe stato fuori luogo il coinvolgimento istituzionale di rappresentanti di associazioni che tutelano gli interessi di risparmiatori e consumatori (come invece avviene, ad esempio, con il procedimento di nomina dei componenti dei collegi dell'ABF o dell'ACF), che, invece, sono rimaste alla porta, come risulta dall'art. 2 d.m. Comitato *Fintech*.

<sup>54</sup> Il rischio è solo in parte attenuato a livello eurounitario mediante l'*European Forum for Innovation Facilitators* (EFIF), che tuttavia ha natura consultiva ed il cui unico rapporto congiunto (*FinTech: Regulatory sandboxes and innovation hubs*, disponibile sul sito <https://www.eba.europa.eu/>) è ormai datato, risalendo al 2018.

<sup>55</sup> Per questa ed ulteriori preoccupazioni, v. D.A. ZETZSCHE, R.P. BUCKLEY, D.W. ARNER, J.N. BARBERIS, *op. cit.*, 79 ss.; H.J. ALLEN, *Regulatory Sandboxes*, in *G. Washington L. R.*, 2019, Vol. 87, 579 ss., spec. 635 ss.; W.-G. RINGE, C. RUOF, *op. cit.*, 619 s.; E. BROWN, D. PIROSKA, *op. loc. ult. cit.*; E. MICHELER, *Intermediated Securities*, *cit.*, 254 s.; J. LEE, *op. cit.*, 372; L.A. FAHY, *Fostering regulator-innovator collaboration at the frontline: A case study of the UK's regulatory sandbox for fintech*, in *L. & Pol'y.*, 2022, Vol. 44, 168 s., 180. Si aggiungano, inoltre, le esaustive riflessioni sull'opposizione dell'industria dell'intermediazione custodiale a percorsi di riforma finalizzati alla disintermediazione di C.W. MOONEY JR., *op. cit.*, 447 ss., a cui si rinvia anche per tutti i riferimenti. Viceversa, per alcune interessanti considerazioni favorevoli intorno al metodo del *regulatory sandbox* (con riferimento all'esperienza inglese) nella misura in cui la FCA avrebbe potuto imporre ai partecipanti l'implementazione di misure (quali l'*hard fork*) che assicurino la tutela dei partecipanti in caso di sottrazione dei loro titoli o di insolvenza dell'intermediario: R. MANGANO, *Blockchain Securities, Insolvency Law and the Sandbox Approach*, in *Eur. Bus. Org. L. Rev.*, 2018, Vol. 19, 715 ss.

Con specifico riguardo al Regime Pilota, P. LEOCANI, U. MALVAGNA, A. SCIARRONE ALIBRANDI, A. TRANQUILLINI, *op. cit.*, 84, concludono che potrebbe in effetti anche «leggersi come un freno e non come uno stimolo all'innovazione».

successivo alla loro fuoriuscita, anche attraverso modifiche regolamentari.

Inoltre, la stessa tensione teleologica verso la promozione del *fintech* può rivelarsi una rischiosa profezia autoavverante: è invero difficile immaginare un'autorità investita di questo compito che giunga a mani vuote all'esito del suo mandato, così prestando il fianco a critiche rispetto alla sua stessa concreta utilità del suo ruolo.

Da ultimo, poi, anche a causa della nota lentezza e rigidità del proprio procedimento legislativo l'Unione Europea, da un lato, ha perso una buona occasione per inserire armonicamente il fenomeno dei *tokens* nell'ambito della realizzazione di operazioni di *crowdfunding*, le quali rappresentano l'immediato precedente della raccolta tramite *ICOs* e ad oggi insistono tendenzialmente sul medesimo insieme di destinatari: nel recente reg. (UE) n. 1503/2020, infatti, vi è soltanto la fugace traccia della rinuncia a considerare la loro inclusione<sup>56</sup>.

Dall'altro, si registra l'articolato e temporalmente protratto cantiere di proposte della Commissione UE rivolte ad implementare vari aspetti del *Piano d'azione per le tecnologie finanziarie* (COM/2018/0109 final), sul quale, oltre a quanto detto sin qui, ci si limita a sollevare un conclusivo dubbio sulla bontà dell'opzione a favore di una regolazione specialmente destinata alle cripto-attività, suscettibile di introdurre una serie di nuove categorie di prodotti e di servizi fondati sulla tecnica rappresentativa e non sulla sostanza di tali entità, così emarginandole sistematicamente ed esponendole ad un loro superamento tanto impietoso, quanto rapido a causa del formidabile dinamismo tecnologico dei mercati.

#### 4. Oltre il muro, inseguendo Sisifo

---

<sup>56</sup> Nel *recital* n. 15 di tale regolamento si legge che «sebbene le offerte iniziali di moneta abbiano il potenziale di finanziare le p.m.i., e le *start-up* e *scale-up* innovative, e possano accelerare il trasferimento di tecnologia, le loro caratteristiche differiscono considerevolmente dai servizi di *crowdfunding* disciplinati a norma del presente regolamento». Se si può convenire che alcune varianti delle *ICOs* siano concettualmente distanti ed incompatibili con il *crowdfunding*, ciò non vale sicuramente per le offerte di *security tokens* e la motivazione sembra affetta da un inadeguato accostamento al fenomeno, il che è quanto meno singolare, considerato l'approfondimento dedicato da altre istituzioni ed agenzie europee.

La risposta ad un problema complesso – reso tale anche dall’enorme, labirintico ed instabile *corpus* del diritto dei mercati finanziari, un autentico *Gormenghast*<sup>57</sup> giuridico – non può mai essere semplice e lo è meno ancora in un momento storico in cui si sta assistendo all’avvento della tecnologia che sta alla sua base. In effetti, se con il suo ulteriore progresso la *DLT* raggiungerà un livello di diffusione tale da soppiantare lo strumentario tecnico attualmente necessario per il buon funzionamento dei mercati (regolamentati e non), allora quello sarà un mutamento di una magnitudine tale da comportare un integrale ripensamento della materia e non più soltanto una serie di modifiche mirate, per quanto problematiche. Fino ad allora, però, la considerazione della platea dei piccoli investitori potenziali destinatari delle *ICOs* impone un atteggiamento di massima cautela, proprio in ragione dell’elevata incidenza percentuale che perdite finanziarie anche di ridotto ammontare in termini assoluti possono avere sui loro patrimoni. D’altro canto, la loro protezione potrebbe anche imporre, come da più parti richiesto ed in alcuni casi sancito, che in una prima fase i *tokens* offerti presentino una configurazione elementare (c.d. prodotti *plain vanilla*), oppure che l’investimento in essi possa avvenire solo ad opera di investitori professionali. In questo senso, si può salutare con favore l’introduzione del Regime Pilota e la portata della sua sperimentazione rivolta alla ricognizione ed a una migliore comprensione delle problematiche che il transito ad una digitalizzazione distribuita implica in ambito finanziario, anche se, lo si è detto, i rischi di una collaborazione – difficilmente ad *arm’s length* nell’ambiente protetto del *sandbox* – tra vigilanti e vigilati non sono circoscritti, né trascurabili, e gli esiti dell’esperimento, date le “condizioni di laboratorio” in cui si svolge, non sono necessariamente attendibili.

Molte, quindi, sono le direttrici degli interventi auspicabili, quali il potenziamento della vigilanza ad un rafforzamento della cultura informatica e finanziaria, l’espansione nel campo digitale dei principi di relazionamento con la clientela, il ragionato ripensamento nella

---

<sup>57</sup> Dal nome del gigantesco castello per lo più in rovina, sconosciuto nella sua interezza ai suoi stessi abitanti, in cui si svolgono le vicende narrate nella serie di romanzi (*Titus Groan* - 1946, *Gormenghast* - 1950 - and *Titus Alone* - 1959) scritti dall’autore britannico, Mervyn Pike.

prospettiva della neutralità tecnologica della struttura e dell'operatività degli intermediari, la definizione di un percorso di crescita ed accesso ai mercati finanziari che sia normativamente e tecnologicamente omogeneo... ma tutte necessitano di un coinvolgimento che trascenda i particolarismi nazionali.

In conclusione, la disomogeneità e la settorialità delle innovazioni che ciascuno stato pretende di apportare (talora pericolosamente tentando di anticipare i futuri sviluppi) sono nocive per l'industria finanziaria e per gli «utenti» dei suoi prodotti. Solo con uno sforzo di coordinamento a livello sovranazionale (nella UE non più embrionale, ma nemmeno consolidato<sup>58</sup>, visto il riproporsi dell'elaborazione per “silos” normativi settoriali<sup>59</sup>) si può sperare di elaborare una cornice regolamentare condivisa ed autenticamente armonizzata che con la definizione di categorie chiare e sufficientemente elastiche sia in grado di *includere* nel diritto dei mercati finanziari le *ICOs* ed i *tokens* e forse anche fare fronte ad altre novità che il futuro ci riserva.

Bisognerà al contempo evitare di cedere ad una loro considerazione superficiale ed asistemica, che di fronte alla loro novità rifugge dallo sforzo elaborativo e li riduce a qualcosa da *aggiungere*, anziché da integrare accortamente, in questa disciplina<sup>60</sup>. E questo sarebbe forse l'errore più grave, poiché appena tracciati i contorni di queste ennesime nuove caselle e ricuciti faticosamente i loro rapporti con il resto della trama normativa finanziaria, si sarebbe appena costruito un nuovo «muro» da cui fuggire... con buona pace della protezione degli investitori.

---

<sup>58</sup> Ed a livello internazionale si segnala altresì l'attivismo del *Digital Assets and Private Law Working Group* dell'*UNIDROIT*: <https://www.unidroit.org/work-in-progress/digital-assets-and-private-law>.

<sup>59</sup> Contestata da A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Il testo unico finanziario*, cit., 42.

<sup>60</sup> In questo senso, si può ad esempio considerare la complessa disciplina della gestione accentrata centralizzata: come da molti osservato, essa costituisce, allo stato, un ostacolo allo sviluppo dimensionale ed all'affermazione della *DLT* ed è difficile concepirne una riconciliabilità con la tecnologia a registro distribuito, che non si traduca in un asservimento di quest'ultima (v. *supra*, *sub* nt. 27 e testo relativo). Qui, più che il lavoro degli interpreti e le sperimentazioni dei regolatori, l'elemento trainante sarà eventualmente l'affermazione spontanea dei nuovi standard tecnologici, che, svuotando in tutto o in parte l'utilità della sovrastruttura centralizzata, condurrà all'affermazione di un nuovo assetto giuridico (come si è già avuto modo di accennare sinteticamente *supra* nella nota 13).

A quel punto, il masso faticosamente sospinto in cima al monte cadrà nuovamente a valle e ci accorgeremo dello sguardo beffardo di Sisifo, «che era il più astuto tra gli uomini»<sup>61</sup>, mentre ci osserva riscendere per perpetuare la sua fatica.

---

<sup>61</sup> *Iliade*, VI, 153.

## **Le assemblee virtuali nelle società quotate: istruzioni (al legislatore e non solo) per l'uso\***

**SOMMARIO:** 1. Introduzione. – 2. L'evoluzione normativa in Italia della partecipazione all'assemblea mediante mezzi di telecomunicazione. – 2.1. Dalla Riforma del 2003... – 2.2. ... al recepimento della direttiva *Shareholder Rights* ... – 2.3. ... fino al decreto "Cura Italia". – 3. Gli ostacoli alla diffusione delle assemblee virtuali, specie per le società quotate. – 3.1. Gli ostacoli "normativi". – 3.2. Gli ostacoli "strutturali". – 3.3. Gli ostacoli "tecn(olog)ici". – 4. Brevi riflessioni conclusive.

### *1. Introduzione*

L'emergenza sanitaria causata dalla diffusione del *virus* Covid-19 ha comportato, tra le altre cose, l'adozione di misure di distanziamento interpersonale che, come noto, hanno fortemente limitato la possibilità di contatto tra gli individui. Al di là delle numerose ripercussioni negative di varia natura (economica, sociale, psicologica ed antropologica, molte delle quali probabilmente ancora da analizzare appieno, specie nell'ottica degli effetti di medio-lungo periodo su intere fasce della popolazione), ciò ha avuto, nella prospettiva del giurista (e in particolar modo del gius-commercialista), anche un risvolto ulteriore, che merita di essere indagato, soprattutto per le sue possibili evoluzioni in chiave prospettica: ci si riferisce, cioè, all'indubbia accelerazione verso lo sdoganamento definitivo della "remotizzazione" delle riunioni degli organi collegiali delle società e, per quanto qui di precipuo interesse, delle assemblee dei soci<sup>1</sup>.

---

\* Il presente contributo rielabora, con talune modifiche e integrazioni, tra cui l'aggiunta delle note e della bibliografia, la relazione tenuta al convegno «*La funzione del diritto nella società digitale*», organizzato presso l'Università Telematica Internazionale UNINETTUNO il 5 luglio 2022.

<sup>1</sup> Non saranno, invece, oggetto specifico della presente trattazione, anche perché, dal punto di vista operativo, non hanno beneficiato in egual misura (rispetto all'intervento in assemblea a distanza) dell'impulso della legislazione emergenziale (su cui, per tutti, v. C. MARCHETTI e M. NOTARI, *Diritti dei soci, interesse sociale e funzionamento dell'assemblea: spunti dalle norme di emergenza*, in *Riv. soc.*, 2020, 431), gli altri due temi "limitrofi", sotto il profilo dell'interazione tra tecnologia e

In effetti, come meglio si dirà appresso, sotto il profilo dell'interazione tra tecnologia e diritto (d'impresa<sup>2</sup>) – tema oggetto del dibattito odierno –, il fenomeno non è del tutto nuovo: infatti, già a partire dalla riforma societaria del 2003 (la “Riforma del 2003”) il concetto di «*intervento all'assemblea mediante mezzi di telecomunicazione*»<sup>3</sup> è stato introdotto nel nostro ordinamento per le società per azioni. Semmai, quindi, la novità – nei termini che si chiariranno nel prosieguo – della realtà post-pandemica risiede nel fatto che la combinazione della necessità, imposta dalle circostanze sopravvenute, di approntare soluzioni emergenziali che riducessero al minimo la compresenza fisica delle persone in un medesimo luogo, al fine di evitare assembramenti potenzialmente pericolosi per la salute collettiva, e dell'immediato e massiccio ricorso a tecnologie in grado di facilitare il raggiungimento di tale obiettivo, ha offerto «*un riscatto, sì necessitato e agevolato, ma non per questo meno istruttivo*»<sup>4</sup> agli istituti rilevanti in tema di modalità di partecipazione del socio in assemblea (prima «*per lo più relegati nella prassi ad una posizione marginale e aventi perciò rilevanza in larga parte teorica*»<sup>5</sup>). È, dunque, diventato definitivamente obsoleto ogni interrogativo circa l'an della liceità degli incontri “a distanza” delle assemblee<sup>6</sup>, discorrendosi ormai, al più, dei

---

diritto e/o, come si vedrà, della deroga al principio di collegialità, concernenti il voto extra-assembleare non contestuale, per corrispondenza o mediante comunicazione elettronica.

<sup>2</sup> Su cui, in generale, v. N. ABRIANI e G. SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale. Dalla Fintech alla Corpotech*, Bologna, 2021, *passim*.

<sup>3</sup> Cfr. art. 2370, co. 4, c.c. allora vigente. All'epoca, tale disposizione prevedeva, inoltre, il voto per corrispondenza, ma non contemplava (ancora) in modo esplicito il voto elettronico. V. *infra*, nt. 16.

<sup>4</sup> G. BALP, *Società quotate e partecipazione all'assemblea: per una maggiore apertura all'intervento e al voto a distanza*, in *Riv. soc.*, 2022, 190.

<sup>5</sup> G. BALP, *op. cit.*, 190

<sup>6</sup> Invero già ampiamente riconosciuta, seppur a determinate condizioni, dalla dottrina in epoca pre-Covid: v., ad es., *ex multis*, G. CAMPUS, *Intervento e informazione nelle assemblee online di società quotate tra legislazione nazionale e comunitaria*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, 457 ss.; M. CIAN, *L'intervento e il voto elettronici nelle assemblee di s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2011, 1065 ss.; ID., *Intervento e voto in assemblea: le nuove tecnologie come mezzo per promuovere l'attivismo degli investitori istituzionali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, 422 ss.; G.P. LA SALA, *Le forme di partecipazione assembleare con mezzi elettronici nella società per azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, 690 ss. e in *Principio capitalistico quo vadis?*, F.

seguenti due quesiti: (i) si può avere un'assemblea *remote-only*?; (ii) si può “imporre” ai soci un'assemblea esclusivamente virtuale?

Considerato che quella che era stata concepita come una disciplina evidentemente transitoria ci ha poi (finora) accompagnato per ben tre stagioni assembleari<sup>7</sup>, la curiosità intellettuale spinge a riflettere sugli

---

Briolini (a cura di), Torino, 2016, 344 ss.; L. PAPI, *Il rafforzamento del ruolo degli azionisti attraverso la modernizzazione dei processi di partecipazione informativa e decisionale: l'adunanza “virtuale”*, in *Riv. dir. soc.*, 2017, 328 ss.; E. PEDERZINI, *Intervento del socio mediante mezzi di telecomunicazione e democrazia assembleare*, in *Giur. comm.*, 2006, 111 ss.; V. PETTIROSSI, “*Assembleare*” ed “*extrassembleare*” nella deliberazione di società per azioni, Milano, 2019, *passim*; S. ROSSI, *Diritti di partecipazione degli azionisti e collegialità nell'assemblea delle società quotate*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera, A. Sciarrone Alibrandi (diretto da), II, Torino, 2014, 879 ss.; C. SANDEI, *Organizzazione societaria e Information Technology*, Padova, 2010, *passim*; ID., *Attivismo degli azionisti e nuove forme di partecipazione*, Milano, 2016, 199 ss.; S. TURELLI, *Assemblea di società per azioni e nuove tecnologie*, in *Riv. soc.* 2004, 116 ss.; ID., *Assemblee di società per azioni ed esercizio del diritto di voto mediante mezzi elettronici*, in *Riv. dir. civ.*, 2011, II, 466 ss.; nonché, ancor prima della Riforma del 2003, v. R. GUIDOTTI, *Il consiglio di amministrazione e l'assemblea dei soci nell'era di internet*, in *Contr. impr.*, 2001, 853 ss.; G.M. PALMIERI, *Diritto societario virtuale: la videoassemblea diventa realtà*, *Contr. impr.*, 2000, 830 ss.; G.A. RESCIO, *L'assemblea nella public company e la sua verbalizzazione*, in *Assemblea degli azionisti e nuove regole del governo societario*, Padova, 1999, 121 ss. In giurisprudenza, tra le poche pronunce, v. Trib. Sassari, decr. 19 maggio 2000, in *Società*, 2001, 209 ss., che aveva ritenuto omologabile l'atto costitutivo di una s.r.l. che prevedeva lo svolgimento dell'assemblea dei soci in videoconferenza; *contra*, però, v. Trib. Forlì, 13 dicembre 2000, in *Giur. comm.*, 2002, II, 398 ss., che aveva negato l'omologabilità di una clausola statutaria che ammetteva la videoconferenza per una s.p.a. «*essendo tale strumento incompatibile con la specifica disciplina dettata dagli artt. 2366 ss. riguardo all'iter procedimentale da seguire per la formazione delle delibere assembleari*»; sul punto, v. anche I. DE MURO, *Collegialità societaria e nuove tecnologie*, in *Riv. not.*, 2001, 77 ss.

<sup>7</sup> Ci si riferisce al c.d. decreto “Cura Italia” – d.l. 17 marzo 2020, n. 18, recante «*Misure di potenziamento del Servizio sanitario nazionale e di sostegno economico per famiglie, lavoratori e imprese connesse all'emergenza epidemiologica da COVID-19*», convertito, con modificazioni, con la l. 24 aprile 2020, n. 27, i cui effetti sono stati da ultimo prorogati fino al 31 luglio 2022 in forza del d.l. 30 dicembre 2021, n. 228, convertito, con modificazioni, con la l. 25 febbraio 2022, n. 15 –, il quale ha delineato, all'art. 106, rubricato «*Norme in materia di svolgimento delle assemblee di società*», tra le altre cose, la possibilità di tenere le adunanze esclusivamente mediante mezzi di telecomunicazione, ossia “a distanza” e “a porte chiuse”, anche eventualmente in deroga alle disposizioni statutarie. Nelle more della pubblicazione

scenari conseguenti ad un'eventuale ultrattività delle disposizioni emergenziali<sup>8</sup>. Del resto, come è stato condivisibilmente riconosciuto anche dalla dottrina tradizionalmente contraria all'assemblea esclusivamente telematica (nelle società per azioni) – in ragione della ritenuta esistenza di ostacoli normativi che l'attuale disciplina frapporterebbe alla relativa adozione –, sul piano pratico «*non appaiono esservi ragioni per non aprire l'assemblea della società per azioni all'impiego, anche esclusivo, della tecnologia informatica*»<sup>9</sup>.

Se, però, si ha riguardo allo specifico contesto delle società quotate italiane e si pongono questi spunti preliminari alla prova dei numeri, in particolare quelli raccolti nel corso di tali ultime stagioni assembleari, svoltesi sotto la vigenza delle disposizioni del decreto “Cura Italia” (come successivamente prorogato), ci si rende conto che, a differenza delle società chiuse<sup>10</sup>, ove si è fatto ampio ricorso alla tecnologia

---

del presente contributo è frattanto intervenuta la l. 24 febbraio 2023, n. 14, di conversione del d.l. 29 dicembre 2022, n. 198 (c.d. “Decreto Milleproroghe”), che ha introdotto (all'art. 3, co. 10-*undecies*) un ulteriore rinvio del termine di applicazione della disciplina emergenziale in tema di riunioni assembleari di società di capitali e cooperative, che continuerà quindi ad applicarsi alle assemblee che si svolgeranno sino al 31 luglio 2023.

<sup>8</sup> Nella medesima prospettiva, v., tra gli altri, A. BUSANI, *Assemblee e CdA in audio-video conferenza durante e dopo COVID-19*, in *Società*, 2020, 393 ss.; M. IRRERA, *Le assemblee (e gli altri organi collegiali) delle società ai tempi del Coronavirus (con una postilla in tema di associazioni e fondazioni)*, in *Il diritto dell'emergenza: profili societari, concorsuali, bancari e contrattuali*, M. Irrera (a cura di), in *Quaderni di RES*, Torino, 2020, 62 ss.; G.P. LA SALA, *L'assemblea telematica nelle società di capitali*, in *Oltre la pandemia. Società, salute, economia e regole nell'era post Covid-19*, G.M. Palmieri (a cura di), I, Napoli, 2020, 423 ss.; L. LOCCI, *Assemblee societarie “a porte chiuse”: quali indicazioni per il futuro?*, in *Riv. elettr. dir. econ. man.*, 2020, 2, 290 ss.; 428 ss.; F. MAGLIULO, *Quel che resterà del verbale assembleare dopo il Covid-19*, in *Notariato*, 2020, 249 ss.; ID., *La (non) necessaria compresenza del presidente e del segretario degli organi societari*, in *Riv. not.*, 2020, 3 ss.; M. PALAZZO, *Cosa resta della disciplina in materia di riunioni assembleari contenuta nella legislazione dell'emergenza?*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 909 ss.; L. SCHIUMA, *L'assemblea in via esclusivamente telematica nel diritto ante e post-emergenza COVID-19*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, I, 419 ss.; M. STELLA RICHTER JR., *La collegialità nelle società di capitali al tempo della pandemia*, in *giustiziacivile.com*, 2020, 1 ss.

<sup>9</sup> G.P. LA SALA, *L'assemblea telematica nelle società di capitali e le decisioni a distanza extrassembleari*, in *Riv. dir. soc.*, 2021, 274. Cfr., comunque, *infra*, par. 3.1.

<sup>10</sup> Nell'economia del presente contributo, l'attenzione viene precipuamente rivolta alle società per azioni, rimandando alla letteratura specifica per le riflessioni relative

telematica (prevalentemente nella forma della videoconferenza simultanea a due vie), per gli emittenti italiani – per le ragioni che si proveranno ad individuare *infra* – la digitalizzazione dell’assemblea è rimasta in larga misura un concetto astratto, pressoché ignorato dagli stessi.

In aggiunta, se si volge lo sguardo oltre i confini nazionali, ci si accorge di un panorama affatto diverso rispetto a quello domestico:

---

alle società a responsabilità limitata e cooperative (altrettanto destinatarie come le prime della legislazione emergenziale). In breve, può comunque dirsi che, per le società cooperative, la disciplina positiva pre-Covid già contemplava, all’art. 2538, co. 4, c.c. l’espressione del voto per corrispondenza o mediante altri mezzi di telecomunicazione, benché, anche in questo caso, per la peculiare fisionomia del tipo societario in questione e per la marcata incidenza personalistica del voto capitarario, si sia trattato di istituto raramente utilizzato nella pratica. Nel periodo pandemico, invece, le specifiche norme dettate anche per le società cooperative hanno, in qualche modo, replicato la dicotomia cennata *infra* nel testo: nelle cooperative a larga base sociale (con più di 3000 soci) ha prevalso il ricorso al rappresentante designato, mentre nelle altre, laddove la base sociale era più ridotta, si è assistito ad una maggiore diffusione della partecipazione all’assemblea da remoto. V., sul punto, P. MORARA, *Svolgimento delle assemblee cooperative e distanziamento sociale, con specifico riferimento al rappresentante designato*, in *Società*, 2020, 544 ss., ID., *La partecipazione dei soci alla prova dell’emergenza sanitaria. Il caso delle cooperative*, in *Analisi giur. econ.*, 2020, 653 ss. Nelle s.r.l., invece, a fronte del silenzio del legislatore in merito alla possibilità di ricorrere a mezzi telematici, la dottrina e la prassi notarile sono sostanzialmente concordi, per un verso, nell’ammettere l’applicazione analogica dell’art. 2370, co. 4, c.c. in materia di s.p.a. (v. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 14 del 10 marzo 2004 – *Uso di mezzi telematici e del voto per corrispondenza nelle assemblee di s.r.l.* –, nonché, più di recente, F. MAGLIULO, *Le nuove tecnologie informatiche ed il rispetto del metodo collegiale*, in *Notariato*, 2019, 380) e, per altro verso, tenuto conto che il metodo assembleare non è la forma esclusiva di adozione delle decisioni dei soci (si pensi, infatti, alla consultazione scritta e al consenso prestato per iscritto) e che le esigenze di tutela ricollegabili alla previsione di materie “a collegialità necessaria” previste dall’art. 2479, co. 4, c.c. possono essere replicate anche in un contesto virtuale (a condizione, appunto, che vengano impiegati strumenti idonei a identificare con certezza gli intervenuti e a non pregiudicare il diritto di ogni socio di partecipare alle – e votare le – decisioni ai sensi dell’art. 2479, co. 5, c.c.), nel ritenere – già *de iure condito* – che lo statuto ben potrebbe autorizzare l’«impiego di ogni tecnica collegiale, anche ablativa della riunione fisica» (e, dunque, essenzialmente, del collegamento audio-video simultaneo a due vie): v., in luogo di molti, G.P. LA SALA, *L’assemblea telematica*, cit., 269. V., altresì, in chiave però più dubitativa, D. STANZIONE, *L’assemblea virtuale nelle società di capitali: tra norme emergenziali, disciplina codicistica e margini dell’autonomia privata*, in *Orizzonti*, 2021, 999 ss.

infatti, non soltanto la grande maggioranza delle società quotate in Europa ha optato per – e tenuto – le assemblee virtuali nel corso dell'emergenza sanitaria, ma, addirittura, tra i vari ordinamenti, in Germania, sulla scorta dell'esperienza in concreto maturata e col supporto di una dottrina sostanzialmente a favore rispetto all'impegno delle tecnologie per la riunione da remoto dell'assemblea azionaria, sono state presentate proposte di modifica legislativa per rendere la partecipazione a distanza la forma ordinaria di intervento del socio in assemblea<sup>11</sup>.

Di qui, l'ulteriore interrogativo che può valer la pena porsi, legato ai motivi di un così scarso utilizzo da parte delle società quotate in Italia dell'opportunità rappresentata dalle tecnologie per la remotizzazione dell'assemblea. Motivi che, a questo punto, considerata la (contro)tendenza che si è evidenziata nel resto d'Europa, devono essere in qualche modo connessi a circostanze endogene al sistema italiano e che, anticipando le considerazioni che si svolgeranno nel prosieguo, potrebbero essere, a nostro avviso, ricondotti alle seguenti tre categorie principali: (i) ostacoli “normativi” (per così dire “positivi”), sia specifici della legislazione emergenziale e delle società quotate (legati alla possibilità per queste ultime di ricorrere al c.d. rappresentante designato *ex art. 135-undecies* del d.lgs. n. 58/98 (c.d. Testo Unico della Finanza o “TUF”)), sia comuni alle società chiuse (poiché, al di là della deroga offerta dal decreto “Cura Italia”, la possibilità di tenere assemblee virtuali è rimessa ad una apposita clausola statutaria, in assenza della quale le disposizioni vigenti inducono la dottrina prevalente a ritenere non consentita tale facoltà); (ii) ostacoli “strutturali” (per così dire di “politica legislativa”, in combinato con la morfologia degli assetti proprietari italiani), atteso che l'ordinamento – in ragione della necessaria opzione statutaria – ha effettuato una sorta di “delega in bianco” allo statuto<sup>12</sup>, senza indicare criteri generali o linee guida al riguardo e, alla luce di ciò, essendo ancora gli emittenti

---

<sup>11</sup> Cfr. i puntuali riferimenti, anche dottrinali, citati da G. BALP, *op. cit.*, 198-199, nt. 28-29. È bene notare, tuttavia, che la via privilegiata è stata quella della trasmissione in *broadcasting* o *streaming* (a una via), quindi in modalità di partecipazione sostanzialmente passiva per l'azionista (con tutti i limiti che tale tecnologia comporta alla “replica” *online* della piena collegialità).

<sup>12</sup> L'espressione è di R. LENER (e A. TUCCI), *Società per azioni. L'assemblea*, in *Tratt. Buonocore*, Torino, 2012, 110.

italiani società in prevalenza a proprietà concentrata, i soci di controllo hanno probabilmente pochi incentivi ad assecondare le istanze della “democrazia elettronica”, in assenza di obblighi normativi; (iii) ostacoli “tecn(olog)ici”, legati all’incertezza sulla sorte della riunione assembleare (persino in termini di relativa invalidità) con riguardo ai possibili disservizi e disfunzioni concernenti l’attivazione e stabilità dei collegamenti a distanza e l’identificazione dei soggetti intervenuti.

Pertanto, solo un’adeguata analisi dei problemi appena indicati (per sviluppare le eventuali relative soluzioni), unita ad un vaglio di opportunità “politica” circa la volontà di superarli, possono rendere fruttuosa qualunque futura discussione in merito alla definitiva introduzione delle assemblee telematiche nelle società quotate italiane.

## *2. L’evoluzione normativa in Italia della partecipazione all’assemblea mediante mezzi di telecomunicazione*

### *2.1. Dalla Riforma del 2003...*

Per inquadrare adeguatamente il tema oggetto del presente intervento, è, comunque, opportuno ricordare preliminarmente che l’evoluzione normativa del diritto societario in Italia degli ultimi 20 anni (e più), anche sulla scorta di quella europea, rivela una progressiva cedevolezza del principio di collegialità, quantomeno nella sua accezione “classica” di compresenza fisica degli aventi diritto nella medesima unità di tempo e, soprattutto, di spazio<sup>13</sup>.

Infatti, dopo il ridimensionamento dello stesso operato dal TUF per le società quotate con l’introduzione del voto per corrispondenza (e, se si vuole, anche con la sollecitazione e la raccolta di deleghe nonché con il riconoscimento dei sindacati di voto)<sup>14</sup>, la Riforma del 2003 – oltre a consentire l’eliminazione pressoché *tout court* dell’assemblea nella s.r.l. –, «*slegando l’approvazione delle deliberazioni dalla*

---

<sup>13</sup> V., tra gli altri, F. MAGLIULO, Sub *art. 2370*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, F. d’Alessandro (diretto da), II, 1, 2010, Padova, 681.

<sup>14</sup> V., per tutti, A. TUCCI, *L’assemblea delle società di capitali*, in *Trattato di diritto privato*, M. Bessone (diretto da), XVII, Torino, 2001, 145 ss. Ancor prima, si possono menzionare gli interventi settoriali in materia di SICAV, con la l. n. 84 del 1992, e in materia di società “privatizzate”, con la l. n. 474 del 1994.

*contestualità spazio-temporale degli azionisti votanti*<sup>15</sup>, ha ulteriormente attenuato (senza però disapplicarlo del tutto) il metodo collegiale nella s.p.a., ammettendo l'intervento in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione e il voto per corrispondenza, nonché considerando intervenuto in assemblea proprio chi voti per corrispondenza, a patto che lo statuto ciò disponga<sup>16</sup>.

Nella prospettiva che qui interessa, anche in funzione delle considerazioni che si svolgeranno appresso, è opportuno valorizzare tre aspetti relativi alla disciplina appena menzionata.

In primo luogo, l'art. 2370 c.c., nella versione del 2003, ha optato per una necessaria connessione tra intervento e voto, funzionalizzando al successivo esercizio del voto le prerogative solitamente riservate a chi è legittimato a “partecipare” all'assemblea (ossia chi, nell'impostazione tradizionale, può, almeno in principio, orientare lo svolgimento e gli esiti del procedimento assembleare, concorrendo al relativo dibattito)<sup>17</sup>. Argomentando a partire da tale principio, se si guarda al tema dal punto di vista della deroga alla presenza fisica – da “realizzarsi” appunto mediante mezzi di telecomunicazione –, si chiarisce la *fictio iuris* consistente nell'equiparazione funzionale di due fenomeni reali affatto (e ontologicamente) diversi tra loro, quali

---

<sup>15</sup> P. FIORIO, Sub art. 2370, in *Il nuovo diritto societario*, G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti (a cura di), I, Bologna, 2004, 546.

<sup>16</sup> Cfr. art. 2370, co. 4, c.c. dell'epoca, che prevedeva che «[l]o statuto può consentire l'intervento all'assemblea mediante mezzi di telecomunicazione o l'espressione del voto per corrispondenza. Chi esprime il voto per corrispondenza si considera intervenuto all'assemblea». Il legislatore della Riforma ha così cercato di ottemperare all'esigenza di «semplificare, anche con adeguato spazio all'autonomia statutaria, il procedimento assembleare anche relativamente [...] agli adempimenti per la partecipazione, alle modalità di discussione e di voto», come predicato dall'art. 4, co. 7, lett. a), della legge delega del 2001 (cfr. Relazione ministeriale illustrativa, § 5). Cfr. altresì l'art. 2538, co. 5, c.c. per le società cooperative.

<sup>17</sup> In questo modo, si è attenuato il rilievo concreto di un risalente dibattito concernente la possibilità di intervenire senza votare per il socio, stabilmente o occasionalmente (ma qui con maggiori distinguo), privo del diritto di voto. V., in luogo di molti, anche per i riferimenti bibliografici, M. STELLA RICHTER JR., Sub art. 2370, in *Le società per azioni*, P. Abbadessa e G.B. Portale (diretto da), I, Torino, 2016, 938 ss., nonché già ID., *Partecipare, intervenire e assistere alle adunanze degli organi collegiali delle società azionarie*, in *Riv. soc.*, 2013, 892 ss., per un'analisi delle prerogative diverse spettanti a chi, a vario titolo e a seconda dei casi, è “ammesso” all'assemblea.

l'espressione del voto (per corrispondenza) e l'intervento in assemblea (*sub specie* coinvolgimento nei lavori assembleari)<sup>18</sup>. Di tal guisa, già a partire dal 2003, si discuteva se anche un collegamento audio-video "passivo", che non consentisse di "intervenire" (*i.e.* di prendere parte al dibattito), purché accompagnato dalla facoltà di esprimere il voto (da remoto), potesse integrare gli estremi di una legittima modalità di "partecipazione" all'assemblea, benché certamente incongrua rispetto al metodo collegiale *stricto sensu* inteso<sup>19</sup>.

In secondo luogo, la riunione in teleconferenza rimaneva una "facoltà" sia per le società sia per i suoi azionisti, poiché in tanto tale possibilità sussisteva in quanto fosse espressamente prevista dallo statuto<sup>20</sup> e, di converso, «*mai [avrebbe potuto] lo statuto imporre il voto telematico [...] in luogo di quello fisico*»<sup>21</sup>.

Tuttavia, in termini di politica legislativa (e passando al terzo profilo di interesse), siffatta opzionalità si è estrinsecata nella già richiamata "delega in bianco" ai soci, essendosi la Riforma del 2003 meramente limitata a consentire l'introduzione statutaria dell'opportunità di intervenire a distanza, astenendosi dal dettarne una più puntuale

---

<sup>18</sup> *Ex multis*, v. N. ABRIANI, *L'assemblea*, in *Trattato di diritto commerciale. La società per azioni*, G. Cottino (diretto da), IV, Padova, 2010, 471; L. BONOTTO, *Sub art. 2370*, in *Comm. alla riforma delle società diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari*, II, Milano, 2008, 143; L. RESTAINO, *Sub art. 2370*, in *La riforma delle società*, M. Sandulli e V. Santoro (a cura di), Torino, 2003, 312. A rigore, l'equiparazione ad un intervento "fisico" in assemblea ha senso se riferita al voto espresso *in absentia* (elettronico o per corrispondenza), non già a quello manifestato, pur elettronicamente, durante l'assemblea, per il quale la *fiction* dell'intervento non sarebbe evidentemente necessaria: rimane fermo, tuttavia, che resta comunque impregiudicata la questione della precisa declinazione della nozione di «*intervento*» che viene in rilievo a questi fini. Per la portata da attribuire *in parte qua* all'art. 2370, co. 4, c.c., v., tra gli altri, G. CAMPUS, *op. cit.*, 461; M. CIAN, *L'intervento*, cit., 1068 ss.; F. MAGLIULO, *Sub art. 2370*, cit., 691; S. TURELLI, *Assemblee di società*, cit., 453; A. TUCCI, *Sub art. 127*, in *Le società per azioni*, P. Abbadessa e G.B. Portale (diretto da), II, Torino, 2016, 3915.

<sup>19</sup> V., sul punto, con posizioni e argomentazioni opposte, G. CAMPUS, *op. cit.*, 465 ss. e M. CIAN, *L'intervento*, cit., 1071. V. altresì E. PEDERZINI, *op. cit.*, 111 ss.

<sup>20</sup> *Ex multis*, v. A. BUSANI, *Sub art. 2370*, in *Il nuovo diritto delle società*, A. Maffei Alberti (a cura di), I, Padova, 2005, 479.

<sup>21</sup> R. LENER, *Sub art. 2370*, in *Delle società - Dell'azienda - Della concorrenza*, D. Santosuosso (a cura di), in *Commentario del codice civile*, E. Gabrielli (diretto da), Torino, 2015, 1593. V. comunque *infra*, par. 2.2, nt. 31.

disciplina<sup>22</sup>. Omettendo, però, di regolare aspetti importanti dell'intervento da remoto (in termini, ad es., di computo nei *quorum* costitutivi e deliberativi dei soci "assenti" fisicamente, ma "presenti" a distanza; di validità dell'assemblea in caso di sopravvenuta mancanza del collegamento; di ascrivibilità della responsabilità per disturbi, anche gravi, alla stabilità del segnale che compromettano la "fruizione" dell'assemblea telematica, etc.), la norma in questione ha finito per scoraggiare l'*opt-in* statutario, per via sia della difficoltà intrinseca nella predisposizione delle apposite clausole degli statuti e/o dei regolamenti assembleari, sia dell'incertezza nella quale l'assenza di linee guida lascia gli operatori a fronte dell'ineliminabile rischio di contenzioso.

## 2.2. Al recepimento della direttiva Shareholder Rights...

La seconda tappa del processo di erosione della storica pregnanza del principio di collegialità (dell'assemblea) è rappresentata dal d.lgs. n. 27/2010 che, nel dare attuazione alla direttiva 2007/36/CE (c.d. *Shareholder Rights*) – la quale ha, *in parte qua*, prescritto agli Stati membri di consentire alle società quotate di prevedere forme di partecipazione all'assemblea con mezzi elettronici –, ha modificato il testo del co. 4 dell'art. 2370 c.c., permettendo alle società per azioni l'introduzione in via statutaria anche del voto elettronico, nonché la rubrica e il disposto dell'art. 127 TUF<sup>23</sup>, demandando a CONSOB<sup>24</sup> il compito di stabilire per le società quotate le modalità di voto e partecipazione con mezzi di telecomunicazione (nei casi previsti dalla summenzionata norma codicistica)<sup>25</sup>.

---

<sup>22</sup> V. già R. SACCHI, *La partecipazione dei soci ai processi decisionali delle società di capitali*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, Milano, 2002, 186.

<sup>23</sup> La disposizione in esame prevede che «[I]a Consob stabilisce con regolamento le modalità di esercizio del voto e di svolgimento dell'assemblea nei casi previsti dall'articolo 2370, comma quarto, del codice civile».

<sup>24</sup> Che ha poi dato attuazione alla delega regolamentare contenuta nell'art. 127 TUF con la delibera 17592 del 14 dicembre 2010, introducendo nel regolamento n. 11971 del 14 maggio 1999 (c.d. Regolamento Emittenti o "RE") gli artt. 143-*bis* (*Partecipazione all'assemblea con mezzi elettronici*) e 143-*ter* (*Esercizio del voto prima dell'assemblea mediante mezzi elettronici*).

<sup>25</sup> *Prima facie*, dunque, la disciplina sembra diversa per le società non quotate, per le quali sia *l'an* sia il *quomodo* della partecipazione da remoto sono affidati alla

La *ratio* dell'intervento normativo in questione, pur ponendosi in sostanziale continuità "tecnologica" rispetto alla disposizione introdotta dalla Riforma del 2003, rispondeva ad una logica significativamente diversa dalla disciplina precedente. Obiettivo della direttiva europea, infatti, era quello di rivitalizzare il coinvolgimento degli azionisti, specie transfrontalieri, nei procedimenti decisionali delle società quotate europee, per conseguire un efficientamento della *governance*, in funzione di una maggiore partecipazione dei soci alle assemblee e ad un correlato maggiore monitoraggio esercitabile da questi ultimi nei confronti del *management*<sup>26</sup>. A tal fine, la direttiva ha contemplato il ricorso massiccio ai mezzi elettronici, tanto in fase pre-assembleare<sup>27</sup>, quanto in relazione alla partecipazione all'assemblea e all'esercizio del voto (transfrontaliero)<sup>28</sup>, consentendo «agli azionisti non residenti di esercitare [tali] diritti [...] senza intervenire fisicamente in assemblea»<sup>29</sup>.

Le scelte della direttiva si sono, però, limitate ad un'armonizzazione minima, posto che gli Stati membri erano tenuti soltanto a consentire

---

regolazione di fonte pattizia, e per le società quotate, per le quali la regolamentazione appare dotata di un maggior grado di imperatività (e di una correlata minore libertà dei soci), essendo rimessa alla disciplina di rango secondario della CONSOB. A ben vedere, però, tale dicotomia è più tendenziale che effettiva, sol che si ponga mente al fatto che la CONSOB, come si vedrà *infra*, ha omesso di dettare previsioni puntuali e analitiche, concernenti la partecipazione all'assemblea mediante mezzi elettronici, lasciando ampi margini di manovra allo statuto (sia pur limitando la scelta per i soci alle forme indicate nell'art. 143-*bis* RE), nonostante la diversa indicazione fornita dal legislatore. V. sul punto E. PEDERZINI, Sub art. 127, in *Commentario breve al testo unico della finanza*, V. Calandra Buonauro (diretto da), Milano, 2020, 988; S. TURELLI, *Assemblee di società*, cit., 456; A. TUCCI, Sub art. 127, cit., 3913.

<sup>26</sup> Cfr. il Considerando 3 della direttiva.

<sup>27</sup> In relazione alla comunicazione dell'avviso di convocazione (cfr. art. 5), al diritto di iscrivere punti all'ordine del giorno e di presentare proposte di delibera (cfr. art. 6), al diritto di porre domande (cfr. art. 9). Tra gli istituti in grado di agevolare il voto transfrontaliero vanno, altresì, menzionati – e, anzi, per quanto consta, si sono rivelati quelli sicuramente più efficaci a tal fine in Italia – sia l'abrogazione delle limitazioni quantitative e qualitative al rilascio delle deleghe di voto, sia l'eliminazione dell'obbligo di deposito preventivo (e del conseguente divieto di cessione) delle azioni a ridosso dello svolgimento delle assemblee. Cfr. nt. successiva.

<sup>28</sup> Cfr. l'art. 8 della direttiva.

<sup>29</sup> Cfr. il Considerando 5 della direttiva, che prosegue predicando che «[l]'eliminazione di tali ostacoli dovrebbe andare anche a vantaggio degli azionisti residenti che non intervengono, o non possono intervenire, all'assemblea».

alle società di adottare in via statutaria le contemplate misure, la cui concreta attuazione finiva per essere rimessa alla volontà di queste ultime e, dunque, del tutto ipotetica ed eventuale<sup>30</sup>. Per parte sua, il recepimento italiano è stato ironicamente “aderente” all’impostazione europea: infatti, il legislatore primario ha, per un verso, ribadito l’affidamento alla discrezionalità degli azionisti di ogni opzione in merito all’introduzione dei mezzi telematici di intervento assembleare e, per altro verso, attribuito a CONSOB il compito di stabilirne le relative modalità attuative per le società quotate (applicabili sempre a condizione che queste ultime abbiano effettuato l’*opt-in* statutario). Dal canto suo, inoltre, l’Autorità ha finito per rendere “circolare” la ricezione italiana della disciplina comunitaria, mutuando pedissequamente le parole della direttiva nell’esercizio della potestà regolamentare della quale era stata investita: dunque, l’art. 143-*bis* RE ha disposto che lo statuto può consentire, quali forme equipollenti di partecipazione mediante mezzi elettronici, «a) *la trasmissione in tempo reale dell’assemblea*; b) *l’intervento in assemblea da altra località mediante sistemi di comunicazione in tempo reale a due vie*; c) *l’esercizio del diritto di voto prima dell’assemblea o durante il suo svolgimento, senza che sia necessario designare un rappresentante fisicamente presente alla stessa*». Con l’ulteriore corollario, anch’esso mutuato dalla direttiva *Shareholder Rights*, che la disciplina statutaria può condizionare l’intervento (e il voto) con mezzi elettronici unicamente alla sussistenza di requisiti per l’identificazione dei legittimati e la sicurezza delle comunicazioni, purché proporzionati al raggiungimento dell’obiettivo.

Anche in questo caso, e in continuità rispetto a quanto osservato nel paragrafo precedente, preme sottolineare – tra i vari spunti su cui le norme in questione consentirebbero di riflettere – i seguenti tre aspetti.

In primo luogo, anche la disciplina del 2010 conferma l’incomprimibile diritto dei soci tanto a decidere in merito ad ogni forma di partecipazione e/o voto a distanza – che appunto devono passare attraverso una scelta statutaria *ad hoc* –, quanto, apparentemente, ad avvalersi di *default* della partecipazione e del voto

---

<sup>30</sup> V., sul punto, tra i vari, C. SANDEI, *Organizzazione societaria*, cit., 94; S. TURELLI, *Assemblee di società*, cit., 450; nonché, da ultimo, E. PEDERZINI, *Sub art. 127*, cit., 987.

“diretti” in assemblea: infatti, anche laddove la predetta opzione statutaria fosse eventualmente esercitata, ciò rappresenterebbe una facoltà per i soci, non già un obbligo; in altri termini, la lettura più ricorrente delle norme in esame è nel senso che «*non è consentita un’assemblea che sia esclusivamente telematica, bensì soltanto la partecipazione telematica a un’assemblea che si svolga in un luogo fisico determinato*»<sup>31</sup>.

In secondo luogo, viene ribadita, e anzi accentuata, la dimensione essenzialmente procedimentale dell’assemblea: l’enfasi sull’informativa pre-assembleare (oltre che sul diritto di porre domande – e ricevere risposte – anche prima della riunione) in uno con la valorizzazione del ricorso alle tecnologie dell’informazione, in funzione del maggior coinvolgimento possibile degli azionisti, anche a prescindere dalla loro presenza fisica, rendono definitivamente recessive le tradizionali funzioni ponderatoria e compositoria dell’assemblea, rimesse al dibattito tra i soci, ormai marginale, nonché informativa, ormai prevalentemente anticipata. Al contempo, tale assetto normativo rivela il chiaro intento di potenziare le prerogative degli azionisti senza transitare attraverso il rafforzamento della discussione in assemblea. Icasticamente, si potrebbe dire, con formula vagamente cartesiana, “voto *ergo* partecipo” (*rectius*: intervengo): cioè, l’interesse al confronto è sacrificato a favore dell’interesse al voto, di talché al potenziale allargamento del numero di soggetti che prendono parte (da remoto) alla votazione non (necessariamente) consegue biunivocamente un corrispondente incremento del numero di soggetti che prendono parte alla riunione (e, quindi, al dibattito assembleare)<sup>32</sup>.

Corollario di quanto appena detto, con ciò passando al terzo aspetto di interesse, è che l’ordinamento, tanto nella declinazione europea, quanto, vieppiù, in quella nazionale, accede ad una ricostruzione

---

<sup>31</sup> U. MORERA e S. CAPIELLO, *L’assemblea delle società quotate*, in *Il testo unico finanziario*, M. Cera e G. Presti (diretto da), II, Bologna, 2020, 1772. V., tra gli altri, anche G. SCIUMBATA, Sub art. 127, in *Il testo unico della finanza*, M. Fratini e G. Gasparri (a cura di), II, Torino, 2012, 1760.

<sup>32</sup> Su questo punto, v., a vario titolo, E. PEDERZINI, Sub art. 127, cit., 990; S. ROSSI, *Diritti di partecipazione*, cit., 883; S. TURELLI, *Assemblee di società*, cit., 455; M. NOTARI, *Diritti di voice degli azionisti e tutela delle minoranze*, in *Il Testo Unico della Finanza: un bilancio dopo 15 anni*, F. Annunziata (a cura di), Milano, 2015, 247 ss.

generica, quasi atecnica, di «partecipazione», tradizionalmente invece intesa come sinonimo giuridico di “intervento” (ed in contrapposizione alla mera “assistenza”), quale componente ineludibile della collegialità dialettica, necessaria ai fini della corretta formazione delle decisioni assembleari: infatti, il catalogo di «*forme di partecipazione*» a distanza a disposizione degli statuti e ammesse dalla legge (*rectius*: dalla normativa secondaria) accomuna tra loro «una tecnica di tutela dell'informazione assembleare [*i.e.* la mera trasmissione *online* della riunione], una tecnica di intervento vera e propria [*i.e.* quello a distanza con collegamento biunivoco in tempo reale] e una tecnica di votazione extrassembleare [*i.e.* l'esercizio a distanza del voto, precedente o contestuale allo svolgimento dei lavori assembleari, senza intervento in tempo reale]»<sup>33</sup>.

Orbene, le implicazioni di tale “tecnica” normativa vengono in rilievo sotto un duplice profilo.

Per un verso, nonostante la rimessione – pressoché totale – all'autonomia statutaria delle regole di svolgimento dei processi partecipativi elettronici sia stata originariamente salutata come «*condivisibile*», nel presupposto che «*la cristallizzazione in un testo normativo di procedure a potenzialmente rapidissima obsolescenza si [potesse tradurre] nel breve volgere di pochi anni in un disincentivo tranchant all'uso [delle] tecnologie*»<sup>34</sup>, tuttavia, la scelta di circoscrivere la regolamentazione a previsioni di carattere sostanzialmente programmatico, privando emittenti ed interpreti di

---

<sup>33</sup> E. PEDERZINI, *Sub art. 127*, cit., 990; nonché già G. CAMPUS, *op. cit.*, 473. Per un'analisi delle tre fattispecie, v., in luogo di molti, A. TUCCI, *Sub art. 127*, cit., 3916 ss.; S. TURELLI, *Assemblee di società*, cit., 454 ss.

<sup>34</sup> M. CIAN, *L'intervento*, cit., 1072, il quale dà comunque subito conto degli «*innumerevoli e non marginali interrogativi*» lasciati aperti dalla scelta del legislatore e, successivamente, esprime ulteriori riflessioni, ancor più disincantate, anche alla luce dei dati empirici raccolti nei 4 anni successivi all'entrata in vigore del d.lgs. n. 27/2010, in ID., *Intervento e voto*, cit., 420 ss. Con riguardo alla disciplina regolamentare dettata dalla CONSOB, si osserva che, nel documento di consultazione del 5 agosto 2010 (nt. 30), la stessa Autorità, in vista dell'emanazione delle modifiche al RE, affermava di non ritenere necessario indicare le specifiche modalità tecniche da adottare per l'esercizio del diritto di voto in via elettronica essendo preferibile «*lasciare all'autonomia degli emittenti la libertà di disciplinare l'uso dei mezzi elettronici nel modo più adeguato ed efficiente possibile, in considerazione delle proprie particolari esigenze, della struttura interna, anche dimensionale, delle società, nonché del livello di sviluppo tecnologico raggiunto nella pratica*».

precise (o quantomeno indicative) coordinate circa il perimetro del loro impiego (che avrebbero probabilmente trovato nella disciplina regolamentare la propria *sedes* elettiva), ha finito per rappresentare, con ironica eterogenesi dei fini, proprio quel disincentivo all'utilizzo degli strumenti informatici che il legislatore aveva tentato di esorcizzare, ma che, nondimeno, da taluno era stato pure preconizzato<sup>35</sup>.

Per altro verso, l'utilizzo del lessico giuridico generico (come nel caso delle espressioni «*mezzi di telecomunicazione*» o «*mezzi elettronici*») o, come detto, “atecnico” (come nel caso del lemma «*partecipazione*»), rendendo non agevole l'esegesi delle pur scarse disposizioni legislative e regolamentari in esame, ha impedito di orientare adeguatamente le scelte degli operatori nella redazione delle pertinenti clausole statutarie, non offrendo linee guida attendibili per identificare il parametro alla cui stregua effettuare il vaglio di ammissibilità delle varie modalità tecniche di collegamento in relazione alla disciplina (allora) vigente. Vaglio che storicamente è stato condotto dalla dottrina<sup>36</sup>, a seconda delle prospettive, in base alla compatibilità dei meccanismi tecn(olog)ici di remotizzazione dell'assemblea con il principio di parità di trattamento – rispetto ai soci fisicamente presenti, in quanto in grado di replicare, seppur virtualmente, la medesima (o tendenzialmente tale) percezione di ciò che accade in sala – ovvero con il principio della partecipazione collegiale – in base al quale lo strumento tecnico deve garantire, quantomeno, l'identificazione dei partecipanti e lo scambio reciproco di informazioni ed opinioni –, assumendo che il parametro di cui sopra potesse essere individuato nel nucleo indefettibile della nozione di “intervento”, ossia il coinvolgimento attivo nei lavori assembleari (essenzialmente in sede di

---

<sup>35</sup> V. *supra*, nt. 30.

<sup>36</sup> In effetti, come detto, fino all'attuazione in Italia nel 2010 della direttiva *Shareholder Rights*, la dottrina si è interrogata circa la legittimità delle tecniche virtuali sotto il profilo della parità di trattamento o della compatibilità della virtualità con la partecipazione collegiale. V., su questi temi, tra i vari, L. BONOTTO, *op. cit.*, 138 ss.; G. CAMPUS, *op. cit.*, 465 ss.; M. CIAN, *L'intervento*, cit., 1074 ss.; P. FIORIO, *op. cit.*, 549 ss.; F. MAGLIULO, *Sub art. 2370*, cit., 683 ss.; E. PEDERZINI, *Intervento del socio*, cit., 114 ss.; C. SANDEI, *Organizzazione societaria*, cit., 150 ss.; A. SERRA, *Il procedimento assembleare*, in *Liber Amicorum Campobasso*, P. Abbadessa e G.B. Portale (diretto da), II, Torino, 2006, 73 ss.

discussione)<sup>37</sup>. Di converso, già l'equiparazione ai fini del calcolo dei *quorum* tra votante (per corrispondenza o) in via elettronica e interveniente (fisico o virtuale), nonché, soprattutto, l'equipollenza tra le forme di partecipazione "attiva" (con possibilità di intervento e voto in tempo reale) e quelle meramente "passive" (con possibilità di mera assistenza e voto contestuale, ma senza intervento) hanno ibridato la tassonomia, legittimando anche letture alternative a quelle sopra riportate, fondate su una nozione di "presenza" slegata dalla partecipazione attiva al dibattito assembleare, bensì piuttosto basata sulla contestualità della ricezione delle informazioni rispetto allo svolgimento dei lavori assembleari. E, *ça va sans dire*, anche questa incertezza di inquadramento ha disorientato gli operatori e, probabilmente, contribuito alla disaffezione verso l'uso dei mezzi informatici per lo svolgimento delle assemblee.

### 2.3. ... fino al decreto "Cura Italia"

Su questo scenario si è innestato nel 2020 il già menzionato decreto "Cura Italia", con il suo art. 106, dettato in via emergenziale per consentire lo svolgimento delle assemblee delle società di capitali in un momento di significative restrizioni allo spostamento delle persone fisiche nel territorio nazionale, contemperando il diritto degli azionisti alla partecipazione e al voto in assemblea con le misure di sicurezza imposte per arginare la diffusione dei contagi da Covid-19.

Tale norma, suddivisa in otto commi, reca importanti disposizioni, agli specifici fini che qui rilevano, ai co. 2 e 4: in particolare, il primo precetto non soltanto ha consentito a tutte le società (ivi incluse, quindi, quelle quotate) di prevedere, nell'avviso di convocazione delle assemblee, anche in deroga alle diverse disposizioni statutarie, (l'espressione del voto in via elettronica o per corrispondenza e) l'intervento all'assemblea mediante mezzi di telecomunicazione, ma ha

---

<sup>37</sup> Particolarmente tenue, ai fini del discernimento tra i mezzi tecnici concretamente adottabili, e, in definitiva, non efficace in concreto, è risultata l'indicazione, contenuta nella disciplina regolamentare, secondo cui «*le società che consentono l'utilizzo dei mezzi elettronici possono condizionarlo unicamente alla sussistenza di requisiti per l'identificazione dei soggetti a cui spetta il diritto di voto e per la sicurezza delle comunicazioni, proporzionati al raggiungimento di tali obiettivi*» (cfr. 143-bis, co. 2, RE).

anzi autorizzato l'utilizzo di tali mezzi in via esclusiva, estromettendo la partecipazione fisica in assemblea<sup>38</sup>; il secondo precetto, invece, dedicato alle sole società quotate (nonché, per via dell'estensione operata dal successivo co. 5, anche a quelle ammesse alla negoziazione su un sistema multilaterale di negoziazione e a quelle con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante), ha permesso la nomina del rappresentante designato *ex art. 135-undecies* TUF e la facoltà di conferirgli le deleghe ordinarie e le sub-deleghe, anche in deroga alla disciplina legale (pre)vigente<sup>39</sup> e alle diverse disposizioni statutarie, ammettendo altresì che l'intervento in assemblea potesse avvenire esclusivamente per il tramite di detto rappresentante<sup>40</sup>.

Prima di svolgere brevi osservazioni di inquadramento, anche sugli impatti di carattere sistematico di tale normativa, occorre in realtà precisare che il panorama disciplinare è risultato in breve arricchito da talune eterointegrazioni (naturalmente non equipollenti in termini di cogenza prescrittiva) provenienti, a vario titolo, dalla prassi notarile, da CONSOB e da Assonime<sup>41</sup>. Sotto il profilo delle dinamiche di processo, la cosa è certamente comprensibile. Del resto, basta ricordarsi del momento genetico di questa disciplina: eravamo nel primo trimestre del

---

<sup>38</sup> Il comma 2 dispone che «[c]on l'avviso di convocazione delle assemblee ordinarie o straordinarie le società per azioni, le società in accomandita per azioni, le società a responsabilità limitata, e le società cooperative e le mutue assicuratrici possono prevedere, anche in deroga alle diverse disposizioni statutarie, l'espressione del voto in via elettronica o per corrispondenza e l'intervento all'assemblea mediante mezzi di telecomunicazione; le predette società possono altresì prevedere che l'assemblea si svolga, anche esclusivamente, mediante mezzi di telecomunicazione che garantiscano l'identificazione dei partecipanti, la loro partecipazione e l'esercizio del diritto di voto [...], senza in ogni caso la necessità che si trovino nel medesimo luogo, ove previsti, il presidente, il segretario o il notaio».

<sup>39</sup> Cfr. art. 135-undecies, co. 4, terzo periodo, TUF, a mente del quale «[a]l soggetto designato come rappresentante non possono essere conferite deleghe [...]».

<sup>40</sup> Il comma 4 stabilisce che «[l]e società con azioni quotate possono designare per le assemblee ordinarie o straordinarie il rappresentante previsto dall'articolo 135-undecies del [TUF], anche ove lo statuto disponga diversamente. Le medesime società possono altresì prevedere nell'avviso di convocazione che l'intervento in assemblea si svolga esclusivamente tramite il rappresentante designato ai sensi dell'articolo 135-undecies del [TUF]; al predetto rappresentante designato possono essere conferite anche deleghe o subdeleghe ai sensi dell'articolo 135-novies del [TUF], in deroga all'art. 135-undecies, comma 4, del [TUF]».

<sup>41</sup> Cfr. le note successive.

2020, in pieno *climax* ascendente della pandemia, con gli iniziali provvedimenti governativi di distanziamento interpersonale forzoso appena emanati e, avuto riguardo alle società di capitali, con gran parte delle assemblee di bilancio già convocate. La decretazione d’urgenza (e d’emergenza) si rivelava, dunque, necessaria e la celerità della prescrizione veniva ritenuta prioritaria rispetto ad una più approfondita ponderazione degli interessi in gioco (tipica – almeno in principio – dell’ordinario processo approvativo di un provvedimento legislativo). Di qui l’opportunità dei vari interventi dell’Autorità di vigilanza dei mercati, dell’Associazione “di categoria” delle società per azioni e del Consiglio Notarile di Milano, tutti volti ad offrire quei chiarimenti e specificazioni che il decreto “Cura Italia” non aveva avuto l’opportunità di fornire.

Così si spiegano, anzitutto, gli adattamenti alle previsioni legislative relative ai diritti informativi e di partecipazione dei soci raccomandati da CONSOB<sup>42</sup> alla luce della partecipazione all’assemblea (esclusivamente) mediante rappresentante designato: in pratica, si è trattato di rimodulare la liturgia dell’organizzazione e dello svolgimento delle assemblee, anticipando alla fase antecedente all’adunanza soluzioni applicative che garantissero una congrua tutela all’informazione e ai diritti partecipativi degli azionisti, ai quali la scelta del rappresentante designato veniva in concreto a negare il rilievo delle prerogative tipicamente accessorie al diritto di intervento<sup>43</sup>.

Dal canto suo, Assonime, in coerenza con la propria *mission*, si è preoccupata di fornire alle società, anche quotate, i principali chiarimenti relativi alle questioni applicative che le nuove modalità di svolgimento dell’assemblea hanno posto, seguendo come criteri interpretativi generali, da un lato, la stessa ragion d’essere della disciplina d’emergenza – ossia, come detto, semplificare e rendere

---

<sup>42</sup> Segnatamente, in merito a (i) riservatezza del voto fino all’inizio dello scrutinio in assemblea; (ii) identificazione dei soggetti legittimati alla partecipazione e al voto in assemblea; (iii) pubblicazione delle proposte di delibera su ciascun punto all’ordine del giorno, reso all’uopo il più analitico possibile, e inclusione di tali proposte nelle relazioni illustrative degli amministratori; (iv) diritto di porre domande prima dell’assemblea; (v) conferimento di deleghe e sub-deleghe al rappresentante designato, purché accompagnate da idonee istruzioni di voto.

<sup>43</sup> Cfr. la Comunicazione CONSOB n. 3 del 10 aprile 2020, unitamente alle successive FAQ di aggiornamento del 29 aprile 2020.

flessibili le modalità di celebrazione dell'assemblea per consentirne lo svolgimento –, e, dall'altro lato, i confini dell'art. 106, limitati nel tempo e nei contenuti, che non consentivano di stravolgere – per gli aspetti non riconducibili a quelli sopra indicati – le regole statutarie e di legge<sup>44</sup>.

Infine, il Consiglio Notarile di Milano, che già aveva avuto occasione di pronunciarsi in materia di videoconferenza in un momento persino antecedente alla Riforma del 2003<sup>45</sup>, con due massime pressoché coeve<sup>46</sup> (di cui una, per la verità, di poco anteriore rispetto allo stesso decreto “Cura Italia”), poi “completate” un anno e mezzo dopo da un ulteriore intervento sui medesimi temi<sup>47</sup>, ha opportunamente offerto importanti chiarimenti, per un verso, in merito al luogo di convocazione di assemblee tenute mediante mezzi di telecomunicazione (e della presenza fisica minima e necessaria alle stesse) nonché di verbalizzazione non contestuale delle medesime e, per altro verso, in relazione alla possibilità anche per il rappresentante designato nelle società quotate di partecipare “a distanza” alle assemblee tenute esclusivamente mediante mezzi di telecomunicazione.

Alla luce di quanto precede, ne è scaturita una composita “disciplina emergenziale”, la quale, per il protrarsi dei rischi di contagio della pandemia e, conseguentemente, per la prolungata (e via via posticipata) applicazione di tali regole, ci ha accompagnato – fino ad ora – per ben tre stagioni assembleari<sup>48</sup>. Disciplina emergenziale che, ad avviso di chi scrive, marca il passo rispetto a quella previgente – analizzata, nei

---

<sup>44</sup> Cfr. le Q&A di Assonime sulle assemblee a porte chiuse del 19 giugno 2020.

<sup>45</sup> Cfr. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. I del 16 gennaio 2001 – *Assemblee in videoconferenza*. Sul tema, cfr. altresì COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Orientamento H.B.39 – *Intervento in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione in relazione alle possibili diverse clausole statutarie* – del settembre 2017.

<sup>46</sup> Cfr. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massime nn. 187 dell'11 marzo 2020 – *Intervento in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione* – e 188 del 24 marzo 2020 – *Intervento in assemblea esclusivamente mediante il rappresentante designato e utilizzo di mezzi di telecomunicazione*.

<sup>47</sup> Cfr. ID., Massima n. 200 del 23 novembre 2021 – *Clausole statutarie che legittimano la convocazione delle assemblee esclusivamente mediante mezzi di telecomunicazione*.

<sup>48</sup> V., però, *supra*, nt. 7.

termini che rilevano ai presenti fini, nei due paragrafi precedenti – per almeno quattro profili.

In primo luogo, per effetto del decreto “Cura Italia”, ne è uscita testualmente ridimensionata la centralità dello statuto, rispetto al quale (e alle relative clausole) prevalgono le (diverse) disposizioni legislative<sup>49</sup>. Certamente, valorizzando la natura – in principio – transitoria delle regole emergenziali, si potrebbe, al contrario, dedurre una conferma dell’imprescindibilità dell’*opt-in* statutario ai fini della (piena) virtualizzazione dell’assemblea<sup>50</sup>. Rimane, tuttavia, un fatto che, per quanto si possa enfatizzare la specialità – o, per meglio dire, l’eccezionalità – di tale normativa, per oltre tre anni si sono celebrate assemblee da remoto o “a porte chiuse” (senza significativi scompensi per la vita delle società interessate). Pertanto, ogni futura analisi del fenomeno delle assemblee virtuali, che, argomentando dalla legislazione previgente – non emergenziale –, la interpreti ignorando questo dato empirico, risulterebbe in concreto anacronistica ed eccessivamente formalistica, posto che, quasi per definizione, il rapporto tra diritto e tecnologia richiede un approccio *naturaliter* “evolutivo”.

---

<sup>49</sup> La (apparentemente chiara, ma in realtà) anodina dizione legislativa di cui al co. 2 – «*anche in deroga alle diverse disposizioni statutarie*» – pone un tema interpretativo nella prospettiva evolutiva qui adottata: mentre, infatti, non v’è dubbio che, ai fini della normativa emergenziale, tanto in assenza di disciplina statutaria quanto in presenza di clausola statutaria persino contraria all’intervento in assemblea con mezzi di telecomunicazione, la «*deroga*», in tesi temporanea (ed eccezionale), motivata dalle note ragioni sanitarie, dovrebbe “travolgere” le «*diverse [e dunque anche contrarie] disposizioni statutarie*», nel regime ordinario, laddove esista una clausola statutaria che vieti espressamente l’intervento in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione, siffatto intervento deve ritenersi definitivamente precluso. Anche ad assecondare (ciò di cui comunque ci si permette di dubitare) talune interpretazioni della prassi notarile (v. COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Orientamento H.B.39 – Intervento in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione in relazione alle possibili diverse clausole statutarie* – del settembre 2017), riprese in filigrana da taluna dottrina (v. L. SCHIUMA, *op. cit.*, 424, benché con specifici distinguo), che ipotizzano una deroga statutaria col consenso unanime dei soci, la soluzione rimarrebbe confinata al mondo delle società “chiuse”, essendo in pratica inattuabile nel contesto delle società quotate. Resta, invece, molto più discutibile (ed è invero discusso) se l’intervento da remoto possa avvenire nella fattispecie, statisticamente più frequente, di silenzio dello statuto sul punto. Su questo aspetto, v. però *infra*, nt. 51.

<sup>50</sup> Così, in effetti, tra gli altri, M. IRRERA, *op. cit.*, 67.

In secondo luogo, e anche in dipendenza dal punto precedente, è stato rimarcato lo spostamento del baricentro decisionale in merito alla tecnologizzazione dell'assemblea, posto che ogni determinazione in tal senso, anche in assenza di disposizioni statutarie *ad hoc*, è stata rimessa all'«avviso di convocazione delle assemblee», atto tipicamente di competenza dell'organo amministrativo. Orbene, è evidente che, nella logica emergenziale, siffatta opzione legislativa non va letta nel senso di una precisa volontà di pretermettere gli azionisti, bensì in quello di voler snellire il processo decisionale – “aggirando” la necessità di modifiche statutarie “a monte”, che avrebbero comunque richiesto un'adunanza dei soci e la (preventiva) definizione delle relative regole di svolgimento (in un circolare gioco di continui rimandi) – per affidarlo all'organo che con più celerità ne avrebbe potuto agevolmente disporre. In ogni caso, però, può in effetti rappresentare una soluzione viabile quella che, a fronte di una generica clausola statutaria “autorizzatoria” (ammesso che la si ritenga necessaria<sup>51</sup>), demandi all'organo amministrativo, per il tramite dell'avviso di convocazione, di individuare i meccanismi tecnici utilizzabili e le relative modalità operative<sup>52</sup>. In questo modo, si risolverebbe il problema di dover cristallizzare *ex ante* nello statuto (o anche nel regolamento assembleare) specifiche opzioni, soggette a rapido grado di obsolescenza, attribuendo invece agli amministratori la flessibilità di poter individuare gli strumenti di volta in volta più adeguati, anche in considerazione delle peculiari caratteristiche della società o dell'emittente, ivi incluse quelle, anche dimensionali, della struttura interna, e, anche qualitative, della composizione della compagine azionaria, nonché del livello di sviluppo tecnologico raggiunto nella pratica<sup>53</sup>. Del resto, già nel mondo del diritto d'impresa “pre-

---

<sup>51</sup> Non è di precipuo interesse in questa sede, fatto salvo quanto si osserverà *infra*, al par. 3.1, illustrare il – o, ancor più, entrare nel – dibattito esistente circa la possibilità di intervenire in assemblea con mezzi di telecomunicazione, in assenza di un'apposita clausola statutaria. Sul punto, per le diverse tesi, v., in luogo di molti, C.A. BUSI, *Assemblea e decisioni dei soci nelle società per azioni e nelle società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto dell'economia*, E. Picozza e E. Gabrielli (diretto da), IV, Padova, 2008, 601; M. IRRERA, *op. cit.*, 66; C. MARCHETTI e M. NOTARI, *op. cit.*, 432; L. SCHIUMA, *op. cit.*, 422 ss.; S. TURELLI, *Assemblea di società per azioni*, cit., 157.

<sup>52</sup> In questo senso, v. *supra*, nt. 47.

<sup>53</sup> Naturalmente, rimarrebbero impregiudicati numerosi ulteriori aspetti meritevoli di soluzioni o, perlomeno, di chiarimenti – molti dei quali già più volte indicati nel

pandemico”, il legislatore speciale e la prassi delle società quotate parrebbero essersi indirizzati in tal senso: infatti, da un lato, l’art. 125-*bis* TUF prevede che sia l’avviso di convocazione a definire, tra l’altro, «*le procedure di voto per corrispondenza o con mezzi elettronici, se previsto dallo statuto*»; dall’altro lato, gli statuti di vari emittenti quotati già contengono una clausola formulata nel senso di rimettere all’organo amministrativo il potere di consentire la partecipazione a distanza dei soci<sup>54</sup>.

In terzo luogo, il decreto “Cura Italia” fornisce, seppure *in nuce*, delle indicazioni più utili rispetto alla disciplina previgente per operare una selezione degli strumenti tecnologici idonei a consentire la partecipazione da remoto all’assemblea dei soci. Nel merito, va riconosciuto che la norma non è particolarmente innovativa sul punto, posto che, in pratica, si limita a codificare quanto sostanzialmente già suggerito dalla prassi notarile quasi 20 anni prima: lo svolgimento dell’assemblea mediante mezzi di telecomunicazione deve avvenire, infatti, con l’impiego di strumenti che «*garantiscono l’identificazione dei partecipanti, la loro partecipazione e l’esercizio del diritto di voto*»<sup>55</sup>. La disposizione non indica espressamente i mezzi di telecomunicazione utilizzabili dalle società, ma enuncia i principi inderogabili che devono essere rispettati al fine di assicurare il regolare svolgimento dell’assemblea. In particolare, mentre pochi dubbi pongono due dei tre elementi summenzionati – ossia l’identificazione

---

presente contributo, quali i profili di responsabilità dell’organo amministrativo, i criteri di selezione degli adeguati strumenti tecnologici, il quadro di riferimento in materia di conseguenze per la “stabilità” della deliberazione assembleare derivanti da disfunzioni e disservizi del meccanismo tecnologico individuato –, i quali, tuttavia, come si chiarirà *infra*, devono essere affrontati *aliunde*.

<sup>54</sup> V. ASSONIME, Note e Studi n. 2/2022 – *La riunione assembleare con mezzi di telecomunicazione. Questioni e prospettive* – del 4 marzo 2022, 24, nonché già M. CIAN, *Intervento e voto*, cit., 427 ss.

<sup>55</sup> Ai fini delle considerazioni di cui al presente contributo non è necessaria una puntuale esegesi della disposizione del decreto “Cura Italia” in esame. Vale la pena, comunque, accennare al dubbio ermeneutico che pone la reiterazione della dizione «*mezzi di telecomunicazione*» al primo e al secondo periodo del co. 2 dell’art. 106. Solo nel secondo caso, infatti, è predicato il rispetto dei tre principi riportati nel testo, di talché si potrebbe anche sostenere che l’impiego dei mezzi di telecomunicazione “rafforzati” sia necessario soltanto quando gli stessi rappresentino la modalità esclusiva di partecipazione ai lavori assembleari. V., sul punto, in luogo di molti, M. IRRERA, *op. cit.*, 68; M. PALAZZO, *op. cit.*, 932.

dei partecipanti (peraltro anche in continuità con l'art. 143-*bis*, co. 2, RE) e l'esercizio del diritto di voto (come detto, ormai elemento imprescindibile dell'intervento in assemblea) –, non è chiaro (*quid novi?*) se la nozione di «partecipazione» assunta dal legislatore riguardi solo quella “attiva”, in cui il socio possa intervenire nella discussione (come forse appare preferibile se ben s'intendono le intenzioni del legislatore storico di rifarsi alla menzionata prassi notarile), oppure anche quella “passiva”, in cui il socio si limiti all'ascolto della discussione (come *expressis verbis* ammette, per le società quotate, l'art. 143-*bis*, co. 1, RE). Sul punto, merita, comunque, ricordare che la prassi imprenditoriale ha avuto cura, per un verso, di ricordare che solo la partecipazione attiva appare in linea con le finalità del metodo collegiale (presupposto di partenza della massima notarile del 2001, cui, come detto, il legislatore, se non altro, si ispira) e, per altro verso, di indicare una preferenza, tra i vari strumenti ritenuti astrattamente idonei, per la videoconferenza, considerata più accessibile e maggiormente in grado di facilitare la comunicazione e l'interazione tra più persone dislocate in luoghi differenti<sup>56</sup>.

In quarto ed ultimo luogo, con specifico riguardo alle società quotate, la sensazione è che il decreto “Cura Italia” abbia realisticamente preso atto del fatto che l'imposizione della virtualità (pur testualmente “dissimulata” da mera facoltà) sarebbe stata quantomeno prematura per gran parte degli emittenti e avrebbe posto loro un serio rischio di inottemperanza. Pertanto, benché li abbia forse privati di un'opportunità unica di rapido ammodernamento, “costringendoli” ad un immediato balzo in avanti tecnologico per allestire le assemblee da remoto (anche, se si vuole, in un contesto probabilmente di mitigata conflittualità, stante il peculiare clima legato all'emergenza sanitaria), la disciplina in esame ha preferito preservare un baluardo di fisicità dell'adunanza, “riesumando” un istituto già presente nel nostro ordinamento, ma oggettivamente ben poco utilizzato dagli emittenti, ossia il summenzionato rappresentante designato *ex art. 135-undecies* TUF. Come noto, tale figura era stata introdotta nel nostro ordinamento, in occasione del recepimento della direttiva *Shareholder Rights*, al fine di favorire la raccolta delle deleghe di voto degli azionisti: per quanto di interesse ai presenti fini, però, la

---

<sup>56</sup> V. *supra*, nt. 44.

vera novità del decreto “Cura Italia” è rappresentata dalla facoltà per gli emittenti di prevedere, nell’avviso di convocazione, che l’intervento in assemblea potesse avvenire esclusivamente tramite il rappresentante designato. Se, dunque, il pragmatismo della scelta del legislatore va ovviamente riconosciuto, ascrivendogli verosimilmente il merito di aver consentito la celebrazione, senza particolari turbamenti, di molte assemblee di società quotate, al contempo non si può tacere che ciò è avvenuto “a spese” delle prerogative degli azionisti in assemblea, le quali, con la modalità della delega “coatta” al rappresentante designato, hanno subito la compressione massima: infatti, il rituale più ricorrente è consistito, una volta espletate le tipiche formalità iniziali relative all’accertamento della corretta costituzione e composizione dell’assemblea, nella lettura delle proposte di delibera da parte del presidente della riunione, seguita dal voto espresso dal rappresentante designato, in assenza di alcuna discussione delle materie all’ordine del giorno, con una evidente difformità rispetto al fisiologico funzionamento del procedimento assembleare. In questo senso, pur con tutte le necessarie puntualizzazioni, legate al contesto sanitario nel quale le norme in questione hanno trovato la propria origine, nelle scelte del legislatore si potrebbe quasi leggere in filigrana una sorta di equazione, in base alla quale la remotizzazione delle assemblee implica (necessariamente?) una compressione dei diritti di partecipazione degli azionisti diversi dal voto.

### *3. Gli ostacoli alla diffusione delle assemblee virtuali, specie per le società quotate*

In definitiva, la normativa emergenziale si segnala, dunque, per due grandi punti di “rottura” con il tessuto normativo previgente, connotato, come si è visto, dalla “presunzione di fisicità” dell’assemblea e dalla mera facoltà per i soci di avvalersi dell’opportunità di esercitare il proprio diritto di intervento (e voto) a distanza: il decreto “Cura Italia”, invero, ha consentito alle società azionarie di “eludere” l’ostacolo rappresentato dall’assenza di disciplina statutaria in tema di partecipazione a distanza e, anzi, ha permesso loro di far diventare quest’ultima la forma esclusiva di intervento all’assemblea.

Si tratta, com’è di tutta evidenza, di un regime agevolativo, di cui ci si sarebbe aspettati una larga attuazione. Ebbene, come anticipato, nel

corso dei tre anni di vigore delle regole speciali/eccezionali, le scelte delle società si sono polarizzate verso un'opzione binaria, che rivela una sostanziale dicotomia tra società azionarie chiuse e aperte (o, più specificamente, quotate): mentre per le prime l'assemblea virtuale è, ormai, un dato di fatto, essendo stato massiccio il ricorso ai mezzi di telecomunicazione per l'intervento da remoto, la quasi totalità delle seconde ha scelto di impiegare il rappresentante designato *ex art. 135-undecies* TUF per gestire la partecipazione "a distanza" dei soci.

Le ragioni dell'"insuccesso" appaiono molteplici e tutte, seppur non con il medesimo peso specifico, concorrono a spiegare le scelte degli emittenti italiani. Nei paragrafi successivi si cercherà, dunque, di dar conto di tali motivazioni, avendo cura di precisare fin d'ora che taluni degli "ostacoli" sotto menzionati sono comuni al *genus* delle società per azioni (chiuse o aperte che siano), ma, evidentemente, la loro incidenza si amplifica in modo direttamente proporzionale all'ampliarsi della compagine azionaria.

### 3.1. *Gli ostacoli "normativi"*

Un primo ordine di problemi è riconducibile alla specifica disposizione dettata dal decreto "Cura Italia" in relazione alle società quotate ed è già stato accennato in precedenza: si tratta dell'"opzione emergenziale" *ad hoc* per gli emittenti rappresentata dall'intervento esclusivo per il tramite del rappresentante designato *ex art. 135-undecies* TUF.

Orbene, in questo caso, l'effetto ostativo non è, chiaramente, diretto, nel senso che lo stesso non è immediata conseguenza del precetto normativo (come lo sarebbe stato, ad es., in caso di espresso divieto di *facere*); al contrario e, volendo, paradossalmente, è legato proprio all'ampliamento delle facoltà a disposizione delle società quotate. In altri termini, come detto, ciò che è stato fatto per evitare che l'"imposizione" dello strumento tecnologico in chiave anti-contagio creasse possibili scompensi operativi, peraltro immediati, a fronte della tradizionale ritrosia degli emittenti verso le assemblee virtuali, ha finito per orientare in modo pressoché univoco la quasi totalità delle società quotate verso il ricorso al rappresentante designato.

Del resto, la partecipazione (fisica o, ancor più, virtuale, come quasi subito è stato riconosciuto dalla prassi notarile nonché da CONSOB e

Assonime<sup>57</sup>) di un solo individuo – al più unitamente alla presenza del presidente, del segretario, dei membri dell’eventuale ufficio di presidenza nonché dei membri degli organi di amministrazione e controllo – permetteva alle società quotate una certa flessibilità in relazione ad una duplice opzionalità: infatti, se l’assemblea fosse stata “fisica”, la presenza di un numero circoscritto di “partecipanti” avrebbe reso ampiamente gestibile lo sforzo logistico in termini di adozione di misure precauzionali in linea con le raccomandazioni sanitarie; se, invece, fosse stata “virtuale”, avrebbe replicato, nei fatti, sempre dal punto di vista organizzativo, le dinamiche di un’assemblea di società chiusa, stante la quantità contenuta di concomitanti collegamenti da remoto da dover predisporre.

Sempre al novero degli ostacoli “normativi”, benché stavolta indipendenti dalla contingenza emergenziale (che, anzi, ha ribaltato espressamente questo orientamento), vanno altresì ascritte una serie di disposizioni – codicistiche e non – in materia di procedimento assembleare, pressoché univocamente interpretate dalla dottrina maggioritaria<sup>58</sup>, che, apparentemente, non consentirebbero di rispondere positivamente ai due quesiti che ci si è posti all’inizio: ossia (i) si può avere un’assemblea *remote-only*?; (ii) si può “imporre” ai soci un’assemblea esclusivamente virtuale?

La gamma di previsioni che vengono in rilievo a tal proposito si apre proprio con l’art. 2370, co. 4, c.c., che dispone testualmente che gli statuti delle s.p.a. possono «consentire» l’intervento in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione, da ciò dovendosi implicitamente desumere che, se devono appunto consentire e non (possono) imporre, detti statuti non potrebbero inibire al socio la partecipazione fisica. Peraltro, a conferma del fatto che il legislatore, nel disciplinarla, abbia preso a modello una riunione fisica (e non virtuale), cui eventualmente si possa aggiungere una facoltà di collegamento da remoto, deporrebbero gli artt. 2363, co. 1, e 2366, co. 1, c.c. (unitamente all’art. 125-bis, co. 4, lett. a), TUF per le società quotate), che richiedono, rispettivamente, che l’assemblea venga convocata nel «*comune dove ha*

---

<sup>57</sup> V. *supra*, nt. 43, 44 e 46.

<sup>58</sup> V., per citare soltanto i contributi più recenti, G.P. LA SALA, *L’assemblea telematica*, cit., 265; F. MAGLIULO, *Quel che resterà*, cit., 251; M. SCIUTO, *Il ruolo dell’assemblea nel tipo s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 344 ss.; D. STANZIONE, *L’assemblea virtuale*, cit., 992 ss.

*sede la società*», se non indicato diversamente dallo statuto, e che nell'avviso di convocazione venga necessariamente indicato – oltre al giorno e all'ora anche – il «luogo dell'adunanza», per tale intendendosi il luogo (presuntivamente) fisico della medesima. Infine, il quadro positivo verrebbe completato dall'art. 2375, co. 1, c.c., in tema di verbale assembleare, che, richiedendo che lo stesso sia sottoscritto «*dal presidente e dal segretario o dal notaio*», postulerebbe la (com)presenza in un medesimo luogo – implicitamente fisico – dei soggetti chiamati a redigerlo e firmarlo.

Sul punto, però, va segnalato che, perlomeno a nostro avviso, nessuno dei precedenti indici testuali appare di per sé decisivo<sup>59</sup> e, anzi, non mancano argomenti di tenore opposto che una parte, ancora minoritaria ma gradualmente più consistente, della dottrina<sup>60</sup> – cui si sono via via uniti anche i notai<sup>61</sup> e Assonime<sup>62</sup> –, prospetta, adottando un'interpretazione evolutiva delle disposizioni in questione<sup>63</sup> e

---

<sup>59</sup> Invece, meno persuasiva, per via della declinazione soggettiva del principio di parità di trattamento, e, in ogni caso, in via di progressivo affievolimento, alla luce dell'evoluzione tecnologica, appare l'ulteriore argomentazione, di tipo sistematico, contraria all'assemblea virtuale, di coloro che sottolineano l'effetto discriminatorio che la partecipazione da remoto genererebbe nei confronti di quegli azionisti che non siano dotati di tecnologie o competenze adeguate alla fruizione completa di tali strumenti. Sul punto, *ex plurimis*, v. M. CIAN, *L'intervento*, cit., 1066; G.P. LA SALA, *Le forme di partecipazione*, cit., 703; E. PEDERZINI, *Intervento del socio*, cit., 115.

<sup>60</sup> Si discostano dall'opinione della dottrina maggioritaria, seppur con gradi di prudenza e cautela diversi tra loro, *ex multis*, V.R. DRAGANI e F. PRENESTINI, *Convocazione impropria e formazione del consenso nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2018, 688; S. ROSSI, *Diritti di partecipazione*, cit., 884 ss.; C. SANDEI, *Attivismo degli azionisti*, cit., 202 ss.; L. SCHIUMA, *op. cit.*, 422 ss.; S. TURELLI, *Assemblee di società*, cit., 467.

<sup>61</sup> V. *supra*, nt. 47.

<sup>62</sup> V. *supra*, nt. 54.

<sup>63</sup> In breve, con riguardo all'art. 2370, co. 4, c.c., per un verso, si osserva che il lemma «*consentire*» va, o comunque può essere, interpretato come sinonimo di “disciplinare”, nel senso che il compito dello statuto sarebbe quello di regolare un'opportunità già ammessa dalla legge (la cui “disponibilità” sarebbe quindi sottratta all'autonomia statutaria); per altro verso, si ricorda che si tratta di norma introdotta – in tale formulazione – a seguito del recepimento della direttiva *Shareholder Rights*, la quale, rappresentando una disciplina di armonizzazione minima, non impedisce agli Stati membri di adottare previsioni più aperte all'impiego di mezzi telematici e, dunque, perfino di contemplare un'assemblea anche esclusivamente virtuale. Inoltre, con riguardo alle disposizioni relative al “luogo” dell'assemblea, il fatto che l'art.

aprendosi, quindi, sempre di più all'assemblea virtuale. Ciò detto, tuttavia, è altrettanto vero che tutte le norme che vengono in rilievo al riguardo enfatizzano, direttamente o indirettamente, la centralità dello statuto nella regolazione delle modalità di partecipazione, anche eventualmente da remoto, all'assemblea. Di tal guisa, pur memori di tre stagioni assembleari svoltesi prevalentemente, se non esclusivamente, in via telematica e perlopiù in assenza di specifiche clausole statutarie *enabling*, ad emergenza sanitaria terminata (ed a legislazione speciale/eccezionale cessata), non pare allo stato possibile – a meno di un apposito intervento legislativo che modifichi lo *status quo* – prescindere da una disposizione statutaria *ad hoc* che preveda e disciplini l'assemblea virtuale.

### 3.2. *Gli ostacoli “strutturali”*

Se, dunque, come si è appena visto, *legibus sic stantibus*, il viatico per la remotizzazione (piena) dell'assemblea è rappresentato da un'apposita opzione statutaria, ciò permette di rilevare un secondo ordine di problemi, ascrivibile alla categoria – forse generica, ma idonea a “catturare” gli eterogenei elementi ivi racchiusi – degli ostacoli “strutturali”: per tali si dovrebbero intendere (cumulativamente) sia quelli, per così dire, di “politica legislativa”, posto che l'ordinamento ha effettuato la più volte ricordata “delega in bianco” allo statuto, senza offrire particolari spunti ai redattori delle pertinenti clausole pattizie in

---

2363, co. 1, c.c. consenta allo statuto di disporre «*diversamente*» ben potrebbe essere interpretato nel senso che il luogo indicato nell'avviso di convocazione (*ex art. 2366 c.c.*) possa essere un luogo “diverso”, non fisico ma virtuale. Infine, con riguardo alle previsioni concernenti il verbale assembleare, al di là del fatto che il co. 3 dell'art. 2375 c.c. dispone espressamente che il verbale deve essere redatto «*senza ritardo, nei tempi necessari per la tempestiva esecuzione degli obblighi di deposito o di pubblicazione*», con ciò ammettendo la verbalizzazione postuma, ossia non contestuale, la circostanza che il verbale debba essere redatto da un soggetto personalmente presente alla riunione non toglie che tale presenza possa essere anche soltanto telematica. Più in generale, comunque, il rilievo che viene da più parti segnalato, con riferimento al complesso di norme che paiono postulare una necessaria “fisicità” della riunione, è che il dato testuale previsto dal legislatore storico, che naturalmente prendeva in considerazione una realtà, diversa da quella attuale, nella quale la remotizzazione delle adunanze non era tecnicamente agevole, non può essere oggi interpretata come espressione di un divieto inderogabile.

merito a condizioni e limiti di utilizzo delle tecnologie, sia quelli legati alla morfologia degli assetti proprietari italiani, la quale, essendo (ancora) prevalentemente caratterizzata dalla proprietà concentrata, rappresenta, in principio, un naturale disincentivo per i soci di controllo ad “aprirsi” alle istanze della “democrazia elettronica”<sup>64</sup>.

Sul primo punto, v’è da rilevare che, nonostante i tentativi (più risalenti) della dottrina<sup>65</sup> e (più recenti) della prassi<sup>66</sup>, che si sono cimentate nell’esercizio di individuare i mezzi tecnici in grado di ottemperare al precetto normativo, circoscrivendo al contempo i rischi per gli emittenti, l’incertezza di fondo conseguente all’assenza di uno “statuto delle assemblee virtuali” ha inevitabilmente scoraggiato le società quotate da una strutturale tecnologizzazione dell’assemblea. L’effetto deterrente è stato peraltro acuito dal fatto che, in materia di assemblee da remoto, la Massima notarile milanese del 2001 in tema di videoconferenza (ora persino “codificata” dal decreto “Cura Italia”) è stata (tralattivamente?) adottata dalla gran parte degli statuti delle società (non quotate), divenendo, in termini di *law in action*, il diritto di riferimento per la tenuta delle assemblee non fisiche<sup>67</sup>: di conseguenza, la problematicità delle relative indicazioni, soprattutto in punto di identificazione dei partecipanti e voto, ove riferite ad un numero potenzialmente molto elevato di legittimati all’intervento, come – in principio – nel caso degli emittenti, ha reso in concreto inapplicabile l’istituto nell’ambito delle società quotate.

Sul secondo punto, legato alla struttura degli assetti proprietari italiani, v’è da precisare che, per non sconfinare nella mera petizione di principio, il rilievo si limita a constatare l’inclinazione naturale delle maggioranze concentrate ad essere scarsamente propense ad aprirsi a strumenti in grado, potenzialmente, di «rendere meno stabile e/o più oneroso il controllo societario», come nel caso delle nuove tecnologie in materia assembleare (appunto, in principio, idonee ad accrescere la partecipazione alle riunioni e, di conseguenza, ad innalzare le maggioranze deliberative e le percentuali di capitale necessarie per il

---

<sup>64</sup> Sul punto, in luogo di molti, v. S. BRUNO, *Il ruolo dell’assemblea di s.p.a. nella corporate governance*, Padova, 2012, 243; M. CIAN, *Intervento e voto*, cit., 426.

<sup>65</sup> Per tutti, v. M. CIAN, *L’intervento*, cit., 1070 ss., ove ulteriori riferimenti bibliografici, anche stranieri.

<sup>66</sup> V. *supra*, nt. 44.

<sup>67</sup> V. C. MARCHETTI e M. NOTARI, *op. cit.*, 436.

controllo)<sup>68</sup>. Pertanto, in assenza di prescrizioni legislative, quantomeno avuto riguardo all'ingresso della tecnologia nel procedimento assembleare come modalità alternativa di partecipazione, o di raccomandazioni dell'autodisciplina, che però ad oggi non constano, essendo il Codice di *corporate governance* del 2020 silente sul punto<sup>69</sup>, o, ancora, di “pressioni” esterne, come eventuali campagne in tal senso di investitori istituzionali o consulenti di voto, peraltro allo stato assenti o, comunque, molto timide<sup>70</sup>, soltanto la specifica volontà di singoli emittenti, plausibilmente per motivi d'immagine, legati ai temi della trasparenza, o di *business* nel quale la società opera (come ad es. per le telco, le *media* o *tech companies*), potrebbe indurre gli stessi ad autoimporsi il ricorso alle tecnologie: pare, tuttavia, «*un interesse troppo debole per spingere significativamente in questa direzione*»<sup>71</sup>.

### 3.3 Gli ostacoli “tecn(olog)ici”

Infine, un terzo fronte di problemi può essere ascritto alla categoria dei c.d. ostacoli “tecn(olog)ici”, per indicare le incertezze, di ordine pratico (ma con immediati impatti giuridici), che l'impiego dei «*mezzi di telecomunicazione*» potrebbe causare agli operatori in merito alle modalità di trattamento di eventuali disfunzioni o disservizi dello strumento tecnico, in assenza di linee guida – a livello di normazione primaria o secondaria (o, perché no, di autodisciplina o di prassi imprenditoriale, concertata con gli operatori del settore) – tali da orientare adeguatamente l'azione degli emittenti.

Sul punto, soltanto per offrire qualche spunto, se si vuol tener conto dell'“eredità” del decreto “Cura Italia”, ferma restando la necessità di chiarire, una volta per tutte, l'esatto perimetro legale della nozione di «*partecipazione*», può valer la pena concentrare l'attenzione

---

<sup>68</sup> G.P. LA SALA, *Le forme di partecipazione*, cit., 692, nonché, *in terminis*, E. PEDERZINI, *L'assemblea telematica di società quotate “fra mito e realtà”*, in *Liber amicorum per Massimo Bione*, L. Foffani, M.C. Fregni, R. Lambertini (a cura di), Milano, 2011, 500 ss.

<sup>69</sup> G. BALP, *op. cit.*, 203, nt. 45.

<sup>70</sup> G. BALP, *op. cit.*, 206 ss.

<sup>71</sup> M. CIAN, *Intervento e voto*, cit., 426.

sull'impiego dei «*sistemi di comunicazione in tempo reale a due vie*»<sup>72</sup>. Al riguardo, merita precisare che tale modalità comporta essenzialmente l'attivazione di un sistema di multivideo- (e audio-) conferenza, atto a collegare i singoli aventi diritto al luogo (fisico o virtuale) di tenuta della riunione. La partecipazione con questa modalità potrebbe, quindi, porre essenzialmente i seguenti temi: (i) l'identificazione/legittimazione dei partecipanti, affinché a collegarsi alla piattaforma siano appunto (soltanto) gli "aventi diritto"; (ii) il monitoraggio (e il *log*) delle presenze, al fine della verifica e della tracciabilità del *quorum*; (iii) la conduzione del dibattito, mediante attribuzione della parola a chi chieda di intervenire; (iv) la gestione del voto.

Premesso che, ad avviso di chi scrive, nell'affrontare tali temi non si può prescindere dall'assunto di fondo secondo cui l'"assemblea elettronica" non è intrinsecamente diversa da quella "tradizionale", rispetto alla quale, quindi, si ipotizza di applicare – *mutatis mutandis* – le stesse regole operative e prassi interpretative, sotto un primo profilo, al di là di possibili considerazioni di immagine per gli emittenti, anche in relazione allo specifico *business* degli stessi (si pensi, ad es., ancora una volta alle telco), non dovrebbe essere ascritto alla responsabilità dell'emittente il problema della tenuta della connessione alla piattaforma "lato utente". Invero, come la responsabilità della società, rispetto a una riunione fisica "tradizionale", si limita all'allestimento di una sala di capienza idonea, rispondente ai consueti requisiti di sicurezza, ma non si estende né alla possibilità per il socio di recarsi effettivamente presso quella *location*, né alle circostanze personali che possano impedire al socio di restare in sala per l'intera durata dell'evento, così quella relativa alla piattaforma adottata per la partecipazione virtuale con mezzi elettronici dovrebbe riguardare soltanto la stessa piattaforma – ossia il corretto funzionamento del

---

<sup>72</sup> In ogni caso, talune delle considerazioni svolte nel prosieguo varranno, in parte e *mutatis mutandis*, anche per l'altra forma di partecipazione da remoto all'assemblea ammessa *expressis verbis* dalla normativa italiana – ossia la trasmissione in tempo reale della stessa –, che, non a caso, è stata la modalità privilegiata di remotizzazione dell'assemblea nelle recenti esperienze europee: si tratta, invero, di quella più semplice da organizzare, ma, al contempo, per via della fruizione meramente "passiva" da parte dei soci, anche più distante dal concetto di collegialità piena, benché virtuale.

server) –, ma non anche la possibilità effettiva di raggiungerla e di restarvi connessi. Di tal guisa, il principio per cui l'utilizzo dei mezzi elettronici può essere condizionato «unicamente alla sussistenza di requisiti per l'identificazione dei soggetti a cui spetta il diritto di voto e per la sicurezza delle comunicazioni, proporzionati al raggiungimento di tali obiettivi» (cfr. art. 143-bis, co. 2, RE) non può ragionevolmente essere interpretato nel senso di gravare l'emittente della responsabilità di dotare i propri soci di strumenti informatici idonei o, financo, di agevolare il superamento del *digital divide*, allo stesso modo per cui non è responsabilità della società rendere disponibile ai soci mezzi di trasporto dal loro domicilio alla *venue* di tenuta della riunione tradizionale (piuttosto implicando detto principio, semmai, il divieto di limitare l'accesso allo strumento in base, per esempio, alla quota partecipativa detenuta)<sup>73</sup>.

Alla luce di quanto precede, sotto un secondo profilo, «l'identificazione dei soggetti a cui spetta il diritto di voto» dovrebbe risolversi in un tema di assegnazione di credenziali univoche, che è ragionevole ritenere di poter gestire non diversamente da quanto già si fa, da parte di molti emittenti, per l'accesso allo strumento consolidato, benché scarsamente utilizzato, della piattaforma di voto elettronico, non essendovi particolari motivi per sostenere che il grado di diligenza richiesto alla società nelle attività di identificazione cambi in maniera sostanziale rispetto a quanto già è prassi fare. Del resto, è opportuno precisare che la finalità di quest'attività non è l'identificazione del “socio” in quanto tale (*rectius*: dell'avente diritto a partecipare

---

<sup>73</sup> Certamente la questione meriterebbe un grado di granularità – in termini di specificazione delle circostanze nelle quali la responsabilità dello svolgimento dell'assemblea telematica (e dei relativi possibili disservizi) è ascrivibile agli emittenti – decisamente maggiore di quanto è possibile fare nel presente contributo. Tuttavia, sul principio che non è metodologicamente corretto assumere *ex professo* posizioni ipergarantiste nei confronti degli azionisti, dovendosi piuttosto «trovare un punto di equilibrio [...] tra l'interesse del socio a esercitare il proprio diritto di intervento e voto con mezzi elettronici [...] e quello della società a un efficiente svolgimento dell'assemblea e stabilità delle decisioni assembleari», pare convergere una crescente dottrina: v., tra i vari, V. ALLOTTI e P. SPATOLA, *L'utilizzo delle ICT nel procedimento assembleare delle società quotate*, in CONSOB, Quaderno giuridico n. 23, maggio 2022, *Gli sviluppi tecnologici del diritto societario*, M. Bianchini, G. Gasparri, G. Resta, G. Trovatore, A. Zoppini (a cura di), 51; nonché già, diffusamente, M. CIAN, *L'intervento*, cit., 1090 ss.

all'assemblea), ma solo dell'utente della piattaforma, assegnatario di credenziali univoche, il quale – come per l'accesso a qualsivoglia piattaforma che richieda una previa registrazione e identificazione – resta responsabile della conservazione e del corretto utilizzo di quelle credenziali (e al quale l'emittente avrebbe persino titolo di chiedere manleva al riguardo quale condizione al rilascio)<sup>74</sup>.

Pertanto, la legittimazione all'intervento in assemblea elettronica sarebbe il risultato della combinazione (a) dell'identità del soggetto registrato, identificato dalla piattaforma mediante l'utilizzo delle credenziali univoche assegnate, e (b) dei diritti di cui è attestata la legittimazione all'esercizio da parte degli intermediari, mediante il flusso di comunicazioni trasmesso all'emittente ai sensi dell'art. 83-sexies TUF, che la società accetterà purché pervenga «entro l'inizio dei lavori assembleari della singola convocazione» (cfr. *ibidem*, co. 4)<sup>75</sup>.

In definitiva, per consentire la tenuta dell'assemblea con mezzi elettronici, l'emittente dovrà anzitutto essere in grado di (x) abbinare alle credenziali dell'utente registrato i diritti di voto di cui questi sia portatore (in quanto titolare in proprio o rispetto ai quali abbia ricevuto delega “registrata”), quali risultanti dalle comunicazioni pervenute dagli intermediari entro l'apertura dei lavori; (y) dare accesso all'evento esclusivamente agli utenti registrati che attivino il collegamento e a cui siano abbinati i diritti di voto; (z) monitorare e tracciare in tempo reale gli utenti connessi alla piattaforma, per l'intera durata dell'evento.

---

<sup>74</sup> Peralto, le esigenze di verifica preventiva al rilascio delle credenziali potrebbero anche giustificare l'imposizione di un termine per la registrazione alla piattaforma, tale da consentire lo svolgimento delle necessarie attività di *back office*. Si tratterebbe di una condizione alla partecipazione con mezzi elettronici (consentita ai sensi del già citato art. 143-bis, co. 2, RE, in quanto funzionale a soddisfare le esigenze di identificazione), che non implicherebbe viceversa un termine (pacificamente non ammesso) alla legittimazione all'intervento in assemblea.

<sup>75</sup> Va osservato, inoltre, che la titolarità del diritto di partecipazione può direttamente appartenere allo stesso soggetto registrato (in caso di partecipazione in proprio) ovvero a un terzo delegante (in caso di partecipazione per delega ex artt. 2372 c.c. e 135-novies TUF). Anche in questo caso, si potrebbe prevedere un termine entro cui chi abbia intenzione di partecipare da remoto con mezzi elettronici debba registrare, oltre a sé medesimo, i soggetti delle cui deleghe intende farsi portatore, con *upload* (o comunque utile trasmissione) di loro copia, «attestando sotto la propria responsabilità la conformità della delega all'originale e l'identità del delegante» (cfr. art. 135-novies, co. 5, TUF).

In relazione a quanto precede, in linea di principio, le diverse piattaforme di videoconferenza ad oggi disponibili parrebbero in grado di soddisfare il requisito dell'accesso previa identificazione univoca (e, dunque, la possibilità di predisporre tabelle di raccordo con gli elenchi dei legittimati all'intervento in riunione, abilitati al voto), così da soddisfare i requisiti di cui ai precedenti punti (x) e (y); mentre, viceversa, all'apparenza consentirebbero il monitoraggio di cui al precedente punto (z) non nel continuo, ma soltanto a fronte di *query*. Inoltre, allo stato, queste funzionalità potrebbero essere effettivamente disponibili purché le piattaforme siano utilizzate da *app* e/o via *web*, non anche mediante collegamento telefonico, che permette in linea di principio un accesso con credenziali, ma non identificabile/monitorabile da regia<sup>76</sup>.

Sotto un terzo profilo, con riguardo alla conduzione del dibattito, come per l'assemblea "tradizionale", anche ai partecipanti con mezzi elettronici deve essere il presidente della riunione a dare e togliere la parola, alla luce delle richieste di intervento. La complessità della gestione dell'evento deporrebbe per la massima semplificazione della fase del dibattito, con (a) discussione unitaria di tutti gli argomenti all'ordine del giorno, (b) unica fase di replica/dichiarazione di voto, e (c) predeterminazione della durata massima del tempo disponibile per l'intervento iniziale ed eventuale replica/dichiarazione di voto<sup>77</sup>. Sul punto, peraltro, le diverse piattaforme di videoconferenza ad oggi disponibili già prevedono, per un verso, la possibilità per una "regia" di concedere/togliere la parola ai singoli partecipanti (anche diversificando le utenze, *i.e.* – rispetto a un evento assembleare – dando *priority* alla presidenza) e, per altro verso, la facoltà per i collegati di chiedere la parola mediante funzione "*raise hand*": la gestione

---

<sup>76</sup> Anche in questo caso qualche ulteriore approfondimento, per così dire, tecnico meriterebbe la questione della "partecipazione" all'assemblea, nel senso di opportunità di seguirne i relativi lavori, da parte di soggetti non legittimati (in quanto, ad es., "non soci" cui siano state trasferite, a qualsivoglia titolo, le credenziali del vero "avente diritto") nella prospettiva della tutela della riservatezza degli affari societari. Per qualche spunto in tal senso, seppur prevalentemente sotto il contiguo profilo della responsabilità degli amministratori per l'integrità ed inviolabilità degli strumenti informatici attivati, nei limiti della loro ordinaria diligenza, v. M. CIAN, *L'intervento*, cit., 1082 ss.

<sup>77</sup> Del resto, si tratta di accortezze operative già rientranti nella prassi ordinaria delle assemblee di numerose società quotate.

dell'evento mediante separate fasi di discussione unitaria, risposte del "banco" di presidenza, repliche unitarie risulterebbe, dunque, compatibile con lo strumento adottato.

Infine, sotto un quarto ed ultimo profilo, merita sottolineare che la fase apparentemente più critica potrebbe essere quella dell'esercizio del diritto di voto.

Da un lato, infatti, nonostante l'apparente lettera dell'art. 143-*bis* RE, non parrebbe coerente con il concetto di «partecipazione» all'assemblea la previsione di due separate piattaforme (l'una per seguire i lavori, prendendo parte al dibattito, l'altra per l'esercizio del voto elettronico), con possibilità di distonia fra le evidenze da ciascuna prodotte, di talché sembrerebbe più opportuno gestire la votazione utilizzando la stessa piattaforma elettronica di partecipazione, ovviamente con modalità diverse dal ricorso all'appello nominativo<sup>78</sup>. Quanto precede non significa, però, che detta piattaforma debba anche tabulare i voti: invero, quello espresso dai partecipanti tramite detta modalità si sommerà all'eventuale voto in presenza (mediante *televoter* e/o banco di assistenza al voto), per corrispondenza, elettronico, espresso dal rappresentante designato (eventualmente abilitato a farsi portatore anche di deleghe ordinarie), andando tutte queste singole componenti a confluire e sommarsi nell'apposito sistema a ciò preposto.

Dall'altro lato, potrebbe emergere un problema relativo alla possibilità di voto a "n" valori (e non semplicemente in forma di "for/against/abstain", ovvero addirittura semplicemente "for/against", con computo dell'"abstain" per differenza), con riferimento alle votazioni su proposte concorrenti (ad es. per il voto relativo alle liste, con possibilità di voto alternativo "for <specifica lista>/against tutte le liste/abstain tutte le liste")<sup>79</sup>. In questo senso, però, la funzione "survey"

---

<sup>78</sup> *En passant*, val la pena ribadire, anche in relazione al momento dell'espressione del voto, l'importanza del profilo della appropriata identificazione di chi partecipa (e vota) all'assemblea, tenuto conto delle plurime implicazioni della corretta imputazione soggettiva del voto espresso (si pensi, oltre alle già menzionate conseguenze in termini di invalidità del voto manifestato da parte del soggetto non legittimato, anche, ad es., al voto annullabile per conflitto di interessi).

<sup>79</sup> In realtà, un altro tema potrebbe porsi in relazione al c.d. voto "differenziato". Al riguardo, in coerenza con quanto rappresentato innanzi per la fase di accesso – alla *venue* virtuale dell'assemblea – e legittimazione, il partecipante in tempo reale da remoto è identificato sulla piattaforma assembleare di voto in maniera non differente

(e non già quella di voto), presente sulle piattaforme di videoconferenza esistenti, potrebbe risultare idonea a indirizzare il problema<sup>80</sup>.

---

dal partecipante in presenza, assegnatario di *televoter*, al quale siano abbinati tutti i voti (in proprio e/o per delega) di cui risulta portatore. In un'assemblea tradizionale (a parte la fattispecie del rappresentante designato, oltre che della sollecitazione e della raccolta delle deleghe), sia la possibilità di voto diversificato per delega, sia un esercizio divergente rispetto alla posizione complessiva detenuta dallo stesso socio (che tecnicamente il RE inibisce solo nei casi di voto esercitato per corrispondenza *ex artt.* 140 e 141, oppure mediante mezzi elettronici prima dell'assemblea *ex art.* 143-*ter*), transitano per una comunicazione “*off-line*” rispetto all'uso del *televoter* (i.e. mediante segnalazione all'apposito banco di assistenza al voto, presidiato da personale abilitato a intervenire manualmente sul sistema di raccolta e tabulazione del voto). In caso di remotizzazione, non può considerarsi equipollente a questa forma di interlocuzione la “*chat*” tra il partecipante da remoto e il tavolo di regia. La *chat* da remoto, da un lato, non corrisponde ad un'interlocuzione in presenza (essenziale ai fini delle quadrature delle istruzioni impartite in sala per le vie brevi con le evidenze di legittimazione a sistema) e, dall'altro lato, non consente neppure la condivisione di *file* secondo schemi predefiniti, per cui imporrebbe la digitazione volta per volta del commento e una verifica ugualmente caso per caso da parte del gestore della piattaforma di voto (soggetto diverso dal banco di regia). Questa circostanza oggettiva potrebbe portare ad escludere *tout court* la possibilità di gestire una partecipazione mediante mezzi elettronici per delega (e non semplicemente in proprio). Nel voto per delega, lo stesso è necessariamente registrato in forma analitica per delegante e, quindi, è diversificato per principio, a prescindere da come in concreto si esprime il delegato. Viceversa, potrebbe essere accettato il rischio di dover gestire un voto divergente in proprio, alla luce, per un verso, della irrilevanza statistica del fenomeno e, per altro verso, del *mitigant* comunque rappresentato dalla *chat*. Ferma l'opportunità di ulteriore approfondimento, la fattispecie parrebbe ricadere nel caso dell'assoggettamento dell'utilizzo dei mezzi elettronici «*alla sussistenza di requisiti per l'identificazione dei soggetti a cui spetta il diritto di voto e per la sicurezza delle comunicazioni, proporzionati al raggiungimento di tali obiettivi*», là dove l'identificazione sia intesa ai fini specifici del voto e non semplicemente alla partecipazione all'evento.

<sup>80</sup> Tra l'altro, la flessibilità nell'impostazione del *form* di *survey* potrebbe anche consentire una gestione complessiva (o per blocchi) della fase di voto, come già sperimentato in alcune assemblee “tradizionali” in cui l'*unbundling* del voto rispetto a proposte articolate (nel caso più complesso: una pluralità di modifiche statutarie, non correlate, presentate contestualmente) viene gestita mediante somministrazione ai partecipanti fisici di una scheda di voto cartacea, ove le singole voci siano separatamente elencate (in maniera analoga a quanto è prassi nella scheda di voto per corrispondenza e nel *form* di voto elettronico).

#### 4. *Brevi riflessioni conclusive*

Se, dunque, sulla base delle considerazioni svolte, volessimo provare a rassegnare qualche conclusione, ci pare che nel futuro, più o meno immediato, possano venire in rilievo i seguenti aspetti.

In primo luogo, un principio di virtualizzazione dell'assemblea nelle società azionarie – pur con significativa dicotomia tra società chiuse e aperte – è già realtà, anche *de lege lata*. Infatti, l'attuale assetto legislativo consente di ritenere definitivamente sdoganata l'assemblea "ibrida" – nella quale, cioè, taluni soci sono presenti fisicamente nel luogo di convocazione, mentre altri sono collegati da remoto, secondo le indicazioni ricevute nell'avviso di convocazione – al punto da poterne pronosticare una prossima affermazione come modalità prevalente di organizzazione delle riunioni assembleari<sup>81</sup>. Invero, nella misura in cui l'opzione di collegarsi da remoto si "aggiunge" alla facoltà di recarsi fisicamente all'adunanza, nessuna coazione può dirsi imposta ai soci (sì da richiedere un loro espresso consenso): a quel punto, specie nelle società chiuse – per le quali la gran parte degli "ostacoli" summenzionati o non si pone *tout court* o è, comunque, compensata da una serie di vantaggi, prevalentemente logistici ed organizzativi –, la soluzione più "comoda" per i soci tenderà nel medio periodo a prevalere, fino all'estremo della totale partecipazione da remoto dei legittimati all'intervento, rimanendo, se del caso, nel luogo fisico di convocazione soltanto il presidente (e, se del caso, l'ufficio di presidenza e il segretario) nonché taluno dei membri degli organi sociali la cui presenza è richiesta dalle norme.

Con riguardo, invece, alla modalità *virtual-only* di tenuta delle assemblee, per quanto si possa metodologicamente valorizzare un approccio ermeneutico in chiave evolutiva delle disposizioni vigenti<sup>82</sup>, tuttavia l'effetto combinato, da una parte, dei plurimi indizi positivi – codicistici e di legge speciale – oggi in vigore e, dall'altra parte, della rigidità del paradigma legale della scansione procedimentale del metodo assembleare nelle società per azioni – entrambi tali elementi postulando (o perlomeno presupponendo) una necessaria fisicità (anche solo parziale) della riunione –, non consente di ritenere ammissibile

---

<sup>81</sup> V., nello stesso senso, V. ALLOTTI e P. SPATOLA, *op. cit.*, 55.

<sup>82</sup> V. *supra*, nt. 60, 61 e 62.

un'assemblea virtuale "obbligatoria", a prescindere, cioè, da un'apposita manifestazione di volontà in tal senso da parte degli azionisti. Ciò, però, non vuol automaticamente dire che la replicabilità virtuale della riunione fisica non possa avere *tout court* diritto di cittadinanza nell'ordinamento, soprattutto in ottica *de iure condendo*. Infatti, non sussistono reali ragioni di inopportunità, bensì, riprendendo la nomenclatura già impiegata, soltanto "ostacoli" normativi che si frappongono all'adozione esclusiva del modello telematico dell'assemblea. Pertanto, sull'onda lunga della disciplina emergenziale, appurato che gli ultimi tre anni hanno plasticamente dimostrato che l'adunanza da remoto è nei fatti pressoché equivalente alla riunione fisica, e fermi restando gli opportuni coordinamenti (e adeguamenti) legislativi, si potrebbe invero trasformare l'attuale *opt-in* statutario in *opt-out*, rendendo l'assemblea virtuale l'opzione ordinamentale di *default*, pur derogabile dalle singole società, o, alternativamente, riconoscere quale diritto del singolo azionista o della minoranza (al raggiungimento di determinate aliquote di capitale) la facoltà di partecipare a distanza all'assemblea<sup>83</sup>.

In secondo luogo, un prossimo *step* tecnologico, ulteriormente propulsivo della remotizzazione delle assemblee, potrebbe essere rappresentato dall'impiego, sempre più su larga scala, della *blockchain*. Se, infatti, alcuni dei principali problemi legati al procedimento assembleare sono riconducibili a trasparenza (del processo), identificazione (dei soggetti coinvolti) e verificabilità (dei risultati), la *blockchain* sembra offrire utili risposte<sup>84</sup>: per tale via, l'emittente

---

<sup>83</sup> V. G.P. LA SALA, *L'assemblea telematica*, cit., 272.

<sup>84</sup> Con l'impiego della *blockchain*, tra l'altro, si potrebbe ricorrere ai registri distribuiti per (in sequenza) (i) fissare la data della riunione e della *record date*, ivi archiviando l'avviso di convocazione e gli ulteriori materiali di supporto; (ii) caricare da parte degli intermediari l'elenco dei *beneficial owner* e delle azioni detenute alla *record date*; (iii) emettere strumenti di voto tokenizzati a tutti i legittimati al voto alla *record date* (tenendo conto, tra l'altro, delle eventuali restrizioni al diritto di voto, etc.); (iv) "autenticare" i legittimati al voto tramite, ad es., un sistema di identificazione *online* o un programma di "residenza elettronica" (che può aver luogo anche al di fuori della *blockchain*, fermo restando, però, che la prova dell'autenticazione deve essere archiviata sulla *blockchain*); (v) rilasciare da parte degli azionisti o dei *proxy holder* le istruzioni di voto, utilizzando i loro strumenti di voto tokenizzati; (vi) "chiudere" ad un determinato momento l'assemblea, automaticamente o ad opera dell'emittente, consentendo agli azionisti di conoscere

potrebbe avere una migliore conoscenza della partecipazione azionaria e conseguirebbe indubbi vantaggi in termini di tempo, costi, trasparenza e accuratezza del voto, potendo ciò altresì incentivare la partecipazione degli azionisti e garantendo un esercizio del potere decisionale più completo. In questo modo, la *blockchain*, se utilizzata come piattaforma (anche) per il voto, non solo avrebbe effetti su questioni molto pratiche nell'esercizio del voto stesso, ma potrebbe influire in modo significativo anche sul comportamento dei soci, consentendo una più diretta "democrazia" degli azionisti. Di converso, però, se è bene riporre adeguate aspettative nell'evoluzione della tecnologia, non bisogna cadere nella «*Tech Nirvana Fallacy*»<sup>85</sup>, ossia, in breve, la fideistica, forse ingenua, convinzione che le nuove tecnologie possano risolvere *d'emblée* i tradizionali problemi della *corporate governance*. Anche nel caso in esame, del resto, il rischio esiste: è, infatti, tutto da dimostrare che accuratezza e certezza dei risultati, immediatezza delle possibilità di intervento e voto, dialogo diretto e assenza di intermediazione, pur desiderabili come risultati in sé, siano elementi in grado anche di motivare, quantomeno in parte, gli azionisti razionalmente apatici alla partecipazione, vincendo la loro tendenziale ritrosia.

In questo senso (passando ad un terzo aspetto di rilievo), occorre quindi interrogarsi se, in punto di *policy*, una maggiore apertura dell'ordinamento all'assemblea virtuale, soprattutto nelle società quotate, risponda ad interessi meritevoli di tutela.

Sul punto, sappiamo, fin dalla direttiva *Shareholder Rights*, che non sono (stati) i mezzi elettronici di partecipazione all'assemblea (ivi previsti) il principale *driver* dell'avvenuto innalzamento del tasso di "frequenziazione" delle assemblee delle società quotate italiane da parte dei grandi investitori istituzionali; nondimeno, al netto di quanto evidenziato al rilievo precedente, la possibilità di presenziare da remoto potrebbe rappresentare un incentivo a partecipare alle assemblee, tra gli

---

l'esito della votazione dopo tale momento e di appurare che le loro istruzioni di voto siano incluse nel risultato della votazione.

<sup>85</sup> V. L. ENRIQUES e D.A. ZETSCHKE, *Corporate Technologies and the Tech Nirvana Fallacy*, in *Hastings Law J.*, 2020, 64 ss. V. altresì C. VAN DER ELST e A. LAFARRE, *Blockchain and the 21<sup>st</sup> Century Annual General Meeting*, in *Eu. Comp. Law*, 2017, 167 ss.; EID., *Blockchain and smart contracting for the shareholder community*, in *Eu. Bus. Org. L. Rev.*, 2019, 11 ss.

altri, per investitori istituzionali minori e azionariato *retail*<sup>86</sup>. Del resto, rimangono attuali – e non smentite o, addirittura, formalmente superate (ma, al contrario, persino ribadite dalla legislazione europea successiva, seppur riferite prioritariamente alla categoria degli investitori istituzionali maggiori<sup>87</sup>) – le prescrizioni, introdotte dalla predetta direttiva comunitaria e fatte proprie dall’ordinamento nazionale in sede di recepimento, volte a perseguire il fine di incrementare il grado di partecipazione alle assemblee da parte degli azionisti, in funzione di un’accresciuta *accountability* degli *agent* (gli amministratori) rispetto ai *principal* (i soci), frutto di un maggiore monitoraggio dei secondi sui primi. Pertanto, pur con gli opportuni *caveat*<sup>88</sup>, può considerarsi ancora perdurante l’obiettivo del legislatore di rimuovere quanti più “ostacoli” possibili all’intervento e al voto elettronici: a questo punto, una possibile via per perseguirlo, senza dover necessariamente transitare attraverso una nuova legislazione emergenziale in caso di futura recrudescenza della pandemia (a legislazione attuale “esaurita”), che, in quanto emergenziale (come sinonimo di “frettolosa”), verosimilmente replicherebbe i “difetti” della precedente<sup>89</sup>, potrebbe essere quella di ricorrere, magari per un periodo di tempo limitato (ad es. una o due assemblee di bilancio), ad una sorta di *sandbox* regolamentare<sup>90</sup>, su iniziativa dell’Autorità di vigilanza. In questo

---

<sup>86</sup> V., in questo senso, G. BALP, *op. cit.*, 213 ss.

<sup>87</sup> Cfr. le disposizioni di rilievo della direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2017, che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l’incoraggiamento dell’impegno a lungo termine degli azionisti, recepita in Italia con il d.lgs. 10 maggio 2019, n. 49, su cui v., per tutti, *Il recepimento in Italia della Shareholder Rights II*, F. Raffaele e E. Ruggiero (a cura di), Milano, 2021, *passim*.

<sup>88</sup> Tra i vari, si può pensare a quelli volti ad individuare idonei deterrenti all’ormai endemico fenomeno dei soci disturbatori, al cui incremento potrebbe invece condurre un potenziamento indiscriminato delle prerogative degli azionisti, indipendente da eventuali soglie minime di partecipazione o dalla verifica della sussistenza di un apprezzabile interesse alla discussione. Sul punto, v., tra gli altri, P. MONTALENTI, *Investitori istituzionali e amministratori nelle società quotate: problemi e proposte*, in *Orizzonti*, 2016, 2 ss., M. NOTARI, *Diritti di voice*, cit., 264; M.S. SPOLIDORO, *Tersite in assemblea?*, in *Riv. soc.*, 2016, 171 ss.

<sup>89</sup> Circostanza che, per quanto qui preconizzata, si è poi appunto concretizzata nelle more della pubblicazione del presente contributo. V. *supra*, nt. 7.

<sup>90</sup> Il concetto che riecheggia nel testo si riferisce a quegli «*schemes that enable firms to test innovations in a controlled real-world environment, under a specific plan*

modo, tenuto conto dei benefici attesi e con gli opportuni chiarimenti di natura tecnica concernenti le relative condizioni di accesso, si potrebbe creare per gli emittenti l'ambiente idoneo a sperimentare, in termini di innovazione tecnologica, le nuove frontiere della tecnica di partecipazione da remoto degli aventi diritto, pur schermandoli da quei rischi sopra menzionati, che hanno probabilmente rappresentato il motivo principale di refrattarietà delle società quotate italiane alle assemblee virtuali.

Da ultimo, specie se si decide di perseguire la via del potenziamento della virtualità delle riunioni, varrebbe la pena che ciò fosse fatto dopo essersi interrogati sul ruolo stesso dell'assemblea delle società quotate. Infatti, assunta ormai la sua collegialità "debole", nel senso che i soci non vi si riuniscono più per «*confrontarsi dialetticamente sulle loro rispettive iniziali intenzioni di voto e [...] formare il proprio convincimento all'esito di un dibattito effettivo avuto nel corso della riunione*»<sup>91</sup>, ma conservano una "potenzialità" di incontro in cui «*possono contarsi*»<sup>92</sup> ed esprimere il proprio voto sulle decisioni necessarie per l'impulso all'organizzazione sociale che vengono loro sottoposte, allora l'assemblea virtuale può persino amplificare la deriva verso una metamorfosi dell'assise in «*organo di teatro*» nel quale «*si*

---

*developed and monitored by a competent authority. They are usually organized on a case-by-case basis, include a temporary loosening of applicable rules, and feature safeguards to preserve overarching regulatory objectives»* (cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Better Regulation Toolbox*, no. 69, novembre 2021, disponibile presso il sito [https://ec.europa.eu/info/law/law-making-process/planning-and-proposing-law/better-regulation-why-and-how/better-regulation-guidelines-and-toolbox/better-regulation-toolbox-0\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/law-making-process/planning-and-proposing-law/better-regulation-why-and-how/better-regulation-guidelines-and-toolbox/better-regulation-toolbox-0_en)); cfr. altresì CONSIGLIO D'EUROPA, *Conclusioni del Consiglio sugli spazi di sperimentazione normativa e le clausole di sperimentazione come strumenti per un quadro normativo favorevole all'innovazione, adeguato alle esigenze future e resiliente che sia in grado di affrontare le sfide epocali nell'era digitale*, in Gazz. uff. UE, n. 2020/C 447/01 del 23 dicembre 2020. Per una prima analisi del fenomeno, v., tra gli altri, E. CORAPI, *Regulatory Sandbox nel Fintech?*, in *I diversi settori del Fintech. Problemi e prospettive*, E. Corapi e R. Lener (a cura di), Padova, 2019, 13 ss.; M.T. PARACAMPO, *Dalle regulatory sandboxes al network dei facilitatori di innovazione tra decentramento sperimentale e condivisione europea*, in *questa Rivista*, 2019, I, 219 ss.; S. RANCHORDÀS, *Experimental Regulations for AI: Sandboxes for Morals and Mores*, in *Morals & Machines*, 2021, 1(1), 86 ss.

<sup>91</sup> V. U. MORERA e S. CAPPIELLO, *op. cit.*, 1779.

<sup>92</sup> V. M. NOTARI, *Diritti di voce*, *cit.*, 268.

*ratificano e si formalizzano scelte prese altrove»*<sup>93</sup>. Invero, la sopra richiamata “composita disciplina emergenziale” (pur focalizzata, va detto, intorno alla sola partecipazione del rappresentante designato in luogo degli azionisti) ha lasciato la sensazione che virtualità non faccia affatto rima con collegialità; anzi, quanto più si rafforza il ricorso alla partecipazione da remoto, tanto più si depotenziano le prerogative dei soci diverse dal diritto di voto o, perlomeno, le si ricalibra per tutelarle prevalentemente in via extrassembleare. Del resto, va opportunamente ricordato, per completezza di rappresentazione, che anche nella fisiologia delle riunioni, quindi al di fuori del contesto emergenziale, l’esperienza delle assemblee di società quotate insegna che soltanto di rado – in specifiche circostanze o in relazione a particolari emittenti – l’adunanza è il luogo del dibattito, funzionale a consentire agli aventi diritto di maturare (in quella sede) le proprie decisioni di voto. Di qui, il nodo di principio da dover provare a dirimere, tanto più, volendo, con l’ausilio dell’Autorità di vigilanza in sede di *sandbox*: o si prova a rivitalizzare la funzione dell’assemblea di composizione di interessi multiformi mediante confronto dialettico, stavolta puntando sul rinnovato impulso che la tecnologia potrebbe dare in questo senso – cosa che, per la verità, pare non solo irrealistica ma soprattutto anacronistica –, oppure si asseconda la realtà dei fatti già esistente, provando a definirne, per quanto possibile, il perimetro giuridico di riferimento, dunque accettando anche di «*modificare la fisionomia del procedimento deliberativo [...], prevedendo modalità di assunzione delle deliberazioni al di fuori dell’assemblea*»<sup>94</sup>. In tal senso, un approccio flessibile ma anche equilibrato, nell’ottica di contemperare le esigenze degli emittenti (in termini di risparmio di tempi e costi) e quelle dei soci (in termini di livelli sufficienti di trasparenza ed *accountability* dei *manager*), già peraltro suggerito<sup>95</sup>, potrebbe consistere nel lasciare la possibilità di *opt-out* statutario agli emittenti per consentire loro di trasformare l’assemblea, pur con le dovute cautele che un’adeguata analisi *de iure condendo* può individuare, in meccanismo di tipo referendario, quale momento di accertamento della volontà dei soci, cristallizzata nel voto (espresso altrove).

---

<sup>93</sup> V. M. STELLA RICHTER JR., *La collegialità*, cit., 9.

<sup>94</sup> V. V. ALLOTTI e P. SPATOLA, *op. cit.*, 54.

<sup>95</sup> V. U. MORERA e S. CAPPIELLO, *op. cit.*, 1781.

Senza contare, infine, per chiudere con una provocazione, che le recenti istanze *stakeholder-centric*, che vengono avanzate con forza nel dibattito internazionale sulla *corporate purpose* o, detto altrimenti, con categorie più vicine alla sensibilità giuridica nostrana, sul confronto tra contrattualismo ed istituzionalismo della società per azioni, forse pongono anche il tema, diverso ma contiguo, di chi siano, in fondo, questi legittimati all'intervento in assemblea: soltanto i soci o anche altri soggetti a vario titolo interessati all'andamento della società? Ma di ciò si discuterà ampiamente in altre sedi.



## ***Credit scoring via machine learning e prestito responsabile\****

**SOMMARIO:** 1. Premessa: merito creditizio e diligenza del finanziatore. – 2. Nuove prospettive: il *credit scoring machine learning*. – 3. L'utilizzo di intelligenza artificiale nel *credit scoring*: vantaggi e rischi. – 4. Trasparenza e spiegabilità come obiettivi della regolazione. – 5. Il nodo critico dell'*enforcement*. - 6. Il *credit scoring* nella Proposta di Regolamento sull'intelligenza artificiale e nella normativa settoriale: un difficile coordinamento. – 7. *Credit scoring* algoritmico e principio di prestito responsabile. Considerazioni finali su un problema aperto.

### *1.Premessa: merito creditizio e diligenza del finanziatore*

Obiettivo di questo scritto è quello di valutare l'impatto dell'intelligenza artificiale sull'attività di *credit scoring* ai fini della valutazione di merito creditizio preordinata all'erogazione del credito. La questione che interessa, in particolare, è capire se e quando la valutazione sul merito di credito possa dirsi svolta in modo "corretto", anche alla luce della normativa che regola il sistema bancario, qualora si ricorra all'IA per effettuare il *credit scoring*.

In via preliminare, va osservato che il *credit scoring* di per sé non è mai stato oggetto di regolamentazione se non in modo incidentale, trattandosi di modelli di valutazione del rischio di credito utili all'impresa finanziatrice perché strumentali alla valutazione di merito di credito che gli intermediari sono tenuti ad effettuare prima di erogare o negare credito alla clientela.

Nel diritto bancario troviamo generici riferimenti al *credit scoring* nella CRD IV e in CRR sulla parte della vigilanza prudenziale degli enti creditizi e indicazioni utili possono essere tratte dalle linee guida EBA 2020 sulla gestione e il monitoraggio del credito<sup>1</sup> e dalle linee Guida Fintech Bank di BCE

---

\*Il contributo è destinato al *Liber Amicorum* per Aldo Angelo Dolmetta

<sup>1</sup> Le Linee Guida Eba 29 maggio 2020, (EBA/GL/2020/06) indicano quali categorie di dati possano essere utilizzate per il trattamento dei dati personali ai fini della valutazione del merito creditizio, compresi i documenti giustificativi del reddito, le fonti di rimborso, le informazioni sulle attività e passività finanziarie o le informazioni su altri impegni finanziari.

del 2018<sup>2</sup>. Sul piano strettamente privatistico, invece, ci si è occupati del merito creditizio, ma solo marginalmente sfiorando il *credit scoring*<sup>3</sup>. Spunti interessanti, soprattutto sull'illegittima segnalazione in centrale rischi vengono poi dall'analisi casistica delle pronunce ABF<sup>4</sup>.

A ben vedere, è la stessa valutazione del merito creditizio che, come osservato da Aldo Dolmetta in uno scritto sul tema, “è materia che, sul piano del diritto vivente, sconta la sua «recente» emersione (o disvelamento, se si preferisce), secondo quanto in parte dovuto pure all'introduzione di appositi interventi di legge, che lo hanno preso ad oggetto (il riferimento va qui all'art. 124-*bis* TUB, al credito immobiliare ai consumatori e alle modifiche apportate nel 2020 alla legge sul sovraindebitamento)<sup>5</sup>”. Prima di allora, infatti, si è ritenuto che l'inesistenza in capo all'impresa finanziatrice dell'obbligo di erogare credito determinasse un'irrilevanza verso l'esterno della modalità con cui l'impresa avesse assunto la scelta di concessione o diniego di credito<sup>6</sup>. Attività, si riteneva, tutt'al più sindacabile dalla

---

<sup>2</sup> Sul punto in dottrina F. MATTASSOGLIO, *Uso degli algoritmi nel mercato del credito: dimensione nazionale ed europea*, in [www.giurisprudenzadellefonti.it](http://www.giurisprudenzadellefonti.it) 2/2021, 918.

<sup>3</sup> Sul punto si rinvia all'analisi condotta recentemente da M. FRANCHI, *Il ruolo del merito creditizio nella rinnovata disciplina in tema di composizione della crisi da sovraindebitamento: la chiusura di un cerchio*, in questa *Rivista*, 2021, 501 ss.

<sup>4</sup> In dottrina sul tema, criticamente, vedi R. DI RAIMO, *Accesso al credito e valutazione del merito creditizio*, in *Arbitro Bancario Finanziario*, a cura di G. Conte, Milano, 2021, 211 ss. L'ABF, in generale, rileva la mancanza di un obbligo generale di far credito pur riscontrando l'attuale sussistenza di un diritto del cliente a ricevere indicazioni circa le ragioni dell'eventuale diniego del credito. Le pronunce numerosissime si possono leggere sul <https://www.arbitrobancariofinanziario.it>.

<sup>5</sup> Su questi aspetti v. A.A. DOLMETTA, *“Merito del credito” e procedure di sovraindebitamento*, in *Fall.*, 2021 1207 ss., ivi pure il richiamo alle nozioni di «credito responsabile» e di «credito sostenibile», quali contrapposti parametri prospettici (e impostativi) della materia della valutazione del merito creditizio del cliente.

<sup>6</sup> Puntualizza A.A. DOLMETTA, *Valutazione del merito creditizio e diligenza del finanziatore*, in *Fall.*, 2022, 1581, che “il tema della valutazione del merito del credito non ha niente a che vedere con quello di un (eventuale) diritto al credito” (...) che attiene invece “per sua propria natura, all'esito della valutazione del merito creditizio. Per contro, il tema che qui interessa attiene all'*an* e al *quomodo* della valutazione: che nel concreto questa venga fatta e pure sia fatta in modo corretto”. Pe un'analisi attenta del tema più ampio si rinvia a F. SARTORI, *Deviazioni del bancario e dissociazione*

autorità di vigilanza in chiave pubblicistica<sup>7</sup>. Si è detto, in altri termini, che, per molto tempo, “il legislatore e l’autorità di vigilanza italiana si sono preoccupati di regolare *il fine* (la sana e prudente gestione dell’ente, nella specifica accezione del rischio di credito) piuttosto che *il mezzo* (la valutazione del merito creditizio)”<sup>8</sup>.

A segnare in modo evidente il cambio di prospettiva è intervenuta dapprima la normativa europea sul credito al consumo (anche immobiliare), poi la legge sul sovraindebitamento e da ultimo la giurisprudenza che, nell’ultimo biennio, ha compiuto un passaggio ulteriore sul piano interpretativo affermando che il finanziatore è tenuto all’obbligo di rispettare i principi di sana e prudente gestione verificando, in particolare, il merito creditizio del cliente in forza di «informazioni adeguate», come previsto dall’art. 124-*bis* TUB<sup>9</sup>. Sancito così il legame tra «sana e prudente gestione» e corretto operato dell’intermediario nella valutazione del merito creditizio, la stessa giurisprudenza puntualizza che “l’attività di concessione del credito da parte degli istituti bancari “non costituisce mero «affare privato»”, ma si riflette anche direttamente sui rapporti con la clientela.

Il sistema vigente, secondo la Suprema Corte, “richiede che, nella formulazione delle proprie valutazioni, la banca proceda secondo lo

---

*dei formanti: a proposito del diritto al credito*, in *Giust. civ.*, 2015, 569 ss.; R. DI RAIMO, *Ufficio di diritto privato e carattere delle parti professionali quali criteri ordinanti delle negoziazioni bancaria e finanziaria e assicurativa*, in *Giust. civ.*, 2020, 351 ss.

<sup>7</sup> Il dibattito è molto ampio. Per una sintesi v., tra gli altri, A.A. DOLMETTA, “*Merito del credito*” e *procedure di sovraindebitamento*, cit., 1208, che chiarisce che, secondo l’opinione tradizionale il comportamento del finanziatore non ha rilievo sul piano dei rapporti privati: da un lato, per il principio di autonomia dell’impresa; dall’altro lato per quello di autoresponsabilità del cliente. Tuttavia, “a quest’orientamento di ispirazione liberista si contrappone una linea di pensiero che – volta a volta valorizzando principi generali del sistema civilistico (buona fede oggettiva e correttezza, in specie), e normativa del vicino settore dei servizi finanziari (...), regole derivanti da interventi comunitari (art. 124 *bis* e art. 120 *undecies* Tub) – predica invece che il comportamento tenuto dal finanziatore nel valutare l’affidato è destinato ad assumere una diretta incidenza sul relativo rapporto di credito”.

<sup>8</sup> L. AMMANNATI, G.L. GRECO, *Piattaforme digitali, algoritmi e big data: il caso del credit scoring*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, 305.

<sup>9</sup> Cass., 30 giugno 2021, n. 18610, con nota di A.A. DOLMETTA, “*Merito del credito*” e *procedure di sovraindebitamento*, cit., 1207 ss.

standard di conoscenze e di capacità, alla stregua della diligenza da parte dell'operatore professionale qualificato, e ciò sin dall'obbligo *ex ante* di dotarsi dei metodi, delle procedure e delle competenze necessari alla verifica del merito creditizio". La giurisprudenza di merito più recente afferma poi che, per essere adeguata, la raccolta di informazioni deve essere tale da fornire al professionista un quadro completo del merito di credito, in linea con i criteri di prudenza e diligenza<sup>10</sup>.

Come ha ben evidenziato ancora Aldo Dolmetta, queste pronunce – e in particolare la nota sentenza n. 1810/2021 della Suprema Corte<sup>11</sup> – vanno accolte con favore e interesse perché “mostrano, prima di tutto, che la disposizione dell'art. 124-*bis* T.U.B. e la sua diretta incidenza nel rapporto corrente tra finanziatore e cliente (...) si pongono non come espressione di normative extravaganti, quando non eccezionali, bensì come regole di sistema, appartenenti alla fisiologia di questo”. E che, “Al centro (...) sta la regola di «sana e prudente gestione» (artt. 5 e 127 T.U.B): da intendere, oggi, non più come pura regola di governo dell'attività di impresa e della sua efficienza (secondo quanto concepita in origine), ma altresì nei termini di «clausola generale», quale *medio specificativo* di principi generali in via diretta intesi a regolare i rapporti correnti tra privati”<sup>12</sup>.

Ed ecco qui la domanda: ricorrere a sistemi di intelligenza artificiale per effettuare il *credit scoring* integra il dovere di diligenza cui è tenuto l'intermediario nei confronti della clientela alla luce del parametro di sana e prudente gestione? Può, in altri termini, dirsi soddisfatto il requisito richiesto dall'art. 124-*bis* TUB secondo cui il finanziatore valuta il merito creditizio sulla base di «informazioni adeguate»

---

<sup>10</sup> Tribunale civile Torino, sez. VI fall., 14 aprile 2022, con nota di A.A. DOLMETTA, *Valutazione del merito creditizio e diligenza del finanziatore*, cit., 1578 ss.

<sup>11</sup> A.A. DOLMETTA, *Valutazione del merito creditizio e diligenza del finanziatore*, cit., 1582, chiarisce che secondo questa giurisprudenza l'imprenditore bancario che “disattendendo gli obblighi di prudente e accorto operatore professionale – finanzia un soggetto non meritevole del credito erogatogli, incorre senz'altro in responsabilità di tipo contrattuale (...) e ciò in ragione del fatto che il dovere di corretta valutazione del merito creditizio del cliente discende già, oltre che dalla regola generale relativa all'esecuzione diligente della prestazione professionale ex art. 1176 c.c.”.

<sup>12</sup> A.A. DOLMETTA, *op. ult. cit.*, p. 1210; ID., *Valutazione del merito creditizio e diligenza del finanziatore*, ult loc. cit. ID., *Efficienza del mercato e “favor naturalis” per le imprese bancarie*, in *Riv. dir. civ.*, 2018, 1234 ss.

ottenute, precisa la norma, (anche) consultando una banca dati pertinente<sup>13</sup>?

O, ancora, ricorrere a dati alternativi estratti dal *digital footprint*<sup>14</sup> è compatibile con la normativa di trasparenza in materia di credito immobiliare ai consumatori e in particolare con l'art. 120-*undecies* del TUB, relativo alla verifica del merito creditizio, laddove afferma al comma 1 che “(...) La valutazione del merito creditizio è effettuata sulla base delle informazioni sulla situazione economica e finanziaria del consumatore *necessarie, sufficienti e proporzionate e opportunamente verificate*”?

La questione non ha rilievo solo teorico essendo ricca di implicazioni pratiche che investono il principio del *neminem laedere*; della buona fede oggettiva e dei doveri di protezione<sup>15</sup>, ma anche quello degli assetti organizzativi adeguati e delle scelte strategiche dell'impresa<sup>16</sup>.

## 2. Nuove prospettive: il credit scoring machine learning

A rendere complessa l'analisi è il dato che il *credit scoring* algoritmico comprende una gamma di ipotesi diverse. Ad oggi, in linea di massima, nel nostro ordinamento i dati vengono comunque ancora estratti da fonti interne all'intermediario o da sistemi di centrali rischi e banche dati specializzate mediante sistemi di regressione lineare con una base di metodologia statistica<sup>17</sup>. Non vi è dunque davvero

---

<sup>13</sup> Il tema è oggetto di analisi nel lavoro di A. DAVOLA, *Algoritmi decisionali e trasparenza bancaria*, Milano, 2020, *passim*, e spec. 115 ss. cui si rinvia per approfondimenti e bibliografia e di F. MATTASSOGLIO, *Innovazione tecnologica e valutazione del merito creditizio del consumatore*, Milano, 2018, 9 ss.

<sup>14</sup> Sul tema: T. BERG, V. BURG, A. GOMBOVIC, M. PURI, *On the rise of Fintech: Credit Scoring using Digital Footprint*, in *Review of Financial Studies*, 2020.

<sup>15</sup> Ancora A.A. DOLMETTA, “*Merito di credito*” e procedure di sovraindebitamento, cit., 12110.

<sup>16</sup> Soprattutto per gli intermediari finanziari l'attenzione alla gestione dei rischi tecnologica è imposta anche dal Regolamento 2022/2254 (Dora), che è stato definitivamente approvato il 10 novembre 2022 ed è stato pubblicato in Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea il 27 dicembre 2022.

<sup>17</sup> Come ci rammenta la dottrina che si è più occupata del tema, in linea generale, i sistemi di *credit scoring* degli intermediari creditizi sono predisposti “per valutare la possibilità di rimborso del prestito concesso sulla base di un set di informazioni fondamentali, tra cui spiccano il reddito e l'esposizione debitoria corrente del cliente nonché la propensione al rimborso, che viene generalmente

ancora ricorso ad intelligenza artificiale<sup>18</sup>. Tuttavia, alcuni enti, specialmente con riguardo all'ipotesi di credito al consumo, iniziano a valutare la possibilità di adottare delibere automatiche o semiautomatiche che sono assunte con l'ausilio di *software* che si avvalgono di algoritmi semplici e che usano *dataset* di tipo tradizionale<sup>19</sup>. Le decisioni finali restano in ogni caso di competenza esclusiva dell'uomo che è chiamato a supervisionare processo e risultati.

Se questa è la prassi, non è tuttavia inutile, in considerazione della velocità che caratterizza l'evoluzione tecnologica, volgere lo sguardo anche a ciò che già accade in altri ordinamenti, come quello statunitense, in cui già è attuale il ricorso all'IA "aumentata" con algoritmi *machine learning*<sup>20</sup>, per valutarne rischi e benefici

---

calcolata sulla base della storia creditizia del cliente". Così G.L. GRECO, *Credit scoring 5.0, tra Artificial Intelligence Act e Testo Unico Bancario*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021; 81 ss.

<sup>18</sup> AA.VV. *Intelligenza artificiale nel credit scoring. Analisi di alcune esperienze nel sistema finanziario italiano*, in *Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza*, n. 721- Ottobre 2022, 28. Nel Quaderno si rileva come il ricorso a metodi di IA nella valutazione del rischio di credito non sia ancora largamente diffuso ma sia in espansione.

<sup>19</sup> Il processo di *credit scoring* si compone di tre macro-fasi: acquisizione dei dati, profilazione, processo decisionale automatizzato: (i) *Data warehousing*: raccolta e memorizzazione di dati su larga scala; (ii) *Data mining*: analisi automatizzata dei dati disponibili con estrazione delle informazioni rilevanti; (iii) *Data correlation*: analisi delle informazioni estratte per la definizione di un profilo personale. I Sistemi di informazione creditizia (SIC) sono responsabili della prima fase: la raccolta e memorizzazione di dati su larga scala. Il Codice di Condotta approvato il 12 settembre 2019 dall'Autorità Garante per la protezione dei dati personali prevede stringenti regole per garantire l'esattezza e qualità dei dati raccolti e memorizzati. Mantenere dati inesatti o non aggiornati nelle banche dati dei SIC significa viziare tutto il processo che segue. Nella seconda fase, il *data mining*, le informazioni estratte saranno infatti soltanto quelle ritenute rilevanti per le finalità dell'operatore. La *data correlation* è, infine, la profilazione: l'analisi delle informazioni disponibili per la creazione di un profilo personale con lo scopo di avere un'indicazione il più possibile precisa della realtà o per prevedere possibili avvenimenti futuri. Tuttavia, la profilazione è un'attività soggetta per sua natura ad errori. Gli errori potrebbero derivare dalle fasi precedenti, ma potrebbero anche dipendere dalla bontà dell'algoritmo di profilazione.

<sup>20</sup> H. AGGARWAL, *Machine Learning, Big Data and the Regulation of Consumer Credit Markets: The Case of Algorithmic Credit Scoring*, in H. AGGARWAL, H.

possibili; tanto più che il tema, come si dirà nel prosieguo, è già all'attenzione anche del legislatore europeo. Queste ipotesi più complesse implicano l'adozione di nuove regole di tutela degli interessi in gioco, non solo economici.

Ci si concentrerà in queste pagine proprio sul *credit scoring machine learning*, come ipotesi più complessa e delicata che potrà comportare anche l'adozione di modelli di valutazione del rischio nuovi da parte degli enti che decideranno di avvalersene<sup>21</sup>.

Si cercherà di combinare una lettura attenta alla tutela dei diritti della persona e degli interessi dei consumatori – che è la chiave con cui la Proposta di Regolamento sull'IA Act e la Proposta di Direttiva inerente i crediti dei consumatori del 2021 si occupano, più o meno direttamente, del *credit scoring algoritmico*<sup>22</sup> – con una considerazione alle esigenze di sana e prudente gestione a cui è preordinata, come si è detto, la normativa settoriale *anche* nei rapporti privati.

Da questo angolo visuale si procederà pertanto, seppur procedendo con suggestioni, dapprima a inquadrare il fenomeno del *credit scoring machine learning* per valutarne vantaggi e rischi; per rintracciare, infine, nelle fonti i principi che regolano la materia e che potrebbero guidare il cambiamento nelle prassi degli intermediari.

### 3. *L'utilizzo di intelligenza artificiale nel credit scoring: vantaggi e rischi*

La letteratura che si occupa di intelligenza artificiale si interroga su quali dati alternativi rispetto a quelli tradizionali si possano utilizzare per fare *credit scoring machine learning*. Molto dipende,

---

EIDENMÜLLER, L. ENRIQUES, J. PAYNE, K. VAN ZWIETEN (ed.) *Autonomous Systems and the Law*, Monaco di Baviera, Beck, 2019, 37-45.

<sup>21</sup> Con riferimento al *machine learning* ci si intende riferire, con approssimativa definizione, a un metodo di progettazione di una sequenza di azioni per risolvere un problema (algoritmo) che si adatta e ottimizza automaticamente attraverso l'esperienza, con un intervento umano limitato. Queste tecniche possono essere utilizzate per modelli complessi con grandi quantità di dati provenienti da fonti sempre più diversificate e innovative. Si rinvia nella nostra dottrina all'analisi condotta da F. MATTASSOGLIO, *op.cit.*, 113 ss.

<sup>22</sup> Bruxelles, 30.6.2021 COM(2021) 347 final 2021/0171 (COD).

infatti, dalla natura dei dati che vengono utilizzati per calcolare il punteggio di credito.

Quando si parla di dati alternativi, ci si riferisce a dati non univoci, non numerici, bensì a quelli che si estraggono dalla cosiddetta “impronta digitale” del cliente quali, ad esempio, le attività sui *social media* e le eventuali abitudini o propensioni di acquisto o le preferenze personali manifestate attraverso le ricerche sui motori di ricerca.

Il *credit scoring* con l'intelligenza artificiale può, dunque, coniugare due categorie di dati: cioè quelli che vengono chiamati *Soft-Data*, che vengono estratti dalle tracce digitali extra-finanziarie e quelli, invece, riconducibili ai cosiddetti *Hard-Data*, dati riferibili al profilo economico e finanziario del richiedente e più facilmente ricavabili già ora dalle banche dati utilizzate dagli intermediari. Nel recente studio promosso dalla Banca d'Italia già ricordato<sup>23</sup>, si chiarisce che in generale, nella valutazione del merito di credito “si è verificata una graduale estensione delle fonti di dati utilizzate (fenomeno che ha invero riguardato sia i modelli econometrici che le tecniche di ML): dai dati finanziari strutturati (indicatori patrimoniali ed economico-finanziari, sull'andamento dei conti e dei pagamenti, di mercato) a dati non finanziari strutturati (dati di tipo socio-demografico ottenuti anche da fonti terze), dati non strutturati finanziari (analisi delle informazioni transazionali e di quelle derivate da open banking) e dati non strutturati non finanziari (dati di navigazione, *digital footprint*, informazioni conferite sui *social network*)”<sup>24</sup>.

Il tema dell'adeguatezza delle informazioni può in parte dipendere proprio dalla rilevanza che viene attribuita ai dati non strutturati che, come si vedrà, sono i più sensibili.

A parte la qualità del dato, va considerata anche la quantità e la tecnica con cui i dati vengono processati. Quando l'intelligenza artificiale è aumentata, la macchina si potrebbe adattare in maniera abbastanza indipendente, interpretando non solo i dati che gli sono

---

<sup>23</sup> Nota 18.

<sup>24</sup> AA.VV. *Intelligenza artificiale nel credit scoring. Analisi di alcune esperienze nel sistema finanziario italiano*, cit., 14.

stati forniti, ma anche tutti le ulteriori informazioni che ricava dall'esperienza, per suggerire nuove soluzioni.

Il principale vantaggio connesso all'uso dell'IA *machine learning* per *credit scoring* è quello di una profilazione molto più accurata e puntuale di chi chiede credito<sup>25</sup>.

Inoltre, il ricorso a dati alternativi e a tecniche di profilazione non convenzionali favorisce l'inclusione finanziaria.

L'esperienza di altri paesi dove questi processi sono più avanzati dimostra infatti che il ricorso all'IA per l'attività di *credit scoring* comporta un maggiore tasso di inclusione di persone che, altrimenti, potrebbero essere escluse dal credito. Si tratta di soggetti che si trovano in quell'area che viene definita da qualcuno come di «deserto creditizio», che non possono accedere neppure a servizi essenziali o avere opportunità di investimento<sup>26</sup>. Quindi, l'algoritmo *machine learning* può includere categorie di persone con redditi bassi, con appartenenza a minoranze etniche o, semplicemente, persone che non abbiano una storia finanziaria pregressa. Come ha affermato molto recentemente Magda Bianco, «Dal punto di vista del cliente/consumatore, l'utilizzo delle tecniche di IA offre opportunità in termini di inclusione finanziaria: fasce di popolazione che non hanno facile accesso ai servizi finanziari a causa della mancanza delle informazioni tradizionalmente utilizzate nella valutazione del merito di credito possono divenire «scrutinabili» a costi ridotti dagli intermediari ai fini della concessione di un credito»<sup>27</sup>.

Molto interessanti sono anche le ipotesi in cui il *credit scoring* sia effettuato da piattaforme – soggetti diversi da intermediari tradizionali – che possono operare anche in modo alternativo nel finanziamento a categorie di soggetti vulnerabili<sup>28</sup>. Ciò accade ad esempio in Africa con il microcredito con *credit scoring* algoritmico: se il microcredito consente di dare accesso al credito a

---

<sup>25</sup> Per un approfondimento sul tema v. L. AMMANNATI, G.L. GRECO, *Piattaforme digitali, algoritmi e big data: il caso del credit scoring*, cit. 292.

<sup>26</sup> Sul punto si rinvia a A. DAVOLA, *op. cit.*, 133.

<sup>27</sup> M. BIANCO, *Intelligenza artificiale nel credit scoring: analisi di alcune esperienze nel sistema finanziario italiano*, [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it), 12 ottobre 2022.

<sup>28</sup> Sul tema, criticamente, v. G. MATTARELLA, *L'inclusione finanziaria degli immigrati*, Torino, 2021, 72 ss.

soggetti non dotati di garanzie reali erogando piccole somme a soggetti che altrimenti sarebbero esclusi dal circuito finanziario tradizionale, gli strumenti *FinTech* possono avere un ruolo cruciale nel diffondere il microcredito. La diffusione degli smartphone nelle aree rurali può, ad esempio, garantire l'accesso al credito mediante app di *social lending*<sup>29</sup>.

Sul piano delle applicazioni, ancora positive, l'uso dell'intelligenza artificiale nel *credit scoring* può anche aiutare l'impresa finanziaria a raggiungere alcuni obiettivi ESG: pensiamo, per esempio, alla possibilità di considerare le informazioni che si assumono con tecniche di *scraping*, che possono indurre l'intermediario a scegliere di finanziare soggetti anche in base a fattori sociali o a preferire dare credito a chi lo richiede per finalità sociali o di tutela dell'ambiente. Quest'ultima indicazione è peraltro data anche nelle Linee Guida EBA per il monitoraggio del credito.

Tuttavia, non pochi rischi si delineano all'orizzonte. Tra tutti, il rischio principale è quello discriminatorio, che si verifica in presenza di *Bias* cognitivi che possono conseguire al malfunzionamento degli algoritmi specie *machine learning* e possono dare una rappresentazione errata, quando non persino *iniqua*, della capacità finanziaria delle persone<sup>30</sup>.

Ciò comporta anche il rischio che “il crescente utilizzo di queste soluzioni tecnologiche porti a esclusioni in conseguenza di selezioni distorte da forme di discriminazione, generata da modelli non governati di cui non sono note tutte le determinanti che conducono alla decisione”<sup>31</sup>. I *bias* hanno prodotto, ad esempio, discriminazioni di *Gender* denunciate nel rapporto *Women World*

---

<sup>29</sup> Attraverso *app* già molto diffuse in paesi come il Kenya è possibile ottenere importi di denaro molto piccoli, con tempi di restituzione dei prestiti che possono essere anche di poche settimane. Tali tecnologie possono aiutare la popolazione ad avviare rapidamente progetti imprenditoriali, portando ad un diffuso sviluppo economico. La diffusione degli *smartphone* sta portando nel mercato dei finanziamenti operatori diversi dalle banche come, ad esempio, le compagnie telefoniche e, appunto, le società *FinTech*.

<sup>30</sup> K. LANGENBUCHER, *Consumer Credit in the age of AI- Beyond Anti-Discrimination Law*, in *ECGI Working Paper n. 663/2022*, February 2023, <https://ecgi.global/content/working-papers> e [http://ssrn.com/abstract\\_id=4275723](http://ssrn.com/abstract_id=4275723)

<sup>31</sup> M. BIANCO, *op. ult. loc. cit.*

*Banking*<sup>32</sup>; discriminazioni per ragioni di razza, religione, orientamenti sessuali ecc. In diversa (ma non meno preoccupante) prospettiva, basti pensare che uno studio recente americano dà conto del fatto, metagiuridico, che vi sono stati algoritmi che hanno tracciato l'attività dei richiedenti credito sui *social* e hanno rilevato stati di ansia e difficoltà di gestione della propria attività quotidiana, facendo da ciò conseguire una valutazione negativa sulla capacità di adempimento delle obbligazioni contrattuali e di rimborso del finanziamento da parte dei richiedenti.

Negli Stati Uniti, il ricorso a *Soft Data* ha portato ad attribuire rilievo anche alle geolocalizzazioni dell'utente, ai contatti *social*, alle abitudini d'acquisto e di investimento, ma anche ai dati personali, quali quelli sanitari<sup>33</sup>, dando luogo a un acceso dibattito sul rischio di discriminazione, oltre che al rischio di violazione del diritto alla protezione dei propri dati personali. Sebbene in Europa non sia espressamente previsto il diritto a non essere discriminati, questo profilo sta oggi assumendo crescente importanza proprio in considerazione dell'impatto delle nuove tecnologie sui diritti delle persone, in termini di nuove vulnerabilità.

In sintesi, sul punto: la forza di tali metodi di punteggio dell'IA – vale a dire la varietà di dati alternativi – è allo stesso tempo la loro debolezza. Se non abbiamo a che fare con dati finanziari standardizzati ma, ad esempio, con i dati raccolti dai *social network*, la suscettibilità agli errori è maggiore.

Un altro punto debole deriva dalla visione retrospettiva dei modelli. I dati con cui l'IA viene "addestrata" (cioè in base ai quali vengono sviluppate le relative correlazioni) rappresentano necessariamente il passato e ne deducono il futuro. Se alcune variabili sono state particolarmente significative in passato (come il sesso o la razza), l'IA attribuirà un peso maggiore a queste rispetto ad altre. Si tratta del cosiddetto «pregiudizio storico». Il suggerimento di eliminare la variabile inadeguata (ad esempio, il genere) spesso non aiuta, perché l'IA non solo avrà dato maggiore peso ad essa (dunque al genere), ma anche alle variabili che lo correlano.

---

<sup>32</sup> Si veda anche S. KELLY, M. MIRPOURIAN, *Algorithmic Bias, Financial Inclusion, and Gender*, 2021, in [www.womensworldbanking.org](http://www.womensworldbanking.org).

<sup>33</sup> Cfr. C.K. ODINET, *Fintech credit and the financial risk of AI*, in *Iowa Legal Studies Research Paper No. 2021-39*, <https://ssrn.com>

A rendere ancor più complesso il contesto, vi è la cifra caratteristica del *FinTech* che è costituita dalla possibile disintermediazione delle banche e degli intermediari tradizionali, per lasciare spazio a piattaforme di *marketplace lending* o di *social peer to peer lending*. Si tratta perciò di capire come operano le nuove catene del valore e quali soggetti assumano un ruolo rilevante nel processo di valutazione creditizia<sup>34</sup>.

Ulteriore elemento da considerare con attenzione critica è, infine, il rischio che deriva dal crescente ricorso all'*outsourcing* a società di servizi specializzate, cui gli intermediari si rivolgono per gestire i sistemi tecnologici di cui si avvalgono, il che può rendere ancora più complicato assicurare i diritti sopra richiamati<sup>35</sup>. In questo caso, forse, sarebbe opportuno fare rientrare anche i *providers* tecnologici nell'orbita della vigilanza delle Autorità di controllo<sup>36</sup>.

---

<sup>34</sup> Su tutti questi aspetti si rinvia a L. AMMANNATI, G.L. GRECO, *op. cit.*, 291 ss. e bibliografia ivi contenuta.

<sup>35</sup> Il tema è rilevante al punto che sia la normativa settoriale nelle Linee Guida Eba specificamente dedicate all'*outsourcing* (Eba, 25 febbraio 2019, Orientamenti in materia di esternalizzazione, EBA/GL/2019/02), sia la proposta sull'intelligenza artificiale sia, da ultimo, dal Regolamento UE 2022/2254 (Dora) relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario, se ne occupano. Questo rischio di gestione dell'impresa, se mal governato, può anche assumere potenziale rilevanza sistemica perché la "dipendenza da terze parti" può dare luogo a rischi di concentrazione di carattere orizzontale se molti operatori dello stesso settore si avvalgono di uno stesso fornitore di tecnologia avanzata. Qui il rischio è, cioè, "di contagio": se la *compliance* fosse inadeguata per un'impresa potrebbe esserlo per tutte quelle che si avvalgono dello stesso *software*. Sul tema v. M. RABITTI, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *RegTech e SupTech, RegTech e SupTech*, in *Intelligenza artificiale e diritto: una rivoluzione?* a cura di A. Pajno, F. Donati A. Perrucci, V. III, *Proprietà intellettuale, società e finanza*, in *Astrid*, 2022, 451ss. Più specifico è il richiamo alle Linee Guida di BCE *Fintech Banks*, del marzo 2018 che prevedono adempimenti specifici per le Fintech Banks che si avvalgono di tecnologia. Nonostante l'attenzione sul tema, ancora una volta però non vengono fornite indicazioni chiare su quali tipologie di dati e modelli di valutazione dovrebbero essere preferibilmente utilizzati nell'attività di *credit scoring*.

<sup>36</sup> Questa sembra, peraltro, essere la strada intrapresa dal Regolamento Dora ma anche dalla Proposta di Regolamento sull'intelligenza artificiale AI, che attribuisce alle *Autorities* di settore la competenza a vigilare anche sul rispetto degli obblighi imposti per i sistemi ad alto rischio, quando sono utilizzati nell'ambito delle attività di *Fintech e Regtech* degli intermediari.

Infine, un rischio più generale è quello di evitare un appiattimento degli organi di amministrazione rispetto alle raccomandazioni formulate dall'intelligenza artificiale “consulente” nel processo di valutazione di merito creditizio. In questo quadro assume centrale rilevanza anche la motivazione a supporto delle decisioni assunte seguendo l'intelligenza artificiale o discostandosi dalla stessa<sup>37</sup>.

#### 4. *Trasparenza e spiegabilità come obiettivi della regolazione*

Sul piano normativo, vale la pena sin d'ora richiamare la Proposta di Direttiva inerenti i crediti ai consumatori del 2021<sup>38</sup>, al fine di tutelare i debitori da pratiche irresponsabili in materia di concessione di prestiti e sovraindebitamento, prevede che la valutazione del merito creditizio debba tener conto anche delle informazioni pertinenti, accurate, necessarie e proporzionate sul reddito, sulle spese e sulla situazione economica e finanziaria del consumatore<sup>39</sup>.

La rilevanza di questa Proposta è duplice: da un lato ammette la possibilità di ricorrere a dati “alternativi”, stabilendo però limiti in base alla natura “sensibile” dei dati, in linea con le indicazioni del GDPR; dall'altro lato individua anche gli strumenti di tutela per il consumatore.

Con riguardo al primo profilo, infatti, permette al finanziatore di concedere credito a valle di una valutazione operata anche con un'ampia gamma di dati eterogenei, purché questi non provengano da *social network* e non attengano a dati sanitari. In questo modo si

---

<sup>37</sup> Sul tema si rimanda a N. ABRIANI, G. SCHNEIDER, *Adeguatezza degli assetti, controlli interni e intelligenza artificiale*, in *Trattato delle Società*, diretto da V. Donativi, Parte III, *Società e nuove tecnologie: Verso un Cyberdiritto societario*, Torino, 2022.

<sup>38</sup> Proposta di Direttiva del Parlamento europeo COM (2021) 347 final, 30 giugno 2021, 12. Tra l'altro per la prima volta essa include un'esplicita disposizione antidiscriminazione per quanto riguarda i consumatori legalmente residenti nell'UE in base alla nazionalità, luogo di residenza, sesso, razza, colore della pelle, origine etnica o sociale, caratteristiche genetiche, lingua, religione, credo, opinione politica o di qualsiasi altra natura, appartenenza a una minoranza nazionale, patrimonio, nascita, disabilità, età o orientamento sessuale.

<sup>39</sup> L. AMMANNATI, G.L. GRECO, *Il credit scoring intelligente*, in *La Finanza nell'età degli algoritmi*, a cura di A. Canepa, in corso di pubblicazione.

riduce anche il rischio evidenziato di discriminazioni connesse al tipo di informazioni che possono essere assunte specie dai *social network*. In relazione al secondo aspetto, la Proposta dovrebbe prevedere che quando le valutazioni del merito creditizio si basano su un trattamento automatizzato, compresa la profilazione, i consumatori hanno il diritto di chiedere e *ottenere l'intervento umano del creditore e una spiegazione significativa* della valutazione del merito creditizio, nonché di esprimere il proprio punto di vista e *contestare* tale valutazione<sup>40</sup>.

In sintesi, si definiscono così gli strumenti di tutela dei consumatori: supervisione umana; diritto alla spiegazione della scelta finale; diritto a contestare la decisione.

In misura meno forte, già oggi l'art. 120-*undecies* del TUB comma 5 sul credito immobiliare al consumatore prevede un diritto del consumatore ad essere informato qualora il rifiuto della sua domanda di credito immobiliare sia stato basato sull'utilizzo di forme di *Algorithmic Credit Scoring*.

Infine, anche l'art. 15 del GDPR inerente il diritto di accesso dell'interessato, sancisce il diritto alle informazioni circa "l'esistenza di un processo decisionale automatizzato, compresa la profilazione [...] e, almeno in tali casi, *informazioni significative sulla logica utilizzata, nonché l'importanza e le conseguenze previste di tale trattamento per l'interessato*". La norma va letta con l'art. 13 e attraverso il prisma dell'art. 22 del GDPR, da taluno considerato fondante un *Right to explanation* in capo agli interessati<sup>41</sup>. Vi è chi al riguardo ha osservato che la richiesta di "informazioni significative sulla logica utilizzata" implica un obbligo degli intermediari a fornire spiegazioni ai richiedenti cosiddette "locali", ovvero inclusive del dettaglio delle

---

<sup>40</sup> L'art. 18 della Proposta relativa ai crediti al consumo Bruxelles, 30.6.2021 COM(2021) 347 final, impone al creditore o al fornitore di servizi credito tramite *crowdfunding* di valutare la capacità del consumatore di rimborsare il credito, tenendo conto dell'interesse del consumatore e sulla base di informazioni necessarie e proporzionate sui redditi e sulle spese del consumatore e su altre circostanze finanziarie ed economiche, senza eccedere quanto strettamente necessario ai fini di tale valutazione.

<sup>41</sup> Per un approfondimento si rinvia a A. DAVOLA, *op. cit.*, 180 ss.

principali variabili che hanno contribuito a determinare lo specifico punteggio<sup>42</sup>.

Su un piano diverso non costituendo fonte normativa, val la pena di menzionare anche interessanti Linee Guida sul *Credit Scoring* predisposte dal *World Bank Group* nel 2019<sup>43</sup> che raccomandano, in primo luogo, l'introduzione di un regime giuridico per disciplinare e fornire orientamenti specifici ai fornitori di servizi di credito. Inoltre, richiedono che i finanziatori siano in grado di spiegare ai consumatori le decisioni di prestito prese sulla base del *credit scoring* e di chiarire agli organismi di regolamentazione il modo in cui il *credit scoring* è incorporato nei loro processi e la logica implicata nel suo funzionamento. L'attenzione non dovrebbe tuttavia concentrarsi sulla divulgazione diretta o indiretta dell'algoritmo, ma sulla logica alla base della decisione sul rischio di credito.

Le Linee Guida suggeriscono che la legislazione prenda in considerazione la possibilità di fornire agli interessati una via per richiedere una revisione delle decisioni che sono state completamente automatizzate e una correzione dei dati imprecisi sottostanti (se ciò ha comportato l'impatto sul loro punteggio di credito). È inoltre raccomandata la trasparenza nei confronti dei consumatori in merito al processo di raccolta dei dati.

##### 5. *Il nodo critico dell'enforcement*

Il rischio più concreto è, forse, sul piano dell'*enforcement*, non essendo i rimedi previsti contro la violazione del diritto alla trasparenza, all'informazione e alla contestazione né ancora effettivamente disciplinati dal legislatore né, soprattutto, facilmente azionabili.

L'ineffettività dei rimedi può connettersi, ad esempio, all'opacità che può contraddistinguere l'attività svolta dall'intelligenza artificiale in alcuni casi<sup>44</sup>. La questione si pone, pur nell'estrema

---

<sup>42</sup> AA.VV. *Intelligenza artificiale nel credit scoring. Analisi di alcune esperienze nel sistema finanziario italiano*, cit., 25. In dottrina si rinvia ancora a A. DAVOLA, *op. cit.*, 184 ss.

<sup>43</sup> World Bank Group, *Credit Scoring approaches Guidelines*, 2019, XI.

<sup>44</sup> Secondo L. AMMANNATI, G.L. GRECO, *Piattaforme digitali, algoritmi e big data: il caso del credit scoring*, cit., 300, "la necessità di rafforzare l'*accountability*

varietà delle applicazioni dell'intelligenza artificiale, nel momento in cui forme di "intelligenza artificiale" forniscono prestazioni incontrollabili sia dagli sviluppatori sia dagli utilizzatori, in quanto provviste di autonomia e capacità di apprendimento indipendente, senza alcuna trasparenza (*black box*)<sup>45</sup>. In altri termini, alcuni algoritmi, per le caratteristiche di opacità e complessità che li caratterizzano, specie se riconducibili a meccanismi di *machine learning* e di *deep learning*, non sono controllabili dall'uomo né sono suscettibili di essere spiegati all'esterno<sup>46</sup>.

Sotto questo profilo, il fatto che difficilmente si possa spiegare come l'algoritmo *machine learning* sia giunto all'*output*, può dunque comportare anche una paralisi nella possibilità di esercitare alcuni diritti che sono invece previsti dal GDPR, dall'art. 120

---

dell'algoritmo e dei meccanismi di machine learning ha come fine prioritario quello di accrescere la fiducia dei consumatori nella correttezza delle decisioni. Sarebbe quindi richiedere una regolazione finalizzata alla trasparenza".

<sup>45</sup> F. PASQUALE, *The Black Box Society: The Secret Algorithms That Control Money and Information*, Harvard University Press, 2016. Tale problema, che trova sintesi nell'espressione "black box" e a cui cerca di rispondere il ramo fiorentino del cd. "explainable AI", è dovuto al meccanismo che alcuni sistemi basati sul metodo dell'apprendimento automatico (soprattutto il *deep learning*) seguono per consegnare l'*output* più efficace per gli obiettivi impartiti. Il processo muove dalla ricerca, all'interno dei dati forniti, di una regolarità statistica, una correlazione, dei pattern, dei modelli di ricorrenza, che consentano di estrarre informazioni predittive funzionali all'effetto richiesto. È «un processo analitico iterativo», che permette al sistema di progredire, generare in un ciclo continuo nuovi modelli sulla base dei dati di *feedback*, così da adeguare, modificare, perfezionare in modo autonomo le proprie azioni, in termini non sempre prevedibili, ma sempre funzionali. L'opacità che si riscontra in questi sistemi si riconnette alla difficoltà di ricostruire, conoscere, interpretare le associazioni, le correlazioni e i collegamenti probabilistici che, in quanto «statisticamente efficaci», si sono creati nelle reti neurali. Ne consegue la difficoltà di comprendere il processo generativo della decisione. Nella nostra dottrina, si rinvia ancora a A. DAVOLA, *op. cit.*, 185.

<sup>46</sup> Altro tema a questo strettamente connesso è che la complessità, la connettività, la vulnerabilità, la capacità di modifica mediante aggiornamenti, l'autoapprendimento e la potenziale autonomia dei sistemi di IA, come pure la potenziale pluralità degli attori coinvolti nel processo, possono rendere difficile stabilire regime e criteri di imputazione delle responsabilità. Il regime della responsabilità è infatti ancora il profilo meno disciplinato a livello di normativa europea.

*undecies* TUB e in futuro anche dalla Proposta di Direttiva relativa ai crediti al consumo, con riguardo ai requisiti di trasparenza.

Tutto ciò rischia di vanificare la portata delle tutele previste in termini di trasparenza e di possibilità di spiegazione delle decisioni assunte dall'intermediario in punto di merito di credito.

Allo stato, la via intrapresa per contrastare questo rischio si traduce in un rafforzato obbligo di migliorare l'efficienza dei processi, nonché nell'obbligo di rafforzare, e istituire se necessario, nuovi presidi per governare i rischi di opacità. In altri termini, la risposta è soprattutto sul piano della *compliance* come strumento di prevenzione dei rischi tipici dell'impresa<sup>47</sup>.

Si osserva in dottrina che se l'assenza di trasparenza è una caratteristica intrinseca degli algoritmi di *machine learning*, per evitare risultati opachi è necessario che “gli sviluppatori si orientino a promuovere strumenti tecnici che consentano di testare e controllare i sistemi algoritmici e i processi decisionali”<sup>48</sup>. Il principio del *human oversight* dovrebbe poi portare a rafforzare i doveri di monitoraggio continuo e di prevenzione dei rischi connessi all'uso di tecnologie avanzate. Ne consegue, anche sul piano della *governance*, una maggiore responsabilizzazione degli amministratori degli intermediari finanziari a considerare, già sul piano strategico, le scelte tecnologiche da adottare anche nella prospettiva della sana e prudente gestione.

---

<sup>47</sup> Si fa qui riferimento all'accezione di *compliance* come *funzione*, cioè processo organizzativo volto a minimizzare i rischi legali o reputazionali collegati al mancato rispetto di leggi o norme, anche di autodisciplina, anche per promuovere un comportamento razionale, efficiente ed eticamente corretto. Funzione di *compliance* implica lo svolgimento di un'attività volta a dare una risposta sistematica e preventiva al rischio di comportamenti dell'impresa non conformi alle norme. In questo senso, A.A. DOLMETTA, *Funzione di compliance e vigilanza bancaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, II, 125 ss.

<sup>48</sup> L. AMMANNATI, G.L. GRECO, *Il credit scoring “intelligente”*. Si veda anche *World Bank Group, Credit scoring Approaches Guidelines*, cit., che sul punto raccomandano che i modelli di *credit scoring*, sviluppati utilizzando tecniche sia tradizionali che innovative, siano soggetti a un efficace quadro di *governance* che consideri, ma non sia limitato a, la gestione del rischio del modello, compresa la solidità concettuale del modello.

6. *Il credit scoring nella Proposta di Regolamento sull'intelligenza artificiale e nella normativa settoriale: un difficile coordinamento*

Il legislatore europeo, attualmente impegnato a disciplinare l'intelligenza artificiale, (Proposta di Regolamento AI ACT, nella versione della Proposta del 21 aprile 2021), intende includere il *credit scoring* tra i sistemi di IA cosiddetti “ad alto rischio”.

Recependo le criticità da più parti<sup>49</sup> sollevate relativamente alla equità di decisioni in materia di accesso al credito condotte per mezzo dello strumento tecnologico, la proposta di Regolamento mette infatti in luce come sistemi di IA “utilizzati per valutare il merito di credito o l'affidabilità creditizia delle persone fisiche” possa “portare alla discriminazione di persone o gruppi e perpetuare modelli storici di discriminazione, ad esempio in base all'origine razziale o etnica, alle disabilità, all'età o all'orientamento sessuale, o dar vita a nuove forme di effetti discriminatori”<sup>50</sup>.

Il regime applicabile è pertanto quello previsto per tutti i sistemi ad alto rischio, che si traduce, ancora una volta, in una *compliance* stringente imposta a chi voglia avvalersi della tecnologia avanzata. La Proposta di Regolamento stabilisce che i sistemi ad alto rischio possono essere prodotti o utilizzati solo se rispettano requisiti imposti in materia di sistema di gestione dei rischi; dati e governance dei dati; documentazione tecnica; *trasparenza* e fornitura di informazioni agli utenti, *supervisione umana*, robustezza accuratezza e sicurezza. Gli utenti devono essere messi in condizione di interpretare i risultati del sistema e usarli in modo appropriato.

Come osservato dalla Banca Centrale Europea nel parere del 29 dicembre 2021 relativo alla proposta in questione<sup>51</sup>, in base alla definizione data dall'Allegato III, ricadrebbero nella qualifica di sistema IA ad alto rischio numerose attività connesse al *credit scoring*,

---

<sup>49</sup> H. AGGARWAL, *Machine Learning, Big Data and the Regulation of Consumer Credit Markets: The Case of Algorithmic Credit Scoring*, in H. AGGARWAL, H. EIDENMÜLLER, L. ENRIQUES, J. PAYNE, K. VAN ZWIETEN (ed.) *Autonomous Systems and the Law*, Monaco di Baviera, Beck, 2019, 37-45.

<sup>50</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che stabilisce regole armonizzate sull'intelligenza artificiale (legge sull'intelligenza artificiale) e modifica alcuni atti legislativi dell'Unione*, cit., considerando 37.

<sup>51</sup> BCE, *Opinion of the Central Bank of 29 December 2021 on a Proposal for a Regulation Laying Down Harmonised Rules on Artificial Intelligence*, cit., 8.

quale il *targeting* delle acquisizioni per il marketing, la modellazione delle riscossioni e i modelli standard di *credit scoring* quali, ad esempio, una *scorecard* che utilizza la regressione logistica, cioè un modello statistico utilizzato per la classificazione e l'analisi predittiva che stima la probabilità del verificarsi di un evento sulla base di uno specifico data set di variabili indipendenti<sup>52</sup>. Ne consegue che “ai sensi della proposta di regolamento, la maggior parte delle attività di *credit scoring* che utilizzano sistemi di IA sarebbe automaticamente soggetta ai requisiti minimi orizzontali imposti ai sistemi di IA ad alto rischio”<sup>53</sup>.

La stessa BCE, tuttavia, ha però criticamente rilevato l'insufficienza dei requisiti di trasparenza posti dalla Proposta di Regolamento per i sistemi ad alto rischio per il *credit scoring* raccomandando, in chiave macroprudenziale, l'emanazione di requisiti più specifici relativi alle modalità di formazione dei criteri usati ai fini della determinazione del punteggio di credito degli utenti. In particolare, questi requisiti aggiuntivi dovrebbero prevedere l'accesso alle informazioni sulla struttura e il funzionamento del modello di *scoring*<sup>54</sup>.

La BCE ha poi indicato l'opportunità di un espresso riconoscimento dell'applicabilità della disciplina settoriale nel caso dell'esternalizzazione delle funzioni di *credit scoring*, rispetto alle quali le linee guida emanate dall'EBA sarebbero più stringenti e quindi più adeguate alle esigenze di tutela del settore. In questo senso si orienta ora anche lo studio di Banca d'Italia secondo cui “non essendo previste

---

<sup>52</sup> Cf. EUROPEAN BANKING FEDERATION, *EBF Position Paper on the EC Proposal for a Regulation Laying Down Harmonised Rules on Artificial Intelligence (Artificial Intelligence Act)*, 27 settembre 2021, 6-7, [https://www.ebf.eu/wp-content/uploads/2021/10/EBF\\_045345-EBF-Position-Paper-on-AI-Act-proposal.pdf](https://www.ebf.eu/wp-content/uploads/2021/10/EBF_045345-EBF-Position-Paper-on-AI-Act-proposal.pdf)

ove si richiede una specificazione di quali sistemi di *credit scoring* siano ricompresi nei sistemi di intelligenza artificiale ad alto rischio ai sensi della proposta di regolamento sull'intelligenza artificiale.

<sup>53</sup> Per migliorare la chiarezza nelle aspettative in materia di vigilanza e in linea con l'approccio neutrale rispetto alla tecnologia della BCE, si suggerisce che i sistemi di IA destinati a essere utilizzati per valutare l'affidabilità creditizia delle persone fisiche o stabilire il loro merito di credito e che fungono da leva sull'uso autonomo di regressioni lineari o logistiche o di alberi decisionali sotto la supervisione umana non vengano classificati come sistemi di IA ad alto rischio, *ogni volta che l'impatto di tali approcci sulla valutazione dell'affidabilità creditizia o del merito di credito delle persone fisiche sia minimo*”.

<sup>54</sup> BCE, *Opinion of the Central Bank of 29 December 2021 on a Proposal for a Regulation Laying Down Harmonised Rules on Artificial Intelligence*, cit., 8.

prescrizioni specifiche, valgono le previsioni generali sull'efficacia dei meccanismi di governo, gestione e controllo del rischio contenute nella normativa di vigilanza e, per le banche, nelle EBA Guidelines su concessione e monitoraggio del credito; in caso di modelli di ML utilizzati ai fini del calcolo dei requisiti patrimoniali, viene in rilievo la regolamentazione specifica sugli stessi. Anche in assenza di prescrizioni specifiche per i modelli AI-ML, la compiuta applicazione dei principi generali contenuti nelle norme dovrebbe consentire di mitigare larga parte dei rischi specifici di tali modelli<sup>55</sup>. Ad ulteriore conferma di ciò, l'EBF ha osservato come le pratiche di *credit scoring* automatizzato siano già soggette alla "ordinaria disciplina prudenziale delle banche e ai requisiti stabiliti in materia di identificazione, monitoraggio e gestione dei rischi"<sup>56</sup>, traendone come conseguenza che il *credit scoring*, se effettuato da soggetti vigilati, non dovrebbe essere disciplinato dalla Proposta europea AI Act, ma dalla disciplina settoriale.

Quanto si è fin qui detto mostra con evidenza la difficoltà di combinare regole orizzontali e verticali e dimostra anche che vi è

---

<sup>55</sup> Nel documento studio promosso da Banca d'Italia (AA.VV. *Intelligenza artificiale nel credit scoring. Analisi di alcune esperienze nel sistema finanziario italiano*, cit.) si segnala l'esigenza che l'intermediario disponga di "un processo per vagliare i dati immessi nel modello di previsione che contempli una valutazione dell'accuratezza, completezza e pertinenza dei dati" (art. 174 CRR). Di rilievo anche il richiamo all'esigenza che l'intermediario combini "il modello statistico con la valutazione e la revisione umana in modo da verificare le assegnazioni effettuate in base al modello e da assicurare che i modelli siano utilizzati in modo appropriato". L'intento è che l'intermediario sia in condizioni di scoprire e limitare gli errori derivanti da carenze del modello. In relazione alla tematica dei dati, è rilevante quanto si richiede in tema di documentazione dei sistemi di rating (art. 175 CRR): la stessa deve in ogni caso assicurare "una descrizione dettagliata della teoria, delle ipotesi e delle basi matematiche ed empiriche su cui si fonda l'assegnazione delle stime a classi, singoli debitori, esposizioni o aggregati, nonché le fonti dei dati, una o più, utilizzate per costruire il modello". Con riferimento al tema dei modelli forniti da terze parti si ribadisce poi l'esigenza che i principi relativi alla documentazione dei sistemi di rating siano in ogni caso soddisfatti anche ove il fornitore "rifiuti o limiti l'accesso dell'ente ad informazioni relative alla metodologia di tale sistema di rating o modello, o ai dati di base utilizzati per elaborare tale metodologia o modello, vantando un diritto di proprietà su tali informazioni".

<sup>56</sup> EUROPEAN BANKING FEDERATION, *EBF Position Paper on the EC Proposal for a Regulation Laying Down Harmonised Rules on Artificial Intelligence (Artificial Intelligence Act)*, cit., 6-7.

concretamente il rischio che i regimi applicabili siano diversi a seconda che ad avvalersi di *credit scoring* algoritmico sia un ente vigilato o una piattaforma che non ricade nell'orbita della supervisione.

La questione è ancora oggetto di discussione a livello europeo e non troverà soluzione almeno finché non verrà approvata in modo definitivo la Proposta di Regolamento sull'intelligenza artificiale. Proprio al fine di mitigare i rischi di sovrapposizioni regolatorie, già ora si prevede nella Proposta di regolamento, seppur solo a livello di Considerando, la possibilità di derogare ad alcuni requisiti sanciti per i sistemi ad alto rischio, quali quelli “in relazione al sistema di gestione della qualità dei fornitori e all'obbligo di monitoraggio imposto agli utenti”<sup>57</sup>, quando i medesimi sistemi siano utilizzati da enti creditizi già soggetti alla direttiva UE 2013/36 sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento.

In conclusione, sembra abbastanza probabile che le autorità di vigilanza bancaria emaneranno regole e orientamenti specifici sul tema; tuttavia, queste regole non si applicheranno ai non bancari con la conseguenza che anche i supervisor dell'IA dovranno intervenire con le proprie regole e standard. Il coordinamento tra queste discipline sarà dunque, in prospettiva, sfidante e necessario.

#### *7. Credit scoring algoritmico e principio di prestito responsabile. Considerazioni finali su un problema aperto*

Quanto si è fin qui detto ci consente di svolgere alcune considerazioni finali che, tuttavia, non possono davvero dirsi conclusive visto che il problema della valutazione di rischio di credito con intelligenza artificiale si inizia ora a porre nel nostro ordinamento.

L'indagine condotta e pubblicata sul *Paper* di Banca d'Italia più volte richiamato ha infatti evidenziato che, allo stato, i modelli di *credit scoring* con intelligenza artificiale, pur presenti e in espansione, non sono ancora largamente diffusi e, quando utilizzati,

---

<sup>57</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che stabilisce regole armonizzate sull'intelligenza artificiale (legge sull'intelligenza artificiale) e modifica alcuni atti legislativi dell'Unione, cit.*, considerando 80.

si nutrono per lo più di dati di natura finanziaria, derivanti da fonti interne o da fornitori di *analytics*, di dati estratti dal conto corrente e da *open banking*, e solo marginalmente da dati provenienti dal *web*. Tuttavia, la stessa indagine ha rilevato che diversi intermediari intervistati hanno dichiarato di avere in futuro intenzione di ridurre progressivamente l'intervento umano all'interno del processo di concessione e che intendono sfruttare dati alternativi per selezionare in maniera più accurata e inclusiva la clientela.

Questo cambiamento si inserisce in un processo più generale di trasformazione digitale dell'attività di impresa che è in corso, e che riguarda perciò anche i modelli interni delle banche di *valutazione di rischio di credito* che dovranno essere adattati al sistema di IA in concreto utilizzato in modo da essere *compliant* con la normativa settoriale e, nei limiti di compatibilità con la normativa sui sistemi di IA ad alto rischio una volta che sarà approvata. Dunque, si tratta per ora di ragionamento prospettico.

Declinando il principio di sana e prudente gestione nella direzione indicata dalla giurisprudenza e dalla dottrina, si può però ritenere, in base a quanto fin qui illustrato, che il finanziatore che si avvalga di *credit scoring* “intelligente” sia tenuto ad osservare le regole di condotta idonee a tutelare sia l'interesse economico ad avere il prestito; sia quello – speculare – a evitare il sovraindebitamento del consumatore<sup>58</sup> sia, infine, l'interesse a non essere discriminati dall'intelligenza artificiale.

Ciò appare in linea con quanto, in via generale, ha osservato la migliore dottrina: “posta la stretta derivazione del dovere di corretta valutazione del merito creditizio dal principio di sana e prudente gestione – sembra altresì evidente che, sotto il profilo funzionale, la prescrizione del detto dovere è inteso al perseguimento di una

---

<sup>58</sup> Se si guarda all'interesse protetto, si può ritenere che l'obiettivo dell'IA ACT è dichiaratamente quello di evitare che il *credit scoring* algoritmico comporti una discriminazione e dunque una lesione a un diritto fondamentale della persona a cui verrebbe precluso l'accesso alle risorse finanziarie o a servizi essenziali quali l'alloggio, l'elettricità e i servizi di telecomunicazione; laddove, invece, nel credito al consumo obiettivo è mitigare il rischio di sovraindebitamento del consumatore.

serie articolata di interessi, tra cui anche (e con primaria dignità) quello di protezione del cliente”<sup>59</sup>.

Per individuare le regole di condotta concretamente rilevanti, può essere utile ricordare il principio di sana e prudente gestione con un ulteriore principio o clausola generale che sembra assumere progressivamente valenza sistematica.

Il riferimento è al principio del prestito responsabile<sup>60</sup> – che è stato definito come un sintagma che sta ad indicare la rispondenza del finanziamento all’interesse materiale (e concreto) del consumatore che fa da substrato all’operazione<sup>61</sup> – il quale conforma l’attività di impresa, rafforzando sia gli obblighi del finanziatore in termini di correttezza e trasparenza sia l’obbligo di assumere informazioni adeguate come richiesto ai fini della valutazione del merito creditizio<sup>62</sup>. Ne conseguono obblighi di

---

<sup>59</sup> A.A. DOLMETTA, *Valutazione del merito creditizio e diligenza del finanziatore*, cit. 1582.

<sup>60</sup> Su cui, tra gli altri, vedi G. PIEPOLI, *Sovraindebitamento e credito responsabile*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, I, 38 ss.; G. FALCONE, *Prestito responsabile e valutazione del merito creditizio*, in *Giur. Comm.*, II, 2017, 161 ss.; M. FRANCHI, *Il ruolo del merito creditizio nella rinnovata disciplina in tema di composizione della crisi da sovraindebitamento: la chiusura di un cerchio*, cit., 516; F. MATTASSOGLIO, *Innovazione tecnologica*, cit., 49 secondo cui con tale espressione ci si riferisce all’obbligo imposto al creditore di stimare preventivamente il merito creditizio e la solvibilità del potenziale futuro debitore, al fine di individuare il contratto di finanziamento più idoneo alla luce delle sue esigenze nonché della sua situazione patrimoniale e finanziaria.

<sup>61</sup> In questi termini, S. PAGLIANTINI, *Statuto dell’informazione e prestito responsabile nella Direttiva 17/2014/UE (sui contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali)*, in *Contr. Impr. Eur.*, 2014, 532.

<sup>62</sup> Scrive G. BIFERALI, *La sanzione per violazione dell’obbligo di valutare il merito creditizio del consumatore*, in *Giust. civ.*, 2022, 4: “L’art. 8 della direttiva sul credito al consumo n. 48/2008 costituisce una tappa del lungo e travagliato percorso della figura del «prestito responsabile», delineata nella Proposta di direttiva all’art. 9. Il «prestito responsabile», quale strumento di salvaguardia dei creditori e dei consumatori, costituiva infatti il perno sul quale ruotava la disciplina in tema di credito ai consumatori contenuta nella suddetta Proposta, al fine di tutelare l’interesse generale ad evitare l’eccessivo indebitamento. Tuttavia, in sede di stesura della direttiva, il legislatore europeo ha ridimensionato la portata del prestito responsabile e vi ha fatto richiamo solo nel considerando 26, in cui si prevede che i finanziatori non debbano concedere «prestiti in modo irresponsabile». Secondo i principi del «prestito responsabile», il finanziatore dovrebbe comportarsi da «buon creditore» e, nell’erogare il credito, dovrebbe agire con prudenza, valutando preventivamente il

protezione della clientela che possono essere adempiuti solo con una valutazione di carattere *individuale* del merito creditizio<sup>63</sup>.

Se, infatti, l'emersione normativa della valutazione di merito creditizio importa una diretta incidenza sui rapporti con la clientela, anche la sua fase prodromica – quale quella del *credit scoring* – deve essere idonea a garantire un'attenzione adeguata alle peculiarità degli stessi e alle esigenze di protezione del singolo soggetto finanziato<sup>64</sup>. Ne consegue che, per essere diligentemente

---

merito creditizio e la solvibilità del consumatore al fine di scegliere l'operazione più adeguata alla situazione economica finanziaria dello stesso, proteggendolo così dall'insolvenza. Inoltre, tali principi impongono di consultare le banche dati centralizzate e di esaminare le risposte fornite dal consumatore alle domande per individuare le relative capacità patrimoniali e reddituali. In tal senso si introduce un regime di corresponsabilità di finanziatore e di consumatore e, di conseguenza, si tende a restringere l'ambito di operatività del principio di autoresponsabilità del consumatore stesso. Sebbene l'art. 8 della direttiva si limiti a disciplinare solo l'obbligo del finanziatore di verificare la solvibilità del consumatore, il richiamo al prestito responsabile nel considerando 26 fa presumere che la *ratio* sottesa a tale obbligo di verifica sia tutelare il mercato del credito e il consumatore da finanziamenti c.d. irresponsabili”.

<sup>63</sup> M. FRANCHI, *Il ruolo del merito creditizio nella rinnovata disciplina in tema di composizione della crisi da sovraindebitamento: la chiusura di un cerchio*, cit., 511 e spec. 516 in cui si afferma che il legislatore europeo sembra aver imposto al soggetto contrattualmente più forte un obbligo legato alla valutazione di *credit scoring* “susceptibile di produrre (quantomeno) un ulteriore ampliamento/irrigidimento dello standard di diligenza professionale richiesto” (...). E al riguardo può richiamarsi l'art. 18 comma 5 della direttiva 2014 che deve ritenersi esprimere l'affermazione nel sistema di un principio di prestito responsabile e che, pur non avendo avuto letterale trasposizione nel testo unico bancario, pare suscettibile di trovare comunque copertura nell'art. 120-*septies* T.U.B., secondo cui il finanziatore è tenuto a comportarsi «con diligenza, correttezza, e trasparenza, tenendo conto dei diritti e degli interessi dei consumatori»”.

<sup>64</sup> Si richiama anche F. MATTASSOGLIO, *op. ult. cit.*, 53 che richiama l'art. 124 *bis* TUB, affermando che: “L'unica vera portata innovativa dell'art. 124-bis consiste, semmai, esclusivamente nell'aver formalizzato l'obbligo di procedere a una «“valutazione individuale”» del merito creditizio, intesa come capacità di rimborso del prestito, di ciascun singolo richiedente. In quest'ottica, la norma si pone pertanto l'obiettivo di contrastare la prassi di procedure di scoring eccessivamente standardizzate o, addirittura, quella di erogare credito in assenza di alcuna valutazione, di cui si è già dato conto in precedenza.

svolta, l'attività del finanziatore non può esaurirsi in un processo *standardizzato* di *credit scoring*<sup>65</sup>.

In questa prospettiva, il *credit scoring* assistito da IA potrebbe, per le sue caratteristiche tecnologiche, essere invece in grado di trasformare in modo efficiente il processo standardizzato in un processo di valutazione individuale e personalizzato, seppur pur sempre automatizzato. Si è visto, infatti, che se il modello tradizionale di *credit scoring* usa solo i dati più economico-finanziari e quindi ha un angolo cieco nella visione, questo metodo “combinato” di valutazione che considera sia *Hard* sia *Soft Data*, può offrire una visione molto più ampia e puntuale dell'affidabilità del richiedente, così concorrendo positivamente a garantire al finanziatore la disponibilità di “informazioni adeguate”, che sono, come si è detto, il presupposto per la corretta valutazione del merito creditizio, che è certo attività più complessa.

Il principio del prestito responsabile può operare anche come limite esterno nella definizione dell'algoritmo del modello di *credit scoring machine learning* potendosi forse, già in fase di costruzione dell'algoritmo, stabilire di utilizzare i set di dati in modo da essere sin dall'origine coerenti con il dato legislativo: si deve trattare di dati utili e necessari all'impresa per svolgere in modo efficiente la valutazione di rischio di credito anche nell'ottica di tutela degli *stakeholders*.

Lo stesso principio può essere posto a fondamento dell'obbligo del finanziatore di predisporre tutte quelle cautele e presidi indicati dalla normativa settoriale e da quella di carattere orizzontale (*in fieri*) al fine di effettuare correttamente la valutazione di merito creditizio<sup>66</sup>. Ad esempio, ad esso può essere ricondotto l'obbligo di prevenire e monitorare il rischio di *bias* dell'IA e di opacità del processo. Perché questo passaggio si compia fisiologicamente è necessario che i modelli di intelligenza artificiale vengano accompagnati da un certo grado di “spiegabilità”, se non altro sulla logica degli

---

<sup>65</sup> G. FALCONE, “*Prestito responsabile*” e valutazione del merito creditizio, cit., 151; G. PIEPOLI, *Sovraindebitamento e credito responsabile*, cit., 40 ss.

<sup>66</sup> In prospettiva comparatistica sul tema v. N. VARDI, *Creditworthiness and ‘Responsible Credit’*. A comparative Study of EU and US Law, nella collana *Comparative Law in Global Perspective*, Volume: 02/2022, passim.

algoritmi<sup>67</sup>. Le decisioni devono essere informate e ci deve essere il cosiddetto “*human in the loop oversight*”; deve essere garantito un certo grado di trasparenza per cui le persone devono quanto meno sapere che la decisione è assunta interagendo con l’intelligenza artificiale; deve essere rafforzato il regime di *accountability*<sup>68</sup>. Solo così, peraltro, si può scongiurare il rischio di un “appiattimento” dell’impresa finanziatrice e dei suoi organi di gestione sulle scelte operate dall’intelligenza artificiale.

Se si riconosce al concetto di *prestito responsabile* una portata operativa ampia, esso potrebbe, infine, fare anche da cerniera tra la prospettiva privatistica e quella pubblicistica.

Nella prospettiva più tradizionale della sana e prudente gestione dell’impresa, ad esempio, il prestito responsabile rileva indirettamente per la vigilanza prudenziale sulle condotte che si discostino dai requisiti imposti da norme e regole tecniche. Come è stato detto in dottrina, “con una formula di sintesi si può plausibilmente discorrere di una regola prudenziale nella quale la trasparenza e l’adeguatezza del prestito, in un’economia incentrata sul debito, sono dei presidii, secondo un’ottica di *precautionary approach*, al perseguimento di quell’interesse generale sotteso a politiche di efficiente contrasto a situazioni di *market failure*”<sup>69</sup>.

Al riguardo, le Linee Guida EBA sul monitoraggio del credito prevedono espressamente che: “Nell’ambito delle politiche e procedure relative al rischio di credito e sulla base della strategia di gestione del rischio di credito, *gli enti dovrebbero anche tenere conto dei principi di concessione responsabile dei prestiti*”.

Inoltre, con specifico rilievo ai fini del discorso che si va conducendo, si afferma che nelle “procedure relative al rischio di credito riguardanti l’assunzione di decisioni sul credito e le valutazioni del merito creditizio, gli enti dovrebbero inoltre *specificare*

---

<sup>67</sup> Vedi anche World Bank Group, *Credit Scoring approaches Guidelines*, cit., 25 ss.

<sup>68</sup> Per una prospettiva molto interdisciplinare si veda, N. BUSSMANN, P. GIUDICI, D. MARINELLI, J. PAPENBROK, *Explainable machine learning in credit risk management*, 30 giugno 2020, consultabile in <https://ssrn.com/>

<sup>69</sup> S. PAGLIANTINI, *Statuto dell’informazione e prestito responsabile nella direttiva 17/2014/UE (sui contratti di credito ai consumatori relativi ai beni immobili residenziali)*, in *Contr. Impr. Eur.*, 2014, 337.

*l'uso di eventuali modelli automatizzati nella valutazione del merito creditizio* e nei processi decisionali in materia di credito in un modo che sia adeguato all'entità, alla natura e alla complessità della linea di credito e ai tipi di mutuatari. In particolare, gli enti dovrebbero definire adeguati dispositivi di governance per l'elaborazione e l'uso di tali modelli e per la gestione del rischio di modello ad essi associato, e, per gli aspetti legati al rischio di modello, degli orientamenti ABE sulle procedure e sulle metodologie comuni per il processo di revisione e valutazione prudenziale (SREP)".

In conclusione, principi e clausole generali<sup>70</sup>, quali il prestito responsabile e per certi aspetti anche la sana e prudente gestione possono in questa fase di transizione tecnologica guidare regolatori e interpreti verso un *credit scoring machine learning* non pregiudizievole degli interessi dei aspiranti al credito, dando una linfa concreta agli obblighi del finanziatore e ai diritti del finanziato, in linea con gli obiettivi del legislatore europeo e italiano e compatibili con un uso etico, ispirato a valori europei, dell'intelligenza artificiale.

---

<sup>70</sup> Sul tema del rapporto tra clausole generali e principi si rinvia, per tutti, a V. VELLUZZI, *Le clausole generali*, Milano, 2010, 74 ss. Non si può poi non citare L. MENGONI, *I principi generali del diritto e la scienza giuridica*, in *I principi generali del diritto*, Atti del Convegno linceo, Roma, 27-29 maggio 1991, Roma, 1992, 317 ss.



## **Il modello standard di fideiussione del costruttore (d.m. 125/2022)**

**SOMMARIO:** 1. In generale sulla fideiussione fornita dal costruttore. – 2. Rapporto tra fideiussione e privilegio speciale ex art. 2775 bis c.c.– 3. La natura giuridica della garanzia. – 4. Il contenuto della fideiussione. – 5. Difformità della fideiussione dal Modello standard. – 6. Regime transitorio.

### *1. In generale sulla fideiussione fornita dal costruttore.*

L'art. 2 del d. lgs. 122/2005, relativo al contratto che abbia come finalità il trasferimento non immediato della proprietà o di altro diritto reale di godimento su di un immobile da costruire, stipulato tra un costruttore nell'esercizio d'impresa e una persona fisica, prevede il rilascio di una fideiussione a favore dell'acquirente<sup>1</sup>. Il contenuto della

---

<sup>1</sup> Cfr. in generale A. LUMINOSO, *La tutela degli acquirenti di immobili da costruire* (D. Lgs. 20 giugno 2005, n. 122). Appendice *La compravendita*, IV ed., Torino, 2005; G. PETRELLI, *Gli acquisti degli immobili da costruire*, Milano, 2005; G. PETRELLI, *Tutela di acquirente di immobile da costruire: le novità del D. Lgs. n. 14/2019*, in *Notariato*, 2019, III, 355 ss.; G. PETRELLI, *Il contenuto minimo dei contratti aventi ad oggetto immobili da costruire*, in *Riv. dir. civ.*, 2006, II, 287 ss.; L. LUPI, *La garanzia fideiussoria alla luce del decreto legislativo 20 giugno 2005 n. 122*, in *Vita notar.*, 2006, III, 1619 ss.; F. D'AMBROSIO, *Fideiussione e vincoli di contenuto negli immobili da costruire*, in *Contratti*, 2006, VI, 605 ss.; ID., *Tutela degli acquirenti di immobili da costruire e fallimento*, in *Nuova giur. comm.*, 2006, II, 171 ss.; G. VETTORI, *La tutela dell'acquirente di immobili da costruire: soggetti, oggetto, atti*, in *Obbligazioni e contratti*, 2006, 105 ss.; F. ALCARO, *Il sistema delle garanzie nella nuova disciplina a tutela degli acquirenti di immobili da costruire (d.lgs. n. 122/2005)*, *ivi*, 487 ss.; A. LUMINOSO, *L'acquisto di immobili da costruire e i presupposti delle nuove tutele legali*, in *Rivista Giuridica Sarda*, 2006, 191 ss.; G. FINOCCHIARO, *Le forme di tutela degli acquirenti degli immobili da costruire nelle esecuzioni individuale e concorsuale*, in *Rassegna delle locazioni e del condominio*, 2006, 123 ss.; C. CARUSO, *La fideiussione a garanzia del pagamento del prezzo di acquisto dell'immobile*, *in ivi*, 135 ss.; A. PAOLINI e A. RUOTOLO, *Prime considerazioni sulla bozza di decreto legislativo in tema di tutela degli acquirenti di immobili da costruire o in corso di costruzione*, *Studio del CNN n. 5691/C*; G. RIZZI, *La nuova disciplina di tutela dell'acquirente di immobile da costruire*, in *Notariato*, 2005, 433 ss.; S. TONDO, *Tutela per gli acquirenti di immobili da costruire*, in *Riv. not.*, 2006, 1249 ss.; G. PALERMO, *La tutela dei diritti patrimoniali degli acquirenti di immobili da costruire*, in *Giust. civ.*, 2008, 319 ss.; R.

fideiussione è in parte previsto dall'art. 3 del d.lgs. 122/2005<sup>2</sup> e in parte dal decreto Min. Giustizia del 6 giugno 2022, n. 125 (pubblicato nella G.U. del 24 agosto 2022).

Merita ricordare che quel contratto deve essere stipulato in forma autentica a pena di nullità, come dispone l'art. 6 del medesimo decreto, nel testo modificato dal d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14 (c.c.i.i.). Inoltre l'ambito oggettivo della normativa riguarda gli immobili per i quali sia stato richiesto il permesso di costruire, o sia stata presentata una pratica in sostituzione del permesso, e la cui costruzione non risulti essere stata ultimata versando in stadio tale da non consentire ancora il rilascio del

---

TRIOLA, *Vendita di immobili da costruire e tutela dell'acquirente, dopo il d. leg. 20 giugno 2005 n. 122*, Milano, 2005; P. MAZZAMUTO, *L'acquisto di immobili da costruire*, Padova, 2007; S. CARDARELLI, *L'acquisto di immobili da costruire o in corso di costruzione*, Milano, 2009; E. M. SIRONI, *Immobili da costruire: le nuove tutele degli acquirenti dopo il D.Lgs. n. 14/2019*, in *Notariato*, 2019, 630 ss.

<sup>2</sup> Il citato art. 3 contiene le seguenti disposizioni:

*La fideiussione è rilasciata da una banca o da un'impresa esercente le assicurazioni; essa deve garantire, nel caso in cui il costruttore incorra in una situazione di crisi di cui al comma 2 o, nel caso di inadempimento all'obbligo assicurativo di cui all'articolo 4, la restituzione delle somme e del valore di ogni altro eventuale corrispettivo effettivamente riscossi e dei relativi interessi legali maturati fino al momento in cui la predetta situazione si è verificata.*

*La fideiussione deve prevedere la rinuncia al beneficio della preventiva escussione del debitore principale di cui all'articolo 1944, secondo comma, del codice civile e deve essere escutibile, verificatesi le condizioni di cui al comma 3, a richiesta scritta dell'acquirente, corredata da idonea documentazione comprovante l'ammontare delle somme e il valore di ogni altro eventuale corrispettivo che complessivamente il costruttore ha riscosso, da inviarsi al domicilio indicato dal fideiussore a mezzo di lettera raccomandata con avviso di ricevimento.*

*Il mancato pagamento del premio o della commissione non è opponibile all'acquirente.*

*Il fideiussore è tenuto a pagare l'importo dovuto entro il termine di trenta giorni dalla data di ricevimento della richiesta di cui al comma 1. Qualora la restituzione degli importi oggetto di fideiussione non sia eseguita entro il suddetto termine, il fideiussore è tenuto a rimborsare all'acquirente le spese da quest'ultimo effettivamente sostenute e strettamente necessarie per conseguire la detta restituzione, oltre i relativi interessi.*

*L'efficacia della fideiussione cessa nel momento in cui il fideiussore riceve dal costruttore o da un altro dei contraenti copia dell'atto di trasferimento della proprietà o di altro diritto reale di godimento sull'immobile o dell'atto definitivo di assegnazione il quale contenga la menzione di cui all'articolo 4, comma 1-*quater*.*

certificato di agibilità. Non vi rientrano quindi le unità immobiliari contrattate “sulla carta”<sup>3</sup>.

La legge aggiunge che la garanzia deve essere rilasciata da un’impresa autorizzata all’esercizio dell’attività bancaria o da un’impresa di assicurazioni autorizzata all’esercizio del ramo cauzioni.

Sempre l’art. 3 impone che la fideiussione sia “di importo corrispondente alle somme e al valore di ogni altro eventuale corrispettivo che il costruttore ha riscosso e, secondo i termini e le modalità stabilite nel contratto, deve ancora riscuotere dall’acquirente prima del trasferimento della proprietà o di altro diritto reale di godimento”<sup>4</sup>. L’indicazione di ogni altro corrispettivo ricevuto dal costruttore consente di garantire con la fideiussione anche il valore del terreno edificabile trasferito dal privato al costruttore in una permuta tra la proprietà dell’area edificabile e l’assunzione dell’obbligazione di alienare un alloggio compreso nell’edificio da costruire sul terreno stesso<sup>5</sup>.

---

<sup>3</sup> La limitazione di tutela, esclusa per un compratore “sulla carta” prima della richiesta del titolo edilizio, non è irragionevole: C. cost. 19 febbraio 2018, n. 32, in *Giurisprudenza costituzionale*, 2018, 1435 ss.; v. pure Cass. 10 marzo 2011, n. 5749, in *Nuova giur. comm.*, 2011, I, 952 ss., con nota di U. STEFINI, *L’applicazione della normativa di tutela degli acquirenti di immobili da costruire, e il problema degli immobili per i quali non sia stato ancora richiesto il permesso di costruire*, in *Nuova giur. comm.*, 2011, 955 ss.; con nota di G. CARADONNA, *Validi i preliminari di immobili “sulla carta” ma senza le tutele del D.Lgs. n. 122/2005*, in *Giur. it.*, 2011, 2277 ss., e con nota di G. LIOTTI, *La Suprema Corte si pronuncia sui requisiti di validità del preliminare di vendita “sulla carta”*, in *Notariato*, 2011, 383 ss.; Trib. Monza 10 maggio 2014, in *Contratti*, 2014, 696 s.

<sup>4</sup> L’art. 3 aggiunge che sono escluse dalla copertura della fideiussione “le somme per le quali è pattuito che debbano essere erogate da un soggetto mutuante, nonché i contributi pubblici già assistiti da autonoma garanzia”: la regola non interessa l’erogazione all’acquirente di un mutuo al momento del trasferimento della proprietà, con il quale pagare una frazione del prezzo pattuito, perché in tale caso la fideiussione si estingue, ma interessa le somme erogate e versate al costruttore dal mutuante prima dell’atto di trasferimento, in genere garantite dall’iscrizione di ipoteca sull’edificio in costruzione nell’eccezionale ipotesi disciplinata dall’art. 2825 *bis* c.c.

<sup>5</sup> Cfr. G. BARALIS, *Considerazioni sparse sul decreto delegato conseguente alla l. n. 210 del 2004; spunti in tema di: varietà di contratti “garantiti”, prestazione di fideiussione “impropria”, riflessi sulla trascrizione, contenuto “necessario” del contratto, invalidità speciale e sue conseguenze*, in *Riv. not.*, 2005, 723 ss.; C. M. D’ARRIGO, *La tutela contrattuale degli acquirenti di immobili da costruire*, in *Riv. not.*, 2006, I, 933, e da ultimo M. CISTARO, *Permuta tra terreno edificabile ed*

In caso di modifiche al contratto, sempre assoggettate al requisito formale dell'atto autentico a pena di nullità, che comportino variazioni degli elementi della garanzia, il costruttore deve consegnare una nuova fideiussione. In particolare l'aggiunta del versamento di un acconto non previsto in origine dal contratto obbliga il costruttore a fornire una nuova fideiussione, che assorbe e supera la precedente, oppure a fornire un'integrazione della garanzia già consegnata<sup>6</sup>. L'inadempimento provoca la nullità (relativa) della modifica contrattuale, cosicché l'acquirente può attenersi all'iniziale regolamento pattizio, ma non comporta la nullità (relativa) del contratto originario.

Ancora l'art. 3 chiarisce che la fideiussione può essere consegnata all'acquirente all'atto della stipula del contratto obbligatorio ovvero in un momento precedente (il che pare difficilmente armonizzabile con la prassi delle compagnie di assicurazione, perché la garanzia andrebbe emessa a favore di un determinato beneficiario, il c.d. acquirente, prima della formazione di un qualunque vincolo contrattuale con il costruttore). Peraltro la consegna successiva alla stipulazione del contratto esplica, per così dire, efficacia sanante. Infatti la giurisprudenza di legittimità ha deciso che in questo caso la proposizione della domanda di nullità di un contratto preliminare per mancata consegna della fideiussione, senza che nelle more si sia manifestata l'insolvenza del promittente venditore ovvero che risulti altrimenti pregiudicato l'interesse del promissario acquirente alla cui tutela è preposta la nullità relativa, costituisce abuso del diritto e non può essere accolta<sup>7</sup>.

---

*immobile da costruire: operano le garanzie ex D.Lgs. n. 122/2005?*, in *Immobili e proprietà*, 2021, 557 ss.

<sup>6</sup> Cfr. G. BARALIS, *op. cit.*, 741.

<sup>7</sup> Il principio di diritto è fissato da Cass., 22 novembre 2019, n. 30555; esso è approvata da Cass., 18 settembre 2020, n. 19510, in *Corr. Giur.*, 2021, 786 ss., con nota di L. MEZZASOMA, *La nullità di protezione tra violazione di obblighi di legge e abuso del diritto*, che osserva non trattarsi di convalida del contratto nullo, mancando una specifica norma di legge, come richiesto dall'art. 1423 c.c., ma di applicazione dei "principi di buona fede nell'esecuzione del contratto, al fine di evitare che lo strumento si presti a forme di abuso, che consentano al promittente acquirente di sciogliersi dal vincolo contrattuale con il pretesto del mancato rilascio della fideiussione" (nel caso viene accolta la domanda perché la fideiussione, consegnata dopo la stipula del contratto, era comunque di ammontare insufficiente); per converso Cass., 12 luglio 2022, n. 21966, in *Contratti*, 2022, 629 ss., con nota di D. BALBINO,

L'art. 6, co. 1, lett g, d.lgs. 122/2005 richiede l'indicazione nel preliminare degli estremi della fideiussione e l'attestazione della sua conformità al Modello approvato con d.m. 125/2022<sup>8</sup>. In caso di mancata consegna della fideiussione, oppure di non conformità della fideiussione al modello standard, l'art. 3 commina la nullità del contratto, che può essere fatta valere unicamente dall'acquirente. La scelta della nullità relativa, che colpisce l'intero contratto, peraltro viene criticata perché non rappresenta un'effettiva protezione dell'acquirente, ma anzi potrebbe avvantaggiare il costruttore, che si trova libero dal vincolo e obbligato a restituire gli acconti già incassati senza alcuna garanzia per la controparte<sup>9</sup>.

Ancora in termini generali va osservato che la disciplina posta dal d.lgs. 122/2005 è specificamente rivolta alla tutela dell'acquirente dell'immobile da costruire, come risulta dalla sanzione apprestata dalla legge, consistente nella nullità relativa del contratto. Questo profilo consente di riconoscere alla fideiussione in esame un carattere di specialità rispetto alla figura generale della fideiussione disciplinata dal codice civile, che invece persegue l'obiettivo di tutelare la posizione del garante<sup>10</sup>. Infatti il d.m. 125/2022 contiene una Sezione I del Modello

---

*L'abuso del diritto nella disciplina a tutela degli acquirenti di immobili da costruire, giudica che è proponibile l'azione di nullità se prima della consegna tardiva della fideiussione si è verificata una situazione di crisi prevista dalla legge (nel caso concreto, dove l'immobile non era stato ultimato, la concessione da parte del costruttore di ipoteca volontaria sull'immobile promesso e il pignoramento subito su altri immobili non rientrano tra le situazioni di crisi e sul punto dovrà giudicare la corte di rinvio). Entrambe le regole sono proposte da S. PAGLIANTINI, *I tratti diafani della nullità contrattuale in Cassazione: a proposito della rinuncia preventiva al gravame e di nullità parziale ope iudicis*, in *Contratti*, 2012, 848 s.*

<sup>8</sup> La norma non specifica che l'attestazione di conformità deve provenire dal notaio che riceve l'atto pubblico o autentica le sottoscrizioni della scrittura privata autenticata: poiché l'attività e le competenze notarili sono tassative e previste dalla legge, ne deriva che l'attestazione è riferibile soltanto alle parti. In caso di difformità il notaio è responsabile verso l'acquirente per gli eventuali danni da lui subiti per inadempimento agli obblighi di informazione gravanti sul professionista.

<sup>9</sup> Cfr. G. D'AMICO, *La vendita immobiliare (un ventennio di interventi normativi)*, in *Contratti*, 2017, 87 ss.; in tema v. anche M.C. PAGLIETTI, *La nullità della vendita di immobili da costruire per mancata prestazione della garanzia fideiussoria*, in *Riv. dir. priv.*, 2007, 101 ss.

<sup>10</sup> Osservazione di F. MACARIO, *Il contenuto della garanzia fideiussoria ex D.lgs. 122/2005 e le conseguenze della sua incompletezza ed erroneità*, in *AA.VV.*, *Tutela*

con regole derogabili solo in senso più favorevole all'acquirente. Pertanto l'applicazione delle norme del codice civile richiede di accertare la compatibilità con questa *ratio* sottostante: ad esempio è sicuramente inapplicabile l'art. 1941, comma 2, c.c. che consente la fideiussione per una parte soltanto del debito.

I presupposti di escussione della garanzia sono due, tra loro alternativi:

- i) il caso in cui il costruttore incorra in una situazione di crisi, che si verifica, secondo la legge, in una delle seguenti ipotesi: trascrizione di un pignoramento relativo all'immobile oggetto del contratto; pubblicazione della sentenza dichiarativa del fallimento o del provvedimento di liquidazione coatta amministrativa relativi al costruttore; presentazione della domanda di ammissione alla procedura di concordato preventivo del costruttore; pubblicazione della sentenza che dichiara lo stato di insolvenza o, se anteriore, del decreto che dispone la liquidazione coatta amministrativa o l'amministrazione straordinaria del costruttore;

- ii) il caso di inadempimento da parte del costruttore all'obbligo assicurativo previsto dall'art. 4 d. lgs. 122/2005, cioè di fornire all'acquirente in sede di atto definitivo l'assicurazione decennale postuma, conforme al modello standard (approvato con d.m. 20 luglio 2022, n. 154, in G.U. del 21 ottobre 2022, n. 247): peraltro l'escussione qui presuppone l'esercizio del recesso da parte dell'acquirente, in quanto la consapevole stipulazione dell'atto traslativo da parte sua in assenza di consegna dell'assicurazione decennale costituisce rinuncia ad avvalersi della fideiussione<sup>11</sup>.

Quindi la fideiussione non copre altri inadempimenti contrattuali del costruttore, quali il ritardo nell'adempimento oppure la consegna di un fabbricato diverso da quanto promesso oppure addirittura la responsabilità derivante dalla vendita a un terzo che trascriva il proprio

---

*dell'acquirente degli immobili da costruire: applicazione del D.Lgs. 122/2005 e prospettive*, in *I quaderni della Fondazione Italiana del Notariato*, 2006, 109 ss.

<sup>11</sup> Il che non equivale alla rinuncia a ricevere la fideiussione, posto che i diritti attribuiti dal d.lgs. 122/2005 all'acquirente non possono essere oggetto di rinuncia e che ogni clausola contraria è nulla e deve intendersi come non apposta (art. 5, comma 1 bis): v. R. CALANDRINO, *L'irrinunciabilità delle tutele dell'acquirente di immobili da costruire, la garanzia fideiussoria e la polizza assicurativa*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2015, 66 ss.

acquisto prima della trascrizione del contratto obbligatorio a favore dell'acquirente. Il che lascia alquanto perplessi sull'efficacia di questa garanzia<sup>12</sup>.

Inoltre appare incoerente includere tra le situazioni di crisi la trascrizione di un pignoramento dell'immobile oggetto di contratto da parte di un creditore del costruttore<sup>13</sup>: poiché il contratto, stipulato in forma autentica, viene sempre trascritto *ex art. 2645 bis c.c.* con effetto di prenotazione, il pignoramento è inopponibile all'acquirente che perfezioni e trascriva il proprio atto di acquisto definitivo<sup>14</sup>. Invece anche in questo caso la legge concede all'acquirente il diritto di recedere dal contratto ed escutere la fideiussione, con il possibile esito di un pignoramento pretestuoso fatto da un terzo allo scopo di permettere all'acquirente il recesso, assicurandogli in tal maniera una sorta di facoltà di ripensamento.

## *2. Rapporto tra fideiussione e privilegio speciale ex art. 2775 bis c.c.*

L'acquirente dell'immobile in costruzione, quando sia applicabile il d. lgs. 122/2005, si trova garantito in duplice modo: dalla fideiussione imposta dalla normativa in esame e dal privilegio speciale disposto dall'art. 2775 *bis c.c.* È opportuno rilevare che vi sono due differenze tra i crediti garantiti dalla fideiussione e quelli garantiti dal privilegio speciale sull'immobile (che ha natura giuridica di privilegio iscrizionale in quanto condizionato alla trascrizione del contratto obbligatorio<sup>15</sup>) a

---

<sup>12</sup> Cfr. G.A. CHIESI, *Immobili da costruire: acquirenti tutelati ... ma non troppo?*, in *Immobili e proprietà*, 2018, 421 ss., anche con riferimento al promissario acquirente di immobile per il quale non sia ancora stato richiesto il titolo abilitativo.

<sup>13</sup> Parimenti incoerente è la mancata previsione, quale situazione di crisi, dell'iscrizione da parte di un terzo di un'ipoteca giudiziale sull'immobile, che comunque sarebbe inopponibile all'acquirente.

<sup>14</sup> La ragione di tale incoerenza deriva dall'evoluzione storica: sino al 2019 il d.lgs. si applicava anche ai contratti stipulati mediante scrittura privata non autenticata; con la modifica dell'art. 6 ad opera del c.c.i.i., come sopra indicato nel testo, ormai il contratto riveste la forma autentica a pena di nullità e deve essere trascritto ai fini previsti dall'art. 2645 *bis c.c.*

<sup>15</sup> Favorevoli all'idea del privilegio iscrizionale v. per tutti G. TUCCI, *Trascrizione del contratto preliminare e privilegio a tutela dei crediti del promissario acquirente*, in *Riv. critica dir. priv.*, 1997, 179 ss.; A. CHIANALE, *Trascrizione del contratto preliminare e trasferimento della proprietà*, Torino, 1998, 49 ss.; G. TUCCI, *Conflitto tra privilegio del credito del promissario acquirente per mancata esecuzione del*

favore del creditore dell'obbligazione traslativa. Infatti il privilegio non copre soltanto le somme già versate, ma anche crediti ulteriori: si menzionano in particolare il pagamento del doppio della caparra dovuto dal costruttore, il pagamento di eventuali penali poste a suo carico, il rimborso di spese anche giudiziali<sup>16</sup>. D'altra parte il privilegio speciale consegue necessariamente all'inadempimento del costruttore (indicato nell'art. 2775 *bis* c.c. come "mancata esecuzione") con risoluzione del contratto. Diversamente la fideiussione in esame può essere escussa anche in talune ipotesi di recesso dell'acquirente previste dalla legge, che non mettono in gioco le regole sull'inadempimento: il recesso in caso di mancata consegna all'atto traslativo della polizza decennale (all'art. 4, comma 1 *ter*, d. lgs. 122/2005 e art. 5, comma 3, Modello), provato dalla relativa attestazione notarile, senza che l'atto sia comunque stipulato, e il recesso in caso di trascrizione di un pignoramento sull'immobile (art. 5, comma 1, Modello)<sup>17</sup>.

---

*contratto preliminare e ipoteche iscritte prima della trascrizione del preliminare medesimo*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2001, II, 476 ss.; G. GABRIELLI, *La pubblicità immobiliare del contratto preliminare*, in *Riv. dir. civ.*, 1997, 552 ss.; F. GAZZONI, *Trascrizione del preliminare di vendita immobiliare e obbligo di dare*, in *Riv. not.*, 1997, 30 ss.; da ultimo A. PATTI, *I privilegi*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano, 2003, 102 ss.; la soluzione è accolta da Cass., Sez. un., 1° ottobre 2009, n. 21045, tra l'altro in *Rass. dir. civ.*, 2010, 21045, con nota di D. DI SABATO, *Il privilegio del promissario acquirente versus le ipoteche iscritte prima della trascrizione del preliminare*, e in *Giur. it.*, 2010, 797 ss., con nota di G. SICCHIERO, *L'ipoteca anteriore prevale sul privilegio ex art. 2725 bis c.c.: quando la giurisprudenza ha i piedi per terra*, che plaude alla capacità della Corte di ponderare le conseguenze delle possibili interpretazioni e di scegliere quella ottimale in termini di costi e benefici; essa è poi seguita da Cass., 16 marzo 2012, n. 4195, Cass., 9 gennaio 2013, n. 341, Cass., 30 luglio 2014, n. 17270, Cass., 17 agosto 2016, n. 17141, Cass., 19 dicembre 2016, n. 26102.

<sup>16</sup> In generale v. G. GABRIELLI, *La pubblicità immobiliare*, in *Tratt. Sacco*, Torino, 2012, 165; ancora in senso contrario, ma isolati, R. CALVO, *Contratto preliminare*, in *Comm. Schlesinger*, Milano, 2016, 35; P. VIRGADAMO, *Dei privilegi sopra gli immobili*, in *Comm. Schlesinger*, Milano, 2016, 173 ss., ripreso in ID., *Privilegi immobiliari, ipoteca e ordine delle garanzie*, in *Riv. dir. civ.*, 2018, II, 485 ss.; il privilegio non dovrebbe invece garantire l'acquirente per il risarcimento del danno: v. in tal senso F. GAZZONI, *Il contratto preliminare*, Torino, 3° ed., 2010, 182, per il quale il privilegio assiste soltanto i crediti correlati a clausole contrattuali rese pubbliche mediante la trascrizione; contrario G. SICCHIERO, *op. cit.*, 556 s.

<sup>17</sup> Non risulta quindi condivisibile l'opinione per la quale la fideiussione può essere escussa soltanto se il preliminare è ancora in vigore tra le parti, espressa da

Il differente raggio operativo di queste due garanzie, appena delineato, si riflette sulla surrogazione spettante al fideiussore che paga, prevista sia dagli artt. 1203 e 1949 c.c. come regola generale sia dall'art. 16 del modello standard di fideiussione approvato con il d.m. 125/2022. Infatti il fideiussore è surrogato di diritto soltanto nel credito restitutorio dell'acquirente, che egli ha effettivamente pagato, ma non anche negli altri crediti dell'acquirente che il fideiussore non garantisce. Pertanto il fideiussore può avvalersi del privilegio speciale soltanto nei limiti della surrogazione. Il che comporta un subingresso soltanto parziale nel privilegio speciale, che da un lato continua a garantire anche l'acquirente per i rimanenti crediti a lui spettanti in caso di inadempimento del costruttore, e d'altro lato si estingue se il fideiussore ha pagato a seguito del recesso contrattuale esercitato dall'acquirente come sopra ricordato. Nella prima ipotesi il fideiussore e l'acquirente concorrono sul ricavato dall'escussione del privilegio speciale in proporzione ai rispettivi crediti (arg. ex art. 2854 c.c.); nel secondo caso, in forza del principio di indivisibilità delle garanzie reali, che colpiscono il bene per intero anche per frazioni del credito inizialmente garantito, il fideiussore escute il privilegio sino alla completa soddisfazione per quanto pagato.

La natura iscrizionale del privilegio speciale, parallela all'efficacia costitutiva dell'iscrizione ipotecaria, consente l'applicazione estensiva dell'art. 2843 c.c. che prevede l'annotazione marginale delle vicende del credito. Se il pagamento con surrogazione viene documentato mediante un atto autentico il fideiussore è in grado di ottenere l'annotazione a proprio favore a margine della trascrizione del contratto produttivo dell'obbligazione traslativa in capo al costruttore. L'annotazione rileva in particolare per l'esecuzione della cancellazione della trascrizione del preliminare, contemplata dall'art. 2668 c.c.<sup>18</sup>: una volta eseguita l'annotazione l'acquirente non è più il soggetto (o l'unico

---

Cass., 29 agosto 2019, n. 21792, in *Notar.*, 2019, 648 s., per la quale l'art. 3, comma 3, d. lgs. 122/2005 cioè "la norma che determina quando e sulla base di quali presupposti è possibile escutere, fornisce, invero, un dettato incompatibile con la contraria soluzione che consente la escutibilità della garanzia a contratto già sciolto".

<sup>18</sup> Per l'effetto dell'annotazione, che non fornisce un criterio di opponibilità delle vicende sostanziale che essa documenta, v. A. CHIANALE, *L'ipoteca*, 4° ed., Assago, 2021, 123 ss.

soggetto, in caso di subingresso parziale del fideiussore) legittimato a prestare l'assenso alla cancellazione.

### 3. *La natura giuridica della garanzia*

Un problema di non agevole soluzione consiste nell'individuare la natura giuridica della garanzia consegnata dal costruttore all'acquirente.

Pare sicuro che non si tratta di una garanzia autonoma, nel senso fatto proprio dagli interpreti in relazione al contratto autonomo di garanzia<sup>19</sup>. Infatti manca il riferimento a una garanzia “a prima richiesta e senza eccezioni”, che costituisce indice tipico della presenza del contratto autonomo di garanzia<sup>20</sup>. Il richiamo dei principi stabiliti dalla legislazione vigente in materia di fideiussione, contenuto nell'art. 1 del d.m. 125/2022, conferma questa prima opzione interpretativa.

La garanzia rientra invece nel paradigma della fideiussione. Resta però da verificare se si tratti di ordinaria fideiussione oppure del sottotipo di fideiussione a prima richiesta, accomunate dall'accessorietà rispetto all'obbligazione garantita, pur con la verifica di compatibilità delle disposizioni del codice civile.

A sostegno della natura di fideiussione a prima richiesta potrebbero deporre la specialità sopra ricordata della disciplina di legge, che tutela il beneficiario anziché il garante, il divieto di prevedere il beneficio di escussione e lo stretto termine di pagamento imposto dalla legge al garante, pari a massimo trenta giorni dal ricevimento della richiesta<sup>21</sup>.

---

<sup>19</sup> Così già F. MACARIO, *op. cit.*

<sup>20</sup> Cfr. per l'orientamento più recente Cass., 3 novembre 2021, n. 31313: la S.C. ricorda che la fideiussione è volta a tutelare l'esatto adempimento della medesima obbligazione principale altrui, mentre il contratto autonomo di garanzia pone a carico del garante un'obbligazione autonoma e diversa, proprio perché non rivolta al pagamento del debito principale, quanto a indennizzare il creditore insoddisfatto mediante il tempestivo versamento di una somma di denaro predeterminata. La fideiussione del d.lgs. 122/2005 non impone al garante una prestazione diversa da quella cui è tenuto il costruttore, bensì impone il pagamento delle somme già riscosse o del valore del differente corrispettivo. Anzi, per Cass., 21 agosto 2020, n. 17553, nell'ambito delle garanzie personali costituisce elemento centrale nella qualificazione del contratto come garanzia autonoma non la clausola «a prima richiesta» ma l'inopponibilità da parte del garante delle eccezioni relative al rapporto principale.

<sup>21</sup> Per le fideiussioni a prima richiesta v. Cass., 9 agosto 2016, n. 16825.

In base al modello del *solve et repete* il garante sarebbe quindi tenuto a pagare quanto richiesto, salvo poi agire per la ripetizione dell'indebitato qualora si sia già verificata una causa di estinzione della fideiussione.

Sembra invece più persuasivo considerare la garanzia in esame quale ordinaria fideiussione, con contenuto in parte predeterminato dalla legge e suscettibile ovviamente di modifiche *in melius* a favore dell'acquirente<sup>22</sup>. Depongono in tal senso: il tenore letterale della normativa, che adopera soltanto il termine fideiussione e mai la coppia fideiussione o polizza fideiussoria; il richiamo all'art. 1938 c.c., per quanto di dubbia pertinenza; l'art. 1 d.m. 125/2022 che consente la deroga alle clausole ripetute nella Sezione II del Modello standard "fermi restando i principi stabiliti dalla legislazione vigente in materia di fideiussione".

La differenza di opzione interpretativa peraltro non incide sul profilo delle eccezioni opponibili dal fideiussore e attinenti al rapporto di garanzia. Su questo piano il fideiussore può in particolare sollevare l'eccezione di nullità della fideiussione, inclusa l'ipotesi di invalidità derivante dalla nullità (assoluta) del contratto che obbliga al trasferimento per assenza del requisito della forma autentica. Questa nullità infatti si riverbera sulla fideiussione provocandone parimenti la nullità a sensi dell'art. 1939 c.c. Coerentemente il Modello standard, nelle *Definizioni* considera che il rapporto garantito scaturisce dal contratto obbligatorio stipulato in forma autentica, così escludendo che la garanzia possa assistere un contratto nullo per difetto di tale requisito formale.

Inoltre il fideiussore sempre può sollevare le eccezioni relative alla documentazione presentata dall'acquirente per ottenere il pagamento. L'art. 6 Modello rende più specifica la disposizione dell'art. 3 d.lgs. 122/2005 (che si limita a prevedere la "*richiesta scritta dell'acquirente, corredata da idonea documentazione comprovante l'ammontare delle somme e il valore di ogni altro eventuale corrispettivo che complessivamente il costruttore ha riscosso, da inviarsi al domicilio*

---

<sup>22</sup> In tal senso v. F. ALCARO, *op. cit.*, 488 nt. 6; A. ZOPPINI, *La garanzia fideiussoria vista dall'angolo visuale del costruttore: costi, rischi e problemi*, in AA.VV., *La tutela degli acquirenti di immobili da costruire*, Padova, 2005, 119; F. GALLUZZO, *Tutela dell'acquirente di immobile da costruire: escutibilità della fideiussione bancaria rilasciata in assenza di recesso*, in *Giur. Comm.*, 2016, I, 365 ss.

*indicato dal fideiussore a mezzo di lettera raccomandata con avviso di ricevimento*”) e impone la richiesta scritta con raccomandata A.R. o posta elettronica certificata e l'allegazione alla richiesta della documentazione attestante i pagamenti fatti al costruttore e dell'ulteriore documentazione richiesta dallo stesso art. 6<sup>23</sup>. Poiché si tratta di oneri attinenti al rapporto di garanzia, il fideiussore può sempre farne eccezione: la regola, tra l'altro, opera anche in presenza di garanzie autonome, nelle quali non si applica l'accessorietà, come dimostra la disposizione dell'art. 1530, comma 2, c.c.

Invece la qualificazione della garanzia in esame come ordinaria fideiussione comporta che il garante può opporre all'acquirente le eccezioni che spettano al debitore principale in base al rapporto garantito (art. 1945 c.c.). Tra queste eccezioni spiccano l'avvenuta estinzione del debito restitutorio per avvenuto pagamento oppure per compensazione e l'avvenuta risoluzione – ad esempio per decorso del termine essenziale, per diffida ad adempiere o per attivazione della clausola risolutiva espressa – del contratto per inadempimento dell'acquirente (ad esempio mancato rispetto di pagamenti intermedi) con diritto del costruttore all'incameramento della caparra.

Inoltre il garante può eccepire la nullità del contratto obbligatorio, alla quale per regola generale consegue la nullità della fideiussione (art. 1939 c.c.). Qui il discorso diviene scivoloso, perché l'invalidità della fideiussione per nullità del contratto priva l'acquirente di una fondamentale tutela nella dinamica contrattuale. Se il contratto obbligatorio è radicalmente nullo per assenza della forma autentica, come già anticipato, la fideiussione eventualmente consegnata all'acquirente è anch'essa affetta da nullità e priva di efficacia. Se l'acquirente fa valere una causa di nullità relativa del contratto obbligatorio e poi si verifica un presupposto per l'escussione della garanzia, parimenti la fideiussione è inefficace. In particolare anche la nullità relativa del contratto chiesta dall'acquirente a causa di una

---

<sup>23</sup> In particolare viene richiesto di produrre al fideiussore la visura del Registro delle Imprese comprovante l'apertura della procedura concorsuale con attestazione del beneficiario, in forma di dichiarazione sostitutiva di atto notorio, di non aver ricevuto dalla procedura la comunicazione di subentro nel contratto; oppure l'attestazione del notaio di non aver ricevuto la polizza decennale postuma, insieme alla dichiarazione del beneficiario di recedere dal contratto.

fideiussione non conforme al Modello provoca il risultato – senz'altro paradossale – della perdita della garanzia.

Qualora si aderisse alla qualificazione della garanzia come fideiussione a prima richiesta la tutela dell'acquirente, in apparenza, sarebbe assicurata anche in caso di invalidità del contratto obbligatorio al quale essa accede. Però il meccanismo del *solve et repete* porrebbe comunque a carico dell'acquirente l'onere di attivare il proprio credito per la ripetizione dell'indebitato verso il costruttore, privo del privilegio speciale sull'immobile disposto dall'art. 2775 *bis* c.c. La nullità del contratto impedirebbe al garante di surrogarsi all'acquirente verso il costruttore.

Infine il fideiussore è liberato a sensi dell'art. 1955 c.c. se per fatto dell'acquirente, beneficiario della garanzia, non è più possibile la surrogazione nel credito e nelle sue garanzie. Ad esempio se la trascrizione del contratto obbligatorio è stata cancellata a seguito di assenso rilasciato dall'acquirente viene meno la formalità che condiziona la nascita e la permanenza del privilegio speciale *ex* art. 2775 *bis* c.c.<sup>24</sup>. In tale caso il fideiussore che paga all'acquirente si potrebbe surrogare nel credito di quest'ultimo senza la garanzia inizialmente rappresentata dal privilegio speciale.

#### 4. *Il contenuto della fideiussione*

Le disposizioni dell'art. 3 del d. lgs. 122/2005 sono ora integrate da quelle contenute nel d.m. 125/2022, che contiene la disciplina specifica del Modello standard di fideiussione. Secondo il d.m. essa si compone di due parti, il *testo standard* (Allegato A al d.m.) e la *scheda tecnica* (Allegato B) che riporta i dati di garante, contraente (il costruttore) e beneficiario (l'acquirente), la descrizione dell'immobile e del titolo edilizio, il prezzo totale pattuito, la data prevista del trasferimento della proprietà e l'importo complessivo garantito. Il testo del Modello prevede la sottoscrizione di garante, contraente e beneficiario; il testo della scheda tecnica menziona l'emissione in tre originali.

L'art. 6, co. 1, lett g, d.lgs. 122/2005 richiede che la fideiussione fornita dal costruttore sia “stipulata secondo il modello standard”: la norma va interpretata nel senso che viene richiesta la conformità

---

<sup>24</sup> Così G. BARALIS, *op. cit.*, 742.

sostanziale, non la pedissequa identità con il Modello. Cioè è necessario che il contenuto della fideiussione corrisponda alle clausole del Modello.

Ad esempio, la circostanza che il Modello standard accolga un testo trilaterale non significa che la fideiussione fornita dal costruttore sia un contratto plurilaterale, discostandosi dall'usuale struttura unilaterale della fideiussione codicistica. Il rilascio di garanzia mediante atto unilaterale è comunque legittimo, purché appunto le clausole del Modello siano rispettate. La firma del costruttore-contraente assume rilievo soltanto nell'ipotesi di deroghe al Modello peggiorative della sua posizione giuridica, in assenza di un contratto quadro che regolamenti il rilascio delle garanzie agli acquirenti.

Così anche l'indicazione del triplo originale appare davvero inutile: è necessario soltanto che il beneficiario riceva un originale della garanzia firmato dal fideiussore.

È ammessa la concessione di fideiussione da parte di più garanti anche con atti separati per quote distinte, ma le quote rilevano soltanto nei rapporti interni e i cofideiussori sono obbligati in solido (d.m. 125/2022). Pertanto non può essere previsto il beneficio della divisione di cui all'art. 1947 c.c. e la presenza di tale clausola rende non conforme la fideiussione al modello standard.

La fideiussione deve essere rilasciata senza franchigie a carico dell'acquirente-beneficiario (art. 1, comma 3, d.m. 125/2022).

Essa deve riportare "l'importo massimo complessivo garantito" (art. 2 d.lgs. 122/2005): la norma richiama l'art. 1938 c.c. sulla *fideiussione omnibus*. Ma va fatta una distinzione: la fideiussione consegnata *alla stipula* del contratto garantisce un credito eventuale ma certo nella sua quantificazione; la fideiussione consegnata *in un momento precedente* garantisce un credito futuro che ben potrebbe essere ancora incerto (se le parti non hanno ancora deciso i versamenti) e allora occorre far risultare il limite massimo ex art. 1938 c.c.

Gli "interessi legali" sono coperti dalla fideiussione, limitatamente a quelli che corrono dall'incasso del costruttore sino alla situazione di crisi o all'inadempimento dell'obbligo di consegnare la polizza decennale postuma (art. 3, comma 1, d.lgs. 122/2005 e d.m. 124/2022). In effetti la *ratio* della regola non è chiara: se si tratta della restituzione di caparre e acconti incassati dal costruttore, gli interessi legali dovrebbero decorrere dalla domanda dopo l'evento che fa sorgere

l'obbligazione restitutoria (artt. 1224 e 1284 c.c.). Comunque è precisato che gli "interessi legali" non vanno inclusi nell'importo massimo garantito (Modello, art. 3, co. 4).

Una regola di decisiva importanza riguarda la durata della fideiussione.

La garanzia, com'è logico, decorre dalla data di stipula del contratto obbligatorio: peraltro la decorrenza dalla data della sua emissione, se anteriore al contatto, rimane del tutto ininfluenza.

Merita attenzione invece la data di cessazione degli effetti della garanzia: essa opera sino a quando il fideiussore riceve copia dell'atto definitivo di trasferimento della proprietà dell'immobile (art. 3 comma 7, d. lgs. 122/2005, e art. 2, comma 2, del Modello). Il che appare incoerente con la natura accessoria della garanzia, che si estingue sempre al momento dell'estinzione dell'obbligazione garantita: con la stipula del contratto traslativo non può più sorgere un'obbligazione restitutoria del costruttore, né garantita dal privilegio speciale dell'art. 2775 *bis* c.c. né dalla fideiussione, e l'eventuale successiva risoluzione del contratto traslativo, ovvero la sua dichiarazione di nullità<sup>25</sup>, non attiva più questi meccanismi di garanzia delineati e predisposti dal legislatore soltanto per il creditore della prestazione traslativa. Infatti il Modello standard prevede che la fideiussione si estingue anche se l'acquirente accetta di stipulare l'atto di trasferimento della proprietà senza ricevere la polizza decennale postuma (Modello, art. 2, comma 3: atto stipulato "nonostante l'inadempimento all'obbligo assicurativo di cui all'articolo 4" del d. lgs. 122/2005).

In proposito la normativa indica anche il soggetto dal quale il garante riceve la copia dell'atto di trasferimento dell'immobile: il costruttore-contraente o l'acquirente-beneficiario, che sono tenuti a farne tempestiva trasmissione (art. 7, comma 2, Modello), oppure ogni altra parte del contratto (art. 3, d.lgs. 122 del 2005). L'interprete deve considerare queste menzioni del tutto prive di un vincolante contenuto precettivo: la copia può essere inviata al garante dal notaio che stipula l'atto traslativo, ovvero può essere ottenuta autonomamente dallo stesso

---

<sup>25</sup> Tenendo conto che la stipula del negozio traslativo priva l'acquirente dell'interesse ad agire per la nullità del contratto obbligatorio, salvo dimostrare in giudizio che la ragione unica o principale che ha indotto l'acquirente a stipulare il negozio traslativo è stata la convinzione della cogenza del contratto obbligatorio, con conseguente annullabilità di diritto di quello.

garante (es. mediante le visure presso la conservatoria dei registri immobiliari).

Ancora più incoerente con l'accessorietà della garanzia appare il tenore letterale sempre dell'art. 3 del d. lgs. 122/2005, laddove stabilisce che l'efficacia della fideiussione cessa quanto il garante riceve "copia dell'atto di trasferimento il quale contenga la *menzione* di cui all'articolo 4, comma 1-*quater*", cioè "la menzione degli estremi identificativi della polizza assicurativa e della sua conformità al decreto previsto dal comma 1-*bis*". Si tratta di una norma veramente barocca, che fa assurgere una menzione del contratto a presupposto di estinzione dell'efficacia della fideiussione. Come appena detto la stipulazione dell'atto traslativo è comunque causa di estinzione dell'obbligazione di garanzia: certamente la fideiussione perde efficacia anche se è stata consegnata all'acquirente una polizza decennale postuma conforme al relativo decreto, pur in assenza di tale menzione nell'atto.

In ogni caso da questa disciplina deriva che non è conforme al Modello una fideiussione con data di scadenza fissa, come appare anche dall'indicazione prevista per la Scheda tecnica del termine previsto per la stipulazione dell'atto traslativo<sup>26</sup>.

Le clausole della Sezione I del Modello non sono derogabili se non in favore dell'acquirente. Ne segue che non è ammesso il recesso del garante (così il Modello, art. 2 comma 4), che non è ammesso pattuire il beneficio della preventiva escussione del debitore principale (art. 3 d.lgs. 122/2005), che non sono ammesse clausole che prorogano il termine di 30 giorni dalla richiesta per il pagamento da parte del fideiussore previsto dall'art. 3, comma 6, d. lgs. 122/2005, che non sono ammesse clausole sull'opponibilità all'acquirente garantito del mancato pagamento del premio da parte del costruttore-contraente (art. 3, comma 5, d. lgs. 122/2005, e art. 9 Modello), che non è ammesso il beneficio della divisione in caso di cofideiussione. Per la verità il citato art. 3 d.lgs. 122/2005 richiede la rinuncia al beneficio della preventiva escussione del costruttore: ma si tratta di clausola inutile, in quanto l'art.

---

<sup>26</sup> Prima dell'emanazione del d.m. 125/2022 la fideiussione con scadenza a data fissa era considerata ammissibile. In caso di proroga della data di stipulazione dell'atto traslativo, non accompagnata da una parallela proroga della durata della fideiussione, Trib. Milano, 25 novembre 2015, in *Contratti*, 2017, 325 ss., con nota di I. MASPES, *Nullità sopravvenuta del preliminare di compravendita di un immobile da costruire*, ha dichiarato la nullità (relativa) sopravvenuta del contratto.

1944 c.c. subordina tale beneficio a un'espressa pattuizione. Ne segue che la mancata inclusione di tale rinuncia nella fideiussione è ininfluenza e si applica comunque la disciplina codicistica in base alla quale non opera il beneficio della preventiva escussione del debitore principale<sup>27</sup>.

Allo stesso modo sono inammissibili le clausole che rendono più gravosa per l'acquirente dell'immobile in costruzione la richiesta di pagamento, ad esempio richiedendo la produzione di maggiore documentazione rispetto a quella considerata nel Modello. Parimenti non è ammesso che l'obbligazione fideiussoria sia limitata soltanto ai pagamenti fatti dall'acquirente al costruttore, per i quali l'acquirente abbia adempiuto all'obbligo di comunicazione al garante previsto dall'art. 7, comma 1, Modello.

In particolare merita osservare che l'art. 16, comma 2, del Modello standard dispone: "Il Beneficiario fornirà al Garante tutti i documenti eventualmente necessari per il proficuo esperimento dell'azione verso il Contraente". La norma allude a documenti diversi da quelli che l'acquirente è tenuto a unire alla richiesta di pagamento inviata al fideiussore: ad esempio la copia conforme della nota di trascrizione del contratto obbligatorio, dalla quale dipende la nascita del privilegio speciale *ex art. 2775 bis c.c.* che può assistere il credito soddisfatto dal garante, e l'atto in forma autentica che attesta il pagamento con surrogazione, necessario per curare l'annotazione marginale di cui all'art. 2843 c.c. (v. *supra*). La produzione di questa ulteriore documentazione non può essere considerata dal garante quale condizione per il pagamento, una volta che la richiesta avanzata dall'acquirente-beneficiario accluda i documenti – e soltanto quelli – previsti dall'art. 6 del Modello standard.

Però il contratto obbligatorio ben potrebbe determinare modalità specifiche di pagamento degli acconti da versare prima dell'atto traslativo (ad es. soltanto bonifici bancari, con esclusione quindi del rilascio di assegni bancari o postali e di ogni altra modalità di pagamento tracciabile). Il costruttore potrebbe essere tenuto, in base ai propri rapporti contrattuali con una banca finanziatrice, alla c.d. canalizzazione dei pagamenti mediante bonifici eseguiti a favore di un determinato conto corrente; l'acquirente potrebbe allora accettare tale

---

<sup>27</sup> Cfr. R. CALANDRINO, *op. cit.*, 87.

limitazione in sede di contratto obbligatorio. La fideiussione ben può riportare la medesima limitazione, quale condizione per il pagamento, perché in tal caso essa segue il contenuto del contratto tra costruttore e acquirente.

La Sezione II del Modello standard contiene poche regole derogabili, fermi i principi di legge in materia di fideiussione. Considerando che l'unica regola di tale Sezione attinente alla garanzia è contenuta nell'art. 16, che prevede la surrogazione e la rivalsa del garante<sup>28</sup>, si può dedurre che il testo della garanzia non può escludere i rimedi tipici della surrogazione e del regresso, perché altrimenti non vengono rispettati i principi stabiliti dalla legislazione vigente in materia di fideiussione. Il testo della garanzia può invece disciplinare le modalità con le quali il fideiussore che paga esercita la surrogazione nei diritti dell'acquirente e la rivalsa verso il costruttore-contraente. Qualora sia prevista una disciplina meno favorevole per quest'ultimo occorre il suo consenso, prestato mediante sottoscrizione della fideiussione stessa, come previsto dal Modello standard, oppure nell'accordo quadro che normalmente regola il rilascio delle fideiussioni agli acquirenti.

##### *5. Difformità della fideiussione dal Modello standard*

La mancata consegna della fideiussione oppure il suo rilascio da un soggetto non autorizzato, oppure ancora la sua non conformità al modello provoca la nullità relativa del contratto obbligatorio. Si tratta di un vizio che non impedisce al notaio di ricevere il relativo atto pubblico o di autenticare le sottoscrizioni apposte alla scrittura privata, non ricorrendo il divieto assoluto previsto dall'art. 28 legge notarile<sup>29</sup>.

Peraltro in punto di difformità sembra possibile evitare la sanzione demolitoria della nullità, sia pure fatta valere dal solo acquirente. Se la fideiussione fornita dal costruttore ha un contenuto prefissato dalla

---

<sup>28</sup> Infatti l'art. 15 concerne la cessione del beneficio della garanzia e l'art. 17 le sanzioni internazionali.

<sup>29</sup> Sul rapporto tra il divieto di ricevere atti nulli e le varie nullità relative v. G. PASSAGNOLI, *Responsabilità notarile, nullità relativa e clausole vessatorie*, in *Riv. dir. priv.*, 2001, 463 ss.; G. CELESTE, *La responsabilità civile del notaio*, Napoli, 2007, 139 ss.; S. PAGLIANTINI, *La responsabilità disciplinare del notaio tra nullità parziale, relatività della legittimazione e nullità inequivoca*, in *Contratti*, 2011, 923 ss.

legge, si può invocare la sostituzione automatica delle clausole contrarie al contenuto inderogabile del Modello standard (salvo in favore dell'acquirente-beneficiario) a sensi dell'art. 1419, comma 2, c.c.<sup>30</sup>.

Ad esempio, ben si può sostenere che un'eventuale clausola portante il beneficio di escussione nella fideiussione venga sostituita di diritto dalla regola posta dagli artt. 4, comma 1, e 8 del Modello standard, per i quali il garante provvede a pagare al beneficiario la somma garantita senza la preventiva escussione del debitore principale<sup>31</sup>.

Le clausole che richiedono particolari modalità di escussione della garanzia, più gravose per l'acquirente-beneficiario, vengono sostituite di diritto dalle dettagliate disposizioni dell'art. 6 del Modello. Parimenti la fissazione di un termine superiore ai trenta giorni viene sostituita dalla disposizione, inderogabile *in peius* per l'acquirente, contenuta nell'art. 3 d.lgs. 122 del 2005.

L'applicazione del meccanismo della sostituzione delle clausole invalide comporta l'evidente vantaggio di conservare gli effetti della garanzia, depurandola del contenuto vietato. Viene così rinforzata la tutela dell'acquirente, che diversamente subirebbe la cessazione degli effetti della fideiussione qualora intendesse agire per far dichiarare la nullità relativa del contratto obbligatorio derivante dalla non conformità della garanzia al Modello standard.

## 6. *Regime transitorio*

L'art. 2 del d.r. 125/2022 stabilisce la sua applicazione dal trentesimo giorno successivo alla pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale, quindi dal 24 ottobre 2022.

L'articolo citato però considera applicabile la nuova disciplina *alle fideiussioni* stipulate dalla data indicata. La lettera del regolamento

---

<sup>30</sup> Così F. MACARIO, *op. cit.*

<sup>31</sup> In tal senso R. CALANDRINO, *op. cit.*, 87; invece per la nullità del contratto v. G. PETRELLI, *Gli acquisti*, cit., 122, e S. DELLE MONACHE, *La garanzia fideiussoria negli acquisti di immobili da costruire (fra obbligo e onere)*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, 623: questa soluzione appare poco meditata e pregiudizievole per l'acquirente, che perde ogni garanzia per i propri crediti restitutori e che peraltro ben potrebbe avere interesse al perfezionamento dell'acquisto.

dunque pare consentire la stipula di contratti per l'alienazione di immobili da costruire dopo tale data con consegna all'acquirente di fideiussioni non conformi al Modello standard se rilasciate prima di essa. Questa soluzione in definitiva agevola il costruttore che abbia già concluso accordi quadro con un garante e abbia già ottenuto, prima della data indicata dal d.m. 125/2022, l'emissione delle garanzie a favore degli acquirenti.

Questa interpretazione letterale però contrasta in pieno con la *ratio* della disciplina di tutela dell'acquirente posta dal d.lgs. 122 del 2005, perché consente la conclusione di nuovi contratti assistiti da vecchie fideiussioni. Sembra più opportuno allora riferire la data di entrata in vigore del Modello standard ai contratti obbligatori stipulati a partire dall'indicata data: i trenta giorni dalla pubblicazione del regolamento nella Gazzetta Ufficiale hanno permesso a costruttori e garanti di organizzarsi in base alle nuove regole; dal trentesimo giorno i nuovi contratti devono menzionare una fideiussione conforme al Modello standard.

L'art. 2 aggiunge inoltre che le garanzie rilasciate in data anteriore "conservano la loro efficacia sino alla scadenza", ma in caso di rinnovo "esse sono rese conformi al modello *standard*". La disposizione prende atto della prassi anteriore di emissione di fideiussioni con scadenza fissa. Queste garanzie, qualora non sia stipulato il trasferimento di proprietà dell'immobile in costruzione, vanno rinnovate in conformità a modello approvato. Ne segue che l'acquirente, in assenza del rinnovo della garanzia conforme al Modello, può invocare la nullità relativa del contratto obbligatorio. Costituisce rinnovo non conforme al Modello una semplice proroga della durata della garanzia, per una fideiussione sin dall'origine non conforme al Modello stesso.

## ***A Game of Thrones: ruolo e poteri dell'autorità bancaria europea alla luce degli orientamenti della Corte di Giustizia\****

**SOMMARIO:** 1. Introduzione: una *roadmap*. – 2. I nodi problematici, le ragioni dell'istituzione e il ruolo cruciale di ABE nel coordinare la regolazione e la vigilanza nel settore bancario europeo. – 3. La natura, le caratteristiche, le potenzialità e i limiti di ABE alla luce del fenomeno dell'"agentificazione": analisi sistematica e tassonomia delle agenzie amministrative europee. – 4. Quadro giuridico e ambito d'intervento di ABE nel sistema bancario e finanziario europeo: il fondamento legale e l'operatività degli *standard* tecnici vincolanti. – 5. Compiti istituzionali: funzione e obiettivi dell'autorità bancaria europea. – 6. La polisemica natura dei poteri di ABE: scopi istituzionali e perseguimento dell'interesse pubblico come protezione delle sfere individuali nel mercato bancario europeo. – 6.1. Poteri di *hard law* e atti vincolanti: *standard* tecnici di regolamentazione e attuazione, decisioni individuali e divieti. – 6.2. Poteri di *soft law* e atti incentivanti: orientamenti, raccomandazioni, *Q&A*, pareri e attività informativa. – 7. Portata e limiti dei poteri di natura discrezionale di ABE alla luce degli orientamenti della Corte di giustizia europea. – 7.1. La dottrina *Meroni* sui limiti costituzionali alla delega dei poteri di matrice discrezionale. – 7.2. Il caso *Romano* e il consolidamento della dottrina sulla indelegabilità dei poteri a organi del diritto europeo derivato. – 7.3. La sentenza *ESMA Short Selling* e l'erosione della dottrina sulla non delegabilità dei poteri discrezionali alle ESAs. – 7.4. *A Game of Thrones*: il caso *Fédération bancaire française* (FBF) e l'ampliamento dei poteri discrezionali di ABE. – 8. Conclusioni: poteri discrezionali e perseguimento dell'interesse pubblico come protezione delle sfere individuali.

### *1. Introduzione: una roadmap*

I motivi che inducono a compiere una ricerca sistematica sull'autorità bancaria europea (ABE) sono diversi. Da una prima prospettiva, si avverte come nella letteratura giuridica molte e pregevoli analisi sono state condotte sulla Banca centrale europea (BCE)

---

\* L'articolo è frutto della ricerca condotta dall'autore presso il Dipartimento di Giurisprudenza dell'Università di Pisa. Un ringraziamento particolare va alla Professoressa Michela Passalacqua per la lettura di una prima bozza del manoscritto e per i preziosi commenti e suggerimenti che hanno migliorato in più punti l'articolo. Ringrazio anche i due revisori anonimi per i commenti e i suggerimenti che hanno contribuito alla stesura finale del manoscritto. Durante la redazione del testo la discussione con amici e colleghi dell'Università di Pisa ha arricchito l'articolo; pertanto, anche a loro va un sincero ringraziamento. Desidero infine ringraziare lo staff della Biblioteca di Giurisprudenza e Scienze politiche e quello del Dipartimento di Diritto pubblico dell'Università di Pisa per il supporto alla ricerca.

nell'ambito degli studi sul diritto bancario dell'Unione<sup>1</sup>. Sullo sfondo – se si tengono in disparte alcuni autorevoli lavori<sup>2</sup> – è invece rimasta ABE.

Ma non è solo questa esigenza che induce a compiere una ricerca su tale autorità. Ragioni profonde per esaminare in chiave sistematica ruolo e poteri di ABE nel contesto del sistema finanziario e bancario europeo si impongono potentemente a seguito dei recenti approdi giurisprudenziali cui è pervenuta la Corte di giustizia, la quale, nell'ambito di un caso riguardante proprio l'autorità bancaria europea,

---

<sup>1</sup> Nella dottrina italiana, si v.: F. MERUSI, *Governo della moneta e indipendenza della Banca centrale nella federazione monetaria dell'Europa*, in *Dir. un. eur.*, 1997, 89 ss.; A. PREDIERI, *Non di solo euro. Appunti sul trasferimento di poteri al Sistema europeo delle banche centrali e alla Banca centrale europea*, in *Dir. un. eur.*, 1998, 27 ss.; S. ORTINO, *La cooperazione internazionale e transfrontaliera in materia di vigilanza bancaria. Il ruolo della banca centrale europea*, in S. AMOROSINO – G. MORBIDELLI – M. MORISI (a cura di), *Istituzioni. Mercato e Democrazia*, Torino, 2002, 518 ss.; M. PELLEGRINI, *Banca centrale nazionale e Unione Monetaria Europea. Il caso italiano*, Bari, 2003; S. AMOROSINO, *La governance delle banche fra Banca centrale europea e banche centrali nazionali*, in *Bancaria*, 7-8, 2005, 1 ss.; L. AMMANNATI, (a cura di), *Governance dell'economia e integrazione europea*, Milano, 2008; F. CAPRIGLIONE, *Mercato regole democrazia. L'UEM tra euroscetticismo e identità nazionali*, Torino, 2013; S. ANTONIAZZI, *La Banca centrale europea tra politica monetaria e vigilanza bancaria*, Torino, 2013; M. CLARICH, *I poteri di vigilanza della Banca centrale europea*, in *Dir. pubbl.*, 3, 2013, 975 ss.; C. BUZZACCHI (a cura di), *La Banca Centrale Europea. Il custode della Costituzione economica*, Milano, 2017; F. MATTASSOGLIO, *La Banca Centrale Europea come una Penelope schizofrenica?* in G. COCCO – S. LA PORTA (a cura di), *Il pendolo delle autonomie, tra aspirazioni federalistiche e tentazioni di semplificazione. Scritti in onore di Anna Marzanati*, Torino, 2018, 181-194; A. MAGLIARI, *Vigilanza bancaria e integrazione europea. Profili di diritto amministrativo*, Napoli, 2020; M. MACCHIA, *Integrazione amministrativa e unione bancaria*, Torino, 2018; F. VELLA, *Banca centrale europea, banche centrali nazionali e vigilanza bancaria: verso un nuovo assetto dei controlli nell'area dell'euro?*, in *Banca, Borsa, Titoli di Credito*, 2022, 150 ss.

<sup>2</sup> Nella dottrina italiana si v.: S. DEL GATTO, *Il problema dei rapporti tra la Banca centrale europea e l'Autorità bancaria europea*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2015, 1221 ss.; A. GARDELLA, *L'EBA e i rapporti con la BCE e con altre autorità di supervisione e di regolamentazione*, in M.P. CHITI – V. SANTORO, *L'Unione bancaria europea*, Pisa, 2016, 115 ss. Sui rapporti fra ABE e BCE nella prospettiva della vigilanza prudenziale, si v. F. GUARRACINO, *Role and powers of the ECB and the EBA in the perspective of the forthcoming single supervisory mechanism*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2, 1, 184-210.

ha aperto scenari inediti sul fronte della delegabilità e dell'ampliamento delle funzioni di matrice discrezionale alle agenzie europee di supervisione (ESAs), erodendo così la dottrina *Meroni*: una pietra miliare in questa materia.

Per questa ragione, è parso necessario analizzare le novità alla luce del ruolo e dei poteri che ABE ha nel contesto dell'ordinamento giuridico dell'UE, in vista di comprendere le opportunità, le criticità e i rischi legati all'ampliamento della discrezionalità dell'autorità bancaria europea e offrire una diversa chiave di lettura all'uso che di quei poteri ABE può fare nell'ambito del mercato bancario e finanziario europeo.

Dal momento che il presente articolo è frutto di una ricerca composita e ha inteso esplorare diversi profili dell'autorità bancaria europea, per una sintesi del lavoro svolto si offre di seguito al lettore una *roadmap* con la ripartizione degli argomenti trattati nei vari paragrafi.

Il primo paragrafo, come detto, introduce la ricerca e ripartisce il lavoro secondo l'ordine degli argomenti trattati nell'articolo. Il secondo paragrafo è dedicato ai nodi problematici, alle ragioni della sua istituzione e al cruciale ruolo che ABE svolge nel coordinare la regolazione e la vigilanza nel settore bancario e finanziario europeo. Il terzo paragrafo indaga la natura, le caratteristiche, le potenzialità e i limiti dell'autorità bancaria europea alla luce del fenomeno dell'"agentificazione", offrendo un'analisi sistematica e predisponendo una ipotesi di tassonomia delle agenzie amministrative europee utile per inserire ABE nel più ampio contesto delle autorità di supervisione (ESAs).

Il quarto paragrafo esplora il quadro legale e l'ambito d'intervento di ABE nel sistema bancario e finanziario europeo, analizzando e discutendo il fondamento giuridico e l'operatività di alcuni basilari strumenti come gli standard tecnici vincolanti di cui l'autorità bancaria dispone in vista di contribuire all'omogeneizzazione delle prassi di vigilanza a favore delle autorità nazionali competenti. Il quinto paragrafo offre una panoramica, in chiave sistematica, sui principali compiti istituzionali che tale autorità è chiamata ad assolvere nell'ordinamento bancario dell'UE e li suddivide in specifiche macroaree sulla base della competenza.

Il sesto paragrafo introduce e discute l'analisi sui poteri dell'autorità bancaria europea, sostenendo la natura polisemica dell'apparato

funzionale di ABE. L'indagine si sofferma sui poteri di *hard law* e *soft law*, argomentando come da queste due categorie di poteri discendano rispettivamente gli atti vincolanti e incentivanti di ABE e come agli stessi si debba ricollegare il fine istituzionale sulla tutela dell'interesse pubblico perseguito dall'autorità nell'ordinamento bancario e finanziario europeo. Una diversa definizione di interesse pubblico come protezione delle sfere individuali viene proposta in questa sede.

Il settimo paragrafo inserisce la ricerca sui profili funzionali dell'autorità bancaria europea nel più ampio panorama della giurisprudenza della Corte di giustizia dell'UE sulla portata e i limiti dei poteri delle agenzie amministrative, a partire dalle storiche sentenze *Meroni* e *Romano*, argomentando l'erosione della tesi sulla non delegabilità dei poteri discrezionali alle ESAs attraverso le nodali pronunce su *ESMA Short Selling (ESMA)* e *Fédération bancaire française (FBF)*.

L'ottavo paragrafo conclude la ricerca ed espone la tesi dell'articolo. Anzitutto, sono esplorate le opportunità, discusse le criticità e problematizzati i rischi insiti nell'ampliamento dei poteri di matrice discrezionale di ABE. Poi, viene proposta una diversa lettura sull'uso di quei poteri attraverso la tesi del vincolo funzionale al perseguimento del pubblico interesse inteso come protezione delle sfere individuali che ABE, in qualità di autorità pubblica, sarà chiamata a tutelare nell'ambito dei processi economici del mercato bancario e finanziario europeo.

## *2. I nodi problematici, le ragioni dell'istituzione e il ruolo cruciale di ABE nel coordinare la regolazione e la vigilanza nel settore bancario europeo*

Se volessimo comprendere le ragioni che sono alla base della sua istituzione, un buon punto di partenza sarebbe quello di pensare alla creazione dell'autorità bancaria europea come frutto di un lungo processo di rimodulazione della *governance* del sistema bancario dell'UE<sup>3</sup> in risposta alla grave crisi finanziaria e del debito pubblico del

---

<sup>3</sup> E. CHITI, *In the Aftermath of the Crisis – The EU Administrative System between Impediments and Momentum*, in *Cambridge Yearbook of European Legal Studies*, 17, 2015, 311 ss., dove si sostiene che «[t]he European responses to the financial and public debt crisis have triggered a process of administrative reorganisation and

2008<sup>4</sup>. In effetti, per certi versi, le azioni messe in campo dalle istituzioni europee dopo la crisi finanziaria hanno prodotto un processo di riforma delle fondamentali caratteristiche della *governance* economica dell'UE senza precedenti<sup>5</sup>. Al contempo, le *policies* europee hanno profondamente rivoluzionato l'architettura amministrativa del settore bancario<sup>6</sup>. In effetti, è difficile negare, se si considerano i suoi principali elementi di novità, come il processo di riorganizzazione dell'impianto amministrativo del sistema bancario dell'UE abbia radicalmente cambiato volto<sup>7</sup>.

Tuttavia, un simile processo di riforme non è stato sempre il frutto di scelte condivise fra i vari attori istituzionali dell'UE. Se si guarda al contesto *post* crisi finanziaria del 2008<sup>8</sup>, si può osservare come le novità

---

*growth in the governance of the internal market in financial services and economic and monetary union».*

<sup>4</sup> Su questi profili si v. F. CAPRIGLIONE, *Globalizzazione, crisi finanziaria e mercati: una realtà su cui riflettere*, in *Concorrenza e mercato*, 2012, 867 ss.; ID., *Crisi bancarie e crisi di sistema. Il caso Italia*, in *Federalismi.it*, 6, 2020, 1 ss.; E. CHITI, *Le risposte alla crisi della finanza pubblica e il riequilibrio dei poteri dell'Unione*, in *Giorn. dir. amm.*, 2011, 313 ss.; ID., *Le istituzioni europee, la crisi e la trasformazione costituzionale dell'Unione*, in *Giorn. dir. amm.*, 2012, 783 ss.; D. SICLARI, *Crisi dei mercati finanziari, vigilanza, regolamentazione*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2009, 45 ss.; più recentemente ID., *La regolazione bancaria e dei mercati finanziari: dalla 'neutralizzazione' dell'indirizzo politico sul mercato all'unificazione europea*, in M. CAFAGNO – F. MANGANARO (a cura di), *L'intervento pubblico nell'economia*, Firenze, 2016, 171 ss.; R. BIFULCO – O. ROSSELLI (a cura di), *Crisi economica e trasformazioni della dimensione giuridica. La costituzionalizzazione del pareggio di bilancio tra internazionalizzazione economica, processo di integrazione europea e sovranità nazionale*, Torino, 2013.

<sup>5</sup> Su questi aspetti, si v. F. CAPRIGLIONE – A. TROISI, *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi*, Torino, 2014; F. MERUSI, *Il sogno di Diocleziano. Il diritto nelle crisi economiche*, Torino, 2013.

<sup>6</sup> Sulle politiche messe in campo dalle istituzioni europee nel settore bancario, si v. F. CAPRIGLIONE – A. SACCO GINEVRI, *Metamorfosi della governance bancaria*, Torino, 2019; si v. anche F. CAPRIGLIONE, *La nuova gestione delle crisi bancarie tra complessità normativa e logiche di mercato*, in *Contratto e impresa*, 3, 2017, 772 ss.

<sup>7</sup> Per l'analisi delle ricadute della riorganizzazione sul versante della supervisione bancaria europea, si v. M. PELLEGRINI, *L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo: funzioni e limiti della supervisione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2, 2012, 52 ss.

<sup>8</sup> Sulle implicazioni delle politiche regolatorie europee alla crisi finanziaria e a quella del debito pubblico sulle strutture costituzionali dell'UE, si v. E. CHITI – P.G. TEIXEIRA, *The Constitutional Implications of the European Responses to the*

introdotte nel settore bancario europeo e la stessa istituzione di ABE rispecchiano anche una certa tensione fra le opposte forze in campo, principalmente dovute alle rilevanti divergenze politiche esistenti fra i vari Stati membri<sup>9</sup>. Un certo numero di rilevanti nodi problematici del settore bancario è anche il risultato di una simile tensione. Seguendo un'autorevole impostazione<sup>10</sup>, se ne possono individuare almeno quattro di maggiore interesse.

Un primo profilo problematico è imputabile ad una certa asimmetria venutasi a creare, da un lato, con l'istituzione delle autorità europee di vigilanza (ESAs)<sup>11</sup> e, dall'altro, con la realizzazione del Meccanismo di vigilanza unico (MVU)<sup>12</sup>. Da una parte, la previsione delle ESAs e di

---

*Financial and Public Debt Crisis*, in *Comm. Mark. Law Rev.*, 50, 2013, 683 ss.; P. CRAIG, *Economic Governance and the Euro Crisis: Constitutional Architecture and Constitutional Implications*, in M. ADAMS – F. FABBRINI – P. LAROCHE (eds), *The Constitutionalization of European Budgetary Constraints*, Londra, 2014, 19 ss.; ID., *The Financial Crisis, the EU Institutional Order and Constitutional Responsibility*, in F. FABBRINI – E. HIRSCH BALLIN – H. SOMSEN (eds), *What Form of Government for the European Union and the Eurozone?*, Londra, 2015, 17 ss.; B. DE WITTE, *Euro Crises Responses and the EU Legal Order: Increased Institutional Variation or Constitutional Responsibility*, in *Eu Const.*, 11, 2015, 434 ss.; J.H.H. WEILER, *Europe in Crisis – On “Political Messianism”, “Legitimacy” and the “Rule of Law”*, in *Singapore Journal of Legal Studies*, 2012, 248 ss.; M. RUFFERT, *The European Debt Crisis and European Union law*, in *Comm. Mark. Law Rev.*, 48, 6, 2011, 1777 ss.

<sup>9</sup> Sulle tali criticità, si v. R. LENER – E. RULLI, *The reforms of the European financial markets supervision. The difficult coordination between EU and Member States*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2, 1, 2013, 99-162.

<sup>10</sup> Nel testo si seguirà l'impostazione di E. CHITI, *The Agencification Process and the Evolution of EU Law*, in P. CRAIG – G. DE BURCA (eds.), *The Evolution of EU Law*, Oxford, 2021, 123 ss., ma sul punto spec. 147 ss., dove è argomentato che «*the administrative responses provided by the EU actors to the financial and public debt crisis do not reflect a clear orientation, but tension between opposite forces mainly due to the divergences between the political preferences of the Member States*».

<sup>11</sup> Sugli sviluppi delle ESAs, si v. P.G. TEIXEIRA, *The Regulation of the European Financial Market after the Crisis*, in P. DELLA POSTA – L.S. TALANI (eds), *Europe and the Financial Crisis*, Palgrave MacMillan, 2011, 9 ss.; S. VERHELST, *Renewed Financial Supervision in Europe – Final or Transitory?*, in *Egemont Paper*, 44, 2011. Per una discussione degli aspetti critici delle ESAs, si v. E. FERRAN, *Understanding the New Institutional Architecture of EU Financial Market Supervision*, in G. FERRARINI, K. J. HOPT, E. WYMEERSCH (eds), *Rethinking Financial Regulation and Supervision in Times of Crisis*, Oxford, 2012, 111-158.

<sup>12</sup> Per un'impostazione teorica sul MVU, si v. F. CAPRIGLIONE, *L'Unione bancaria. Una sfida per un'Europa più unita*, Torino, 2013, *passim*, che chiarisce

un nuovo quadro amministrativo sostenuto dal Patto di stabilità e crescita nel contesto dell'ampio ruolo di coordinamento della supervisione bancaria svolto dalla Commissione europea sulle politiche fiscali e di bilancio di tutti gli Stati membri e, dall'altra, l'approvazione del MVU come sistema di supervisione prudenziale idealmente concepito per svolgere le sue funzioni all'interno di tutto il territorio dell'UE e dunque potenzialmente aperto a tutti gli Stati membri (ma in realtà operativo solo per l'eurozona), hanno dato luogo ad una struttura amministrativa del settore bancario europeo "a geometria variabile"<sup>13</sup>.

Il risultato è una rilevante differenza nella *governance* economica disegnata dal legislatore comunitario di riforma nel settore bancario *post* crisi finanziaria del 2008 fra gli Stati membri che partecipano all'UE nel suo complesso e quelli che partecipano direttamente anche all'eurozona. Si è andato delineandosi pertanto un modello giuridico-organizzativo composito e costituito da differenti organi amministrativi dalle molteplici funzioni e poteri che sono riferibili a due grandi aree del mercato interno dell'UE<sup>14</sup>.

È in questo contesto che, a nostro modo di vedere, l'autorità bancaria europea può giocare un ruolo cruciale nel coordinare le politiche di regolazione e supervisione delle autorità nazionali competenti (ANC) degli Stati membri dell'UE, garantendo attraverso questo importante ruolo il buon andamento e l'efficienza del sistema economico europeo.

Un secondo profilo di preoccupazione attiene agli incisivi poteri di regolazione e supervisione, anche rispetto a quelli posseduti dalle istituzioni dell'UE come la Commissione, che sono stati attribuiti ai nuovi organi amministrativi e alle autorità di supervisione in particolare. Va notato, come analizzeremo in dettaglio quando ci occuperemo dei compiti istituzionali (*cfr.* paragrafo 5), che le autorità

---

come tale meccanismo segni un'importante tappa nel processo di integrazione europea tramite un progetto tecnico che mira a rafforzare la costruzione dell'UE. Per ulteriori approfondimenti, si v. ANTONIAZZI, *Il meccanismo di vigilanza prudenziale. Quadro d'insieme*, in M.P. CHITI – V. SANTORO (a cura di), *L'Unione bancaria europea*, cit., 175 ss. Inoltre, si v. E. FERRAN – V.S.G. BABIS, *The European Single Supervisory Mechanism*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 13, 2, 2013, 255-285.

<sup>13</sup> E. CHITI, *The Agencification Process and the Evolution of EU Law*, cit., 148, dove si sostiene che «*the organizational level, moreover, the economic governance of the EU now relies on an arabesque of multiple administrative bodies, acting in different compositions and relevant to different groups of states*».

<sup>14</sup> *Ibid.*

di supervisione europee hanno la funzione di elaborare progetti di standard tecnici di regolamentazione nei settori che rientrano nell'ambito dei poteri delegati alla Commissione ai sensi della normativa sui servizi finanziari dell'UE e in conformità all'articolo 290 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE). Inoltre, come vedremo quando analizzeremo i poteri di *hard law* (cfr. paragrafo 6.1), le ESAs possono elaborare progetti di norme tecniche di attuazione nei settori in cui la normativa sui servizi finanziari conferisce alla Commissione il potere di emanare condizioni uniformi di esecuzione del diritto dell'UE ai sensi dell'articolo 291 del TFUE<sup>15</sup>.

È rilevante notare che le ESAs non sono solo coinvolte nell'implementazione e adozione di misure a carattere tecnico, ma esse giocano un ruolo cruciale nel processo politico di regolazione di un'ampia gamma di questioni conflittuali implicanti un certo tasso di discrezionalità amministrativa. Tuttavia, al contempo, difficilmente vengono accordati poteri discrezionali, tali da implicare decisioni strategiche o scelte politiche, essendo le ESAs comunemente ritenute organi con poteri amministrativi di tipo tecnico. Ne consegue, nuovamente, una certa tensione fra due opposte correnti, con la concezione delle ESAs quali organi meramente tecnici ed esecutivi da un lato e quali organi dotati di poteri discrezionali dall'altro<sup>16</sup>.

È questo, invero, un punto fondamentale per la nostra ricerca, dal momento che proporrò una diversa interpretazione sull'uso che ABE può fare dei poteri di matrice discrezionale, anche alla luce dei recenti orientamenti della Corte di giustizia europea.

È anche utile anticipare, anche se ce ne occuperemo in modo approfondito quando esamineremo le varie tipologie di poteri di ABE, che vi sono diversi settori dell'UE in cui le agenzie di supervisione esercitano sia poteri normativi di *hard law* (cfr. paragrafo 6.1), attraverso la progettazione di norme di regolamentazione e di attuazione vincolanti, sia poteri di *soft law* (cfr. paragrafo 6.2), attraverso l'adozione di orientamenti, raccomandazioni, pareri e altri strumenti legalmente non vincolanti.

---

<sup>15</sup> E. CHITI, *In the Aftermath of the Crisis – The EU Administrative System between Impediments and Momentum*, cit., 314.

<sup>16</sup> *Ibid.*

Eppure, noi riteniamo che le autorità europee di supervisione del mercato bancario e finanziario rappresentano comunque un “salto di qualità” rispetto al passato, soprattutto se si considera che la regolazione amministrativa è uno degli strumenti fondamentali mediante i quali l’UE mira a garantire il buon funzionamento del mercato finanziario interno e le ESAs e ABE in particolare sono espressamente riconosciute dai regolamenti istitutivi come regolatori specializzati nel settore.

Un terzo aspetto affronta il nodo della responsabilità dei vari organi amministrativi coinvolti nella supervisione degli enti creditizi dell’UE<sup>17</sup>. Vi sono pochi dubbi sul fatto che la crisi finanziaria del 2008 abbia rivelato l’assenza di un efficace regime di *accountability*<sup>18</sup> nel settore bancario europeo, basato su un approccio globale, esteso a tutto il territorio degli Stati membri e capace di superare lacune e inefficienze locali attraverso la predisposizione di un insieme coerente di principi, regole e pratiche.

Pertanto, al fine di affrontare le future emergenze, l’UE ha riconosciuto la nodale importanza degli strumenti di controllo delle funzioni e dei poteri amministrativi segnando una svolta nella politica comunitaria rispetto al passato. Tuttavia, le soluzioni *post* crisi introdotte dai *policy makers* europei non sempre si sono rivelate prive di criticità<sup>19</sup>. Un esempio è offerto dallo stesso modello di vigilanza prudenziale bancaria, vale a dire il MVU<sup>20</sup>, dove all’*accountability* è data un’autonoma rilevanza dallo stesso regolamento (UE) 1024/2013.

In realtà, noi riteniamo che questa particolare attenzione del legislatore europeo per i sistemi di controllo della responsabilità non sia tanto il risultato di un disegno globale che pone al centro l’*accountability*, quale caratteristica necessaria del modello amministrativo di vigilanza in una politica liberale e democratica,

---

<sup>17</sup> E. CHITI, *The Agencification Process and the Evolution of EU Law*, cit., 149.

<sup>18</sup> Sulla natura dell’*accountability* nel settore bancario, si v. J.L. MASHAW, *Structuring a “Dense Complexity”: Accountability and the Project of Administrative Law*, in *Issues in Legal Scholarship*, 5, 2005, *passim*.

<sup>19</sup> Sugli aspetti problematici della *governance* bancaria europea e le possibili soluzioni, si v. M. SEPE, *A crisis, public policies, banking governance, expectations & rule reforms: When will the horse go back to drink?* in *Law and Economics Yearly Review*, 3, 1, 2014, 210 ss.

<sup>20</sup> Per l’analisi dell’ABE in relazione al MVU, si v. G. CERRINA FERONI, *Verso il meccanismo unico di vigilanza sulle banche. Ruolo e prospettive dell’European Banking Authority*, in *Federalismi.it*, 17 settembre 2014, n. 17, 1-17.

quanto piuttosto il frutto di un riequilibrio delle dinamiche nazionali per la perdita dei poteri di supervisione da parte delle banche centrali degli Stati membri. Se così è, come vedremo nel corso della trattazione, ABE può svolgere una funzione fondamentale come organo che favorisce la responsabilizzazione delle autorità nazionali e degli altri attori coinvolti nell'ambito della supervisione bancaria, creando un certo equilibrio fra centro e periferia nella vigilanza prudenziale.

Un quarto profilo, che riguarda la portata e le caratteristiche di ABE, è relativo alla tensione fra il processo di “accentramento”<sup>21</sup> che ha interessato soprattutto la *governance* bancaria a seguito degli eventi innescati dalla crisi del 2008 con il conferimento di una posizione di preminenza agli organi centrali dell'UE, oltre che di più penetranti poteri amministrativi accordati alla Banca centrale europea (BCE)<sup>22</sup> rispetto al passato e la sussistenza di elementi di ampio decentramento amministrativo, con il rilevante ruolo svolto dalle autorità nazionali nell'ambito della *governance* bancaria multilivello, disegnata dal legislatore europeo successivamente alla crisi finanziaria del 2008<sup>23</sup>.

---

<sup>21</sup> Sul fenomeno di accentrimento della *governance* nell'Unione bancaria europea si v. L. TORCHIA, *La nuova governance economica dell'Unione europea e l'Unione bancaria*, in M. P. CHITI – V. SANTORO (a cura di), *L'Unione bancaria europea*, cit., 53 ss., ma sul punto spec. 55-58.

<sup>22</sup> In tal senso, si v. E. CHITI – F. RECINE, *The Single Supervisory Mechanism in Action: Institutional Adjustment and the Reinforcement of the ECB Position*, in *Eur. Pub. Law*, 2018, 24, 1, 101 ss.

<sup>23</sup> Sulla *governance* multilivello vi è una vasta letteratura. Per un'impostazione generale, si v. M. MAGGETTI – F. TREIN, *Multilevel governance and problem-solving: Towards a dynamic theory of multilevel policymaking?* in *Public Administration*, 97, 2019, 355-369; P.D. TORTOLA, *Clarifying multilevel governance*, in *European Journal of Political Research*, 56, 2017, 234-250; A. PISANESCHI, *La regolazione bancaria multilivello e l'art. 47 della Costituzione*, in M.P. CHITI – V. SANTORO (a cura di), *L'Unione bancaria europea*, cit., 153 ss.; I. BACHE – M. FLINDERS (eds), *Multi-level governance: Essential readings*, Cheltenham, 2015; M. LODGE – K. WEGRICH (eds), *The problem-solving capacity of the modern state: Governance challenges and administrative capacities*, Oxford and New York, 2014, *passim*; P. STEPHENSON, *Twenty years of multi-level governance: 'Where does it come from? What is it? Where is it going?'*, in *Journal of European Public Policy*, 20, 2013, 817-837; S. PIATTONI, *The theory of multi-level governance: Conceptual, empirical, and normative challenges*, Oxford, 2010; H. ENDERLEIN – S. WALTI – M. ZÜRN (eds.), *Handbook on multi-level governance*, Cheltenham, 2010; A. IACOVINO, *Teorizzare la Governance. Governabilità ai tempi del globale*, Roma, 2005; L. HOOGHE – G. MARKS, *Unraveling the central state, but how? Types of multi-level governance*, in

In un simile contesto, a noi è parso che proprio l'istituzione di una agenzia amministrativa di supervisione come ABE, nel suo ruolo cardine di coordinatore dell'interpretazione delle regole europee nel campo del mercato interno dei servizi e dei prodotti finanziari, mostra questa tensione fra i due opposti poli dell'architettura del sistema bancario europeo, vale a dire fra le spinte verso l'accentramento ed una struttura organizzativa di tipo *top-down* da una parte e del contenimento dei poteri delle autorità centrali europee e di un maggiore coinvolgimento delle autorità nazionali competenti nel procedimento di supervisione degli enti creditizi dall'altra<sup>24</sup>.

Non è un caso che, da questo particolare punto di vista, siffatta tendenza si può osservare nella polisemica natura di ABE, la quale, se da un lato, è destinataria di una cruciale posizione come agenzia amministrativa europea che dirige e coordina<sup>25</sup> le autorità nazionali nell'interpretazione e applicazione coerente del diritto dell'UE nel settore bancario, dall'altro gli strumenti legali che l'ordinamento comunitario mette a disposizione di questa agenzia sono prevalentemente – anche se non esclusivamente – atti di regolazione di *soft law*; e quindi evidentemente non vincolanti per i soggetti a cui si rivolgono, ma piuttosto diretti a conformare tramite una “spinta gentile”<sup>26</sup> l'azione amministrativa degli attori periferici della

---

*American Political Science Review*, 97, 2003, 233-243; R. MAYNTZ, *La teoria della governance: sfide e prospettive*, in *Riv. it. sc. pol.*, XXIX, 1, 1999, 3 ss.

<sup>24</sup> E. CHITI, *The Agencification Process and the Evolution of EU Law*, cit., 148.

<sup>25</sup> Il ruolo di coordinamento dell'ABE è messo in luce da C. BRESCIA MORRA, *From the Single Supervisory Mechanism to the Banking Union. The Role of the ECB and the EBA*, *Luiss Working Paper*, 2, 2014, 1 ss., ma spec. 10 dove l'A. chiarisce come «*in the European system there is one authority that can exercise a coordination role effectively: the European Banking Authority*». In tal senso, continua l'A., l'ABE può essere considerata «*an “umbrella” authority, due not only to its strong regulatory remit but also to the capacity [...] to mediate and settle disagreements in cross-border situations between competent authorities with binding effect*».

<sup>26</sup> Su cui si v. la fondamentale opera, adesso nell'edizione finale, di R.H. THALER, C.R. SUNSTEIN, *Nudge: The Final Edition*, Londra, 2021. Per una sintesi, sia consentito rinviare alle mie due recensioni, D. VESE, *Book Review: Nudge: The Final Edition edited by Richard H Thaler and Cass R Sunstein*, *London: Allen Lane, Penguin*, 2021, *edition Final*, xiv + 366 pp., in *European Journal of Risk Regulation*, 13, 2022, 350-355 e (nella versione italiana) a D. VESE, *Nudge: The Final Edition edited by Richard H Thaler and Cass R Sunstein*, *London: Allen Lane, Penguin*, 2021, *edition Final*, xiv + 366 pp., in *PA Persona e Amministrazione: Ricerche Giuridiche*

*governance* bancaria in modo non intrusivo e in un'ottica prevalentemente cooperativa.

È proprio quest'ultima caratteristica a convincerci che, anche sul versante organizzativo, ABE possa giocare un ruolo cruciale come attore istituzionale capace di assolvere in modo efficace e imparziale alle prerogative e ai diritti dei vari soggetti privati implicati nel contesto del mercato bancario e finanziario, a partire proprio da tale “polisemica” natura di cui beneficia nell'ordinamento giuridico europeo.

Ci occuperemo in modo approfondito dei poteri di ABE (*cf.* paragrafi 6, 6.1, 6.2). Per ora è sufficiente notare come gran parte di essi si ricollegano ai compiti che sono affidati dall'ordinamento legale dell'UE all'autorità bancaria e trovano il proprio fondamento normativo nell'articolo 8 del regolamento (UE) 1093/2010 che assegna alla stessa un ruolo cruciale nell'assicurare elevati standard di regolamentazione e vigilanza, nell'applicare in modo coerente il diritto dell'Unione, nel facilitare la delega alle autorità nazionali competenti, nel cooperare strettamente con il Comitato europeo del rischio sistemico (CERS), nel condurre analisi di revisione paritetica e nel monitorare e valutare gli sviluppi del mercato nella sua area di competenza<sup>27</sup>.

Tuttavia, noi pensiamo che una profonda *raison d'être* dell'autorità bancaria va individuata nel potere di adottare atti di *soft law*, principalmente mediante gli strumenti delle raccomandazioni e degli orientamenti, attraverso i quali ABE coordina e promuove le *best practices* in materia di regolamentazione e vigilanza.

Torniamo ora ai nodi problematici poco sopra esaminati per svolgere alcune considerazioni critiche. Anzitutto, è interessante osservare come le tensioni insite nel modello di *governance* bancaria europea potrebbero condurre a due differenti scenari. In una prima ipotesi, i nodi

---

sull'Amministrazione e l'Economia, 2, 2021, 795-806. Sulla *nudge regulation* nel contesto dell'ordinamento dell'UE, si v. A. ALEMANNI, A.L. SIBONY (eds), *Nudging and the Law. What Can EU Law Learn from Behavioral Sciences?*, Oxford, 2015. Nella dottrina italiana, A. ZITO, *La nudge regulation nella teoria giuridica dell'agire amministrativo. Presupposti e limiti del suo utilizzo da parte delle pubbliche amministrazioni*, Napoli, 2021.

<sup>27</sup> Inoltre, l'art. 8, par. 2, regolamento (UE) 1093/2010 conferisce all'autorità bancaria il potere di elaborare i progetti di standard tecnici, emettere decisioni e pareri, nonché il potere, ai sensi dell'art. 34 del citato regolamento, di fornire pareri alle istituzioni dell'UE nelle aree di sua competenza.

problematici analizzati potrebbero causare una perdita di coerenza, sia nell'organizzazione che nell'attività amministrativa delle varie componenti che governano i processi nel sistema bancario, minando la stessa unità del modello di *governance* prescelto dal legislatore europeo e indirettamente anche l'effettività delle norme e delle politiche dell'UE.

In una seconda ipotesi tali criticità potrebbero aprire l'orizzonte ad un migliore bilanciamento fra la vigorosa spinta verso un radicale processo di "accentramento", realizzatosi con l'istituzione del MVU e la necessità di preservare le importanti funzioni delle autorità nazionali quali organi decentrati della supervisione prudenziale alla luce della più ampia cooperazione fra centro e periferia nella *governance* bancaria.

Noi auspichiamo che a realizzarsi sia quest'ultimo scenario, poiché in vista di contemperare unità e differenziazione dell'assetto europeo, esso potrebbe mettere in discussione la bontà di un modello giuridico-organizzativo di tipo gerarchico, tipico dell'impostazione di *command and control*, in favore di un modello di *governance* multilivello "a rete", che, come si è avuto modo di sostenere in un'altra sede<sup>28</sup>, è largamente

---

<sup>28</sup> Sull'organizzazione amministrativa a "rete" nel contesto del mercato finanziario europeo, si v. M. PASSALACQUA, *Diritto del rischio nei mercati finanziari: prevenzione, precauzione ed emergenza*, Padova, 2012, 265 ss., dove si argomenta che l'organizzazione amministrativa in tale contesto può essere intesa come un "network", una rete appunto, la quale permette di rispondere in modo efficiente alla necessità di "decentramento e collegamento tra nuclei decisionali, nell'ottica della cooperazione" (p. 270, enfasi aggiunta). Per quanto riguarda la *governance* multilivello a rete nell'ambito della regolazione dell'economia nell'UE, si v. L. AMMANNATI, *Governance e regolazione attraverso reti*, in L. AMMANNATI – P. BILANCIA (a cura di), *Governance dell'economia e integrazione europea. Governance multilivello, regolazioni e reti*, vol. II, Milano, 2008, 181 ss.; nonché P. BILANCIA, *Cooperazione e convergenza in un sistema di multilevel governance*, *ivi*, p. 3 ss.; Sempre sull'architettura organizzativa a rete, ma con particolare riferimento ai profili di *accountability*, si v. E. CHITI, *L'accountability delle reti di autorità amministrative dell'Unione europea*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 2012, 29 ss. Sulla nozione di rete nell'organizzazione amministrativa con riguardo alla clausola della collaborazione istituzionale, si v. S. CASSESE, *Le reti come figura organizzativa della collaborazione*, in ID., *Lo spazio giuridico globale*, Roma-Bari, 2003, 21 ss. Per il concetto di rete nello specifico caso del MVU, si v. F. CIRAULO, *Il Regolamento UE n. 1024/2013 sul meccanismo unico di vigilanza e l'unione bancaria europea. Prime riflessioni*, in *Amministrazione in cammino*, 5 ottobre 2014, 1-37, ma spec. 15-17. Recentemente, in senso favorevole alla tesi qui esposta con riferimento alla *governance* "multilivello", seppure limitatamente al modello di vigilanza MVU, si v. A. CUOMO,

improntato alla condivisione dei poteri fra tutti gli attori coinvolti nei procedimenti di gestione e risoluzione degli intermediari bancari<sup>29</sup>.

In definitiva, è in questo contesto di rilevanti cambiamenti nella struttura organizzativa e procedimentale e nei modi di funzionamento del sistema bancario europeo che, a mio modo di vedere, può essere colta l'istituzione di ABE, quale agenzia europea specializzata nel coordinamento della regolazione e della vigilanza degli intermediari bancari e funzionalizzata al perseguimento del pubblico interesse in favore della protezione delle sfere individuali.

### *3. La natura, le caratteristiche, le potenzialità e i limiti di ABE alla luce del fenomeno dell'“agentificazione” : analisi sistematica e tassonomia delle agenzie amministrative europee*

In questa sede proveremo a contestualizzare la ricerca sull'autorità bancaria europea all'interno di un discorso più ampio, che tenga cioè in considerazione il generale fenomeno della creazione delle agenzie amministrative europee, fenomeno all'interno del quale va fatta rientrare la più recente istituzione delle *European supervisory authorities* (ESAs) e per cui, secondo un punto di vista condiviso in dottrina, si è inteso parlare di un generale processo di “agentificazione”<sup>30</sup>.

Dunque, l'analisi viene allargata a tale più ampio processo che ha interessato l'ordinamento giuridico dell'UE, in vista di cogliere la natura, le caratteristiche, le potenzialità e i limiti di ABE per meglio argomentare la nostra tesi sulla funzionalizzazione dei poteri di questa agenzia al perseguimento dell'interesse pubblico in un settore così

---

*Unus pro omnibus, omnes pro uno: the single supervisory mechanism as a unitary multilevel administration*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 3, 2022, 707 ss. Per alcuni spunti di rilievo sui processi di accentramento e decentramento, con riferimento ai profili pubblicistici dell'organizzazione, si v. G. ROSSI, *Principi di diritto amministrativo*, Torino, 2021.

<sup>29</sup> Per maggiori approfondimenti su questa tesi, sia consentito rinviare a D. VESE, *Unione bancaria e cooperazione nell'era delle crisi. Alla ricerca di un modello giuridico-organizzativo della governance multilivello*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. n. 1, 2022, 1-74.

<sup>30</sup> Si v. E. CHITI, *The Agencification Process and the Evolution of EU Law*, cit., *passim*.

cruciale per l'economia europea come quello della regolazione degli intermediari bancari.

Una volta analizzato tale fenomeno, l'indagine si focalizzerà sulla tassonomia delle agenzie nel contesto del settore bancario e finanziario, per meglio cogliere anche le diverse tipologie di agenzia che sono state create dal legislatore europeo, inserendo opportunamente l'autorità bancaria all'interno di una specifica categoria.

Noi sappiamo che diverse possono essere le ragioni che conducono all'istituzione delle agenzie amministrative. Si potrebbe pensare che una strategia efficace sia quella di non affrontare una determinata materia *in house*, ma piuttosto di creare un organo esterno alla struttura amministrativa centrale<sup>31</sup>. Ciò renderebbe più agevole l'impiego di esperti che non fanno parte della normale struttura burocratica. Inoltre, si può isolare la risoluzione di compiti regolatori a carattere tecnico dalle questioni politiche e quindi preservare e accrescere la credibilità delle scelte adottate. Come la letteratura specialistica ha argomentato, le scelte demandate ad una struttura esterna potrebbero limitare il rischio dei vari *bias* cognitivi<sup>32</sup> e gli errori di giudizio della politica<sup>33</sup>.

In sostanza, la logica per scegliere di istituire un'agenzia potrebbe risiedere in una combinazione di ragioni, come la volontà di separare certe materie dalle influenze politiche, la maggiore flessibilità nell'impiego di esperti del settore, nonché l'esigenza di contemperare le capacità di regolazione e applicazione delle norme<sup>34</sup>. In effetti, come vedremo quando scandaglieremo in dettaglio le caratteristiche, le

---

<sup>31</sup> Su questi profili, si v. M. CHAMON, *EU Agencies: Legal and Political Limits to the Transformation of the EU Administration*, Oxford, 2016, spec. 253-256.

<sup>32</sup> T.M.L. METZGER, *FDIC capital directive procedures: The unacceptable risk of bias*, in *The Banking Law Journal*, 110, 3, 1993, 237; B. PAUDYN, *Credit Rating Agencies and the Sovereign Debt Crisis: Performing the Politics of Creditworthiness through Risk and Uncertainty*, in *Review of International Political Economy*, 20, 4, 2013, 788-818; B. BIAIS, M. WEBER, *Hindsight Bias, Risk Perception, and Investment Performance*, in *Management Science*, 55, 6, 2009, 1018-1029. Recentemente, si v. J. IQBAL, *Managerial Self-Attribution Bias and Banks' Future Performance: Evidence from Emerging Economies*, in *Journal of Risk and Financial Management*, 12, 2, 2019, 73. L. BROTCHE, *Time to Assess Bias in Machine Learning Models for Credit Decisions*, in *Journal of Risk and Financial Management* 15, 4, 2022, 165 ss.

<sup>33</sup> D. KAHNEMAN, O. SIBONY, C. R. SUNSTEIN, *Noise: A Flaw in Human Judgment*, London, 2021.

<sup>34</sup> P. CRAIG, *EU Administrative Law*, 3<sup>rd</sup> ed., Oxford, 2018, 151 ss.

funzioni, i compiti e i poteri (cfr. paragrafi 4, 5, 6), l’istituzione dell’autorità bancaria europea rispecchia perfettamente le ragioni che sono alla base del fenomeno dell’agentificazione nell’ordinamento dell’UE.

Dal punto di vista teorico, la diffusione delle agenzie amministrative, avvenuta soprattutto in tempi recenti, può essere ricollegata all’ipotesi avanzata in dottrina sull’ascesa dello “Stato regolatore”<sup>35</sup>. Inoltre, la tesi dello Stato regolatore viene rafforzata dal lungo processo di privatizzazione delle imprese statali e dalla creazione di organi amministrativi indipendenti per il controllo della struttura del mercato<sup>36</sup>. In questo contesto le agenzie amministrative rivestono cruciale importanza dal momento che sono concepite come organi deputati alla supervisione dei fenomeni di mercato, esprimendo un approccio di regolazione che combina uno stile legale vincolato alle regole, una cultura politica pluralista e una responsabilità politica indiretta<sup>37</sup>.

È stato anche sostenuto che la creazione delle agenzie risponde principalmente alla promozione dell’integrazione amministrativa<sup>38</sup>, fattore questo che a sua volta riflette la volontà del legislatore comunitario di realizzare una *governance* bancaria capace di guidare un settore nevralgico per l’UE verso una maggiore coesione politica,

---

<sup>35</sup> Per questa tesi, si v. G. MAJONE, *The Rise of Regulatory State in Europe*, in *West European Politics*, 17, 1994, 77 ss.; A. LA SPINA, G. MAJONE, *Lo Stato regolatore*, Bologna, 2000. Tale ipotesi ritiene che una fra le più importanti funzioni dello Stato nell’era moderna sia da individuare nella correzione dei fallimenti di mercato mediante le procedure di regolazione dei fenomeni economici.

<sup>36</sup> Sull’argomento, si v. il fondamentale studio di J. VICHERS – G. YARROW, *Privatization: An Economic Analysis*, Massachusetts, 1988, *passim*.

<sup>37</sup> Sul punto, si v. M. THATCHER, *Analysing Regulatory Reform in Europe*, in *Journal of European Public Policy*, 9, 6, 2011, 857 ss. Inoltre, si v. E. CHITI, *Le trasformazioni delle agenzie europee*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2010, 57 ss., il quale ha osservato come ABE, sebbene abbia molti profili di affinità con le altre due agenzie europee ESMA e EIOPA, tuttavia da queste si contraddistingue per una più accentuata indipendenza dalla Commissione europea e una maggiore vicinanza alle autorità nazionali di vigilanza.

<sup>38</sup> A. KREHER, *Agencies in the European Community – A Step towards Administrative Integration in Europe*, in *Journal of European Public Policy*, 4, 1997, 225 ss. In senso critico, tuttavia, si v. M. SHAPIRO, *The Problems of Independent Agencies in the United States and the European Union*, 1997, in *Journal of European Public Policy*, 4, 1997, 276.

giuridica ed economica in risposta alle grandi crisi del passato e in preparazione di quelle future<sup>39</sup>.

Se ora guardiamo alla strategia adottata dai *policy makers* dell'UE per la creazione delle agenzie amministrative saremo in grado di constatare almeno due fondamentali profili che possono essere sintetizzati con le parole della Commissione europea. Nella sua comunicazione riguardante il quadro giuridico delle agenzie europee, la Commissione chiarisce che la creazione di tali organi amministrativi «rafforza la capacità dell'esecutivo a livello europeo, segnatamente in quei settori ad alta specializzazione tecnica nei quali è richiesto un livello elevato di competenze e nei quali sono essenziali la continuità, la credibilità e la visibilità dell'azione pubblica»<sup>40</sup>.

Un'ulteriore prospettiva dell'indagine sul processo di agentificazione della *governance* finanziaria dell'UE invita a riflettere su come l'istituzione di ABE e più in generale delle ESAs mostri una maggiore dipendenza da parte degli Stati membri e degli altri attori istituzionali dalle agenzie amministrative<sup>41</sup>. Simile processo rivela

---

<sup>39</sup> Su questi aspetti, si v. A. MAGLIARI, *Vigilanza bancaria e integrazione europea. Profili di diritto amministrativo*, Napoli, 2020; M. MACCHIA, *Integrazione amministrativa e unione bancaria*, Torino, 2018; M. CLARICH, *I poteri di vigilanza della Banca centrale europea*, in *Dir. pubbl.*, 2013, 975 ss.; E. FERRAN, *European Bankin Union and the EU Single Financial Market: More differentiated Integration, or Disintegration?*, University of Cambridge Faculty of Law Research Paper, n. 29, 2014, 1 ss.; F. GIGLIONI, *The European Banking Union as a new Model of Administrative Integration?* in E. CHITI – G. VESPERINI, *The Administrative Architecture of Financial Integration. Institutional Design, Legal Issues, Perspective*, Bologna, 2015, 123 ss.

<sup>40</sup> Comunicazione della Commissione – Inquadramento delle agenzie europee di regolazione, COM(2002)718 def., par. 3. Inoltre, la Commissione enfatizza come «il valore aggiunto rappresentato dal ricorso alle agenzie di regolazione risiede nel fatto che le loro decisioni si fondano su valutazioni strettamente tecniche di alto livello, senza essere influenzate da considerazioni di natura politica o contingente».

<sup>41</sup> P. Craig, *EU Administrative Law*, cit., 151 ss. Tuttavia, la discrezionalità delle ESAs è strutturata in modo diverso rispetto a quella dei regolatori nazionali. In effetti, le autorità di supervisione europee sono progettate per fornire l'indipendenza, la competenza tecnica e l'*expertise* tipicamente associate ai regolatori nazionali, anche se rispetto a questi ultimi esse hanno un ampio raggio d'azione. I vincoli giuridici che definiscono lo spazio entro cui i poteri possono essere delegati alle autorità di vigilanza europee e in cui queste possono intraprendere azioni discrezionali sono significativamente maggiori di quelli che si applicano alle loro controparti a livello

anche un maggiore impegno dell'UE nella *governance* del mercato, attraverso la sua estensione alle tipiche funzioni governative di stabilizzazione, distribuzione e gestione della politica fiscale.

Non è un caso che i vincoli aggiuntivi derivano da distinte posizioni legali occupate dall'autorità bancaria europea e dalle altre ESAs, quali agenzie del mercato unico, come tali basate sulla legislazione dell'UE e destinate a sostenere l'amministrazione del mercato unico. Nella specie, come vedremo in maniera dettagliata quando ci soffermeremo sui compiti e sui poteri (*cfr.* paragrafi 5 e 6), ABE – ma ciò vale anche per le altre ESAs ossia ESMA ed EIOPA – è generalmente soggetta a vincoli nella forma di mandati e poteri definiti, di requisiti procedurali, di meccanismi di responsabilità, nonché di strumenti per la revisione giudiziaria, che sono, almeno nella loro essenza, simili a quelli che si applicano alle autorità nazionali di regolazione finanziaria nell'UE e a livello internazionale. Del resto, tali vincoli sono ampiamente orientati alla legittimità dell'attività svolta dalle agenzie europee, oltre che ai rimedi di *accountability*.

Si è detto che l'istituzione dell'autorità bancaria europea e più in generale delle autorità europee di supervisione (ESAs) può essere meglio colta all'interno del più ampio fenomeno dell'agentificazione. Ora, da un punto di vista sistematico, appare utile provare a ricostruire una tassonomia delle varie categorie di agenzia operanti nell'ordinamento dell'UE utile al migliore inquadramento delle principali caratteristiche e peculiarità di ABE all'interno del sistema bancario e finanziario europeo. Muovendo l'indagine sul versante della tassonomia, si può osservare come la dottrina ha offerto interessanti soluzioni in merito ad una nomenclatura delle agenzie amministrative dell'UE<sup>42</sup>.

---

nazionale; ciò anche se i poteri esercitati dalle autorità di vigilanza europee sono significativamente più deboli di quelli delle loro controparti nazionali.

<sup>42</sup> E. CHITI, *The Agencification Process and the Evolution of EU Law*, cit., 153 ss.; N. MOLONEY, *The European Supervisory Authorities and Discretion: Can the Functional and the Constitutional Circles be Squared?*, in J. MENDES (ed.), *EU Executive Discretion and the Limits of Law*, Oxford, 2019, 85 ss.; M. BROBERG, J. TRONDAL, *Agencification of the European Union Administration: Connecting the Dots*, TARN Working Paper 1/2016; M. BUSUIOC, M. GROONLER, J. TRONDAL (eds), *The Agency Phenomenon in The European Union*, Manchester, 2015; M. EVERSON, C. MONDA, E. VOS (eds), *European Agencies in between Institutions and Member States*, Hague, 2014; E. VOS, *EU Agencies: Features, Framework and Future*, in

Va anzitutto notato che la terminologia usata per descrivere le agenzie nell'UE non dovrebbe essere necessariamente legata a quella impiegata negli Stati membri, soprattutto perché le agenzie europee create sinora non sono organi di regolazione nel senso legale comune invalso nei vari ordinamenti giuridici dell'UE, per la ragione che, come vedremo meglio in seguito quando analizzeremo i compiti di ABE (*cfr.* paragrafo 5), vi sono stringenti vincoli e limitazioni alla delega di poteri discrezionali. Tuttavia, è anche vero che recentemente si è assistito ad un considerevole aumento delle funzioni e della portata dei poteri amministrativi delle agenzie, specialmente nel settore bancario e finanziario, tant'è che si parla di atti "quasi normativi" in relazione alle decisioni adottate da tali organi<sup>43</sup>.

È significativo, d'altra parte, come sulla portata dei poteri amministrativi delle agenzie europee e particolarmente sulla legittimità ad emanare atti di portata generale, siano intervenute alcune nodali sentenze della Corte di giustizia, fra cui le pronunce su ESMA e su ABE, che hanno affrontato principalmente la delicata questione della discrezionalità di tali organi. Si tratta di un argomento cruciale che approfondiremo a tempo debito quando, grazie anche all'indagine sul dato giurisprudenziale, ci occuperemo della portata e dei limiti dei poteri dell'autorità bancaria (*cfr.* paragrafo 7.4). Per il momento appare utile anticipare che la Corte ha mitigato l'approccio seguito in precedenza nella dottrina *Meroni*, tuttora una pietra miliare in materia di delegabilità dei poteri amministrativi di tipo discrezionale ad organi

---

*Maastricht Faculty of Law Working Paper*, 3, 2013; H. HOFMAN, G. ROWE, A. TÜRK, *Administrative Law and Policy of the European Union*, Oxford, 2011, spec. 285-307; S. GRILLER, A. ORATOR, *Everything Under Control? The "Way Forward" for European Agencies in the Footsteps of the Meroni Doctrine*, in *Eur. Law Rev.*, 35, 2010, 3 ss.; E. CHITI, *Decentralisation and Integration into the Community Administrations: A New Perspective on European Agencies*, in *Eur. Law Journ.*, 10, 2004, 402 ss., ma spec. 431-436; D. GERADIN, N. PETIT, *The Development of Agencies at EU and National Levels: Conceptual Analysis and Proposals for Reform*, in *Jean Monnet Working Paper*, 01/04, NYU School of Law, 43-50. E. CHITI, *The Emergence of a Community Administration: The Case of European Agencies*, in *Comm. Mark. Law Rev.*, 37, 2000, 309 ss., ma spec. 311-317.

<sup>43</sup> P. CRAIG, *EU Administrative Law*, cit., 163. Con specifico riferimento all'ESMA, si v. M. SIMONCINI, *I poteri quasi-normativi delle agenzie europee: le decisioni della European Securities and Markets Authority (ESMA)*, in *Osservatorio sulle fonti*, 3, 2020, 1539-1556.

diversi da quelli costituzionalmente previsti dall'ordinamento giuridico dell'UE, come avviene nel caso del conferimento delle funzioni alle agenzie amministrative europee (*cf.* paragrafo 7.1).

La dottrina, come dicevamo poc'anzi, ha offerto interessanti soluzioni per una tassonomia delle agenzie amministrative nel contesto del settore bancario e finanziario dell'UE. Prendendo in considerazione un'autorevole impostazione, si possono individuare almeno quattro categorie<sup>44</sup>. Ad una prima categoria appartengono le *regulatory agencies*, vale a dire organi che generalmente utilizzano poteri di *rule-making* all'interno della loro area di competenza, anche attraverso l'esercizio di poteri di natura discrezionale e che sono molto utili nella regolazione dei vari fenomeni di mercato riguardanti gli intermediari bancari e finanziari. In una seconda categoria si fanno rientrare le *decision-making agencies*, che hanno il potere di adottare decisioni individuali vincolanti per i destinatari, enti creditizi e altri istituti finanziari, a cui gli atti si rivolgono<sup>45</sup>. Una terza categoria include un numero significativo di "*information and coordination agencies*", i cui compiti principali sono appunto di veicolare informazioni a beneficio della Commissione e degli Stati membri sugli intermediari bancari e gli istituti finanziari<sup>46</sup>.

---

<sup>44</sup> P. CRAIG, *EU Administrative Law*, cit., 163-167.

<sup>45</sup> Ivi, 164. La logica che conferisce siffatti poteri a questa categoria riguarda il fatto che in tale area vi è un predominio dell'interesse pubblico, per cui le agenzie non sono chiamate a decidere su interessi contrastanti o a esercitare poteri di valutazione politica o a condurre complesse valutazioni economiche. Indipendentemente dal fatto che ciò corrisponda alla realtà, la circostanza che la motivazione sia formulata in questi termini, unitamente alla circostanza che tali agenzie non possono adottare misure normative di portata generale per le quali il TFUE ha conferito un potere decisionale diretto alla Commissione, serve a sottolineare i limiti dei poteri concessi a tali agenzie e la differenza tra esse e le tipiche agenzie di regolazione poco sopra menzionate.

<sup>46</sup> Ivi, 165-166. Tali agenzie si connotano per il fatto di avere un ruolo di coordinamento per gli altri attori del mercato in diverse materie rilevanti dell'Unione. È vero che la maggior parte delle agenzie dell'UE, ricomprese nelle altre categorie prima esaminate, svolge alcune funzioni di questo tipo, ma per le *information and coordination agencies* si tratta della funzione principale, ragion per cui si può parlare di una categoria a sé stante. I compiti svolti da queste agenzie di informazione e coordinamento variano, ma possiamo riconoscere alcune caratteristiche comuni. Il loro ruolo sarà normalmente quello di fornire informazioni e analisi alla Commissione, agli Stati membri e agli altri attori istituzionali dell'Unione, sia a livello

La quarta e ultima categoria della tassonomia qui proposta è costituita dalle “*quasi-regulatory agencies*”, nella quale si fa rientrare ABE e le altre due ESAs, vale a dire ESMA ed EIOPA. Si tratta di un gruppo di agenzie che, come avviene per il caso specifico di ABE, si contraddistingue principalmente per uno spiccato potere di adottare atti di *soft law* nei confronti delle ANC degli Stati membri dell’UE e in determinati casi anche nei confronti degli intermediari bancari e finanziari<sup>47</sup>. La volontà di attribuire alle agenzie un simile potere è più evidente in relazione proprio alle autorità di supervisione del settore bancario e finanziario istituite a seguito della crisi del 2008. Sul versante dei poteri di *hard law*, invece, un aspetto rilevante della strategia legislativa europea nella creazione delle *quasi-regulatory agencies* è stato quello di prevedere nelle fonti primarie che la responsabilità degli atti delegati sia di competenza delle agenzie solo dopo un’approvazione formale da parte della Commissione europea.

In particolare, quando la fonte primaria delega alla Commissione il potere di adottare atti normativi ai sensi dell’articolo 290 TFUE, è prevista la possibilità di veto da parte del Consiglio o del Parlamento. Tuttavia, il regolamento (UE) 1093/2010 istitutivo dell’autorità bancaria chiarisce che la Commissione può modificare la bozza prodotta solo in circostanze molto limitate e straordinarie, in quanto tale agenzia è provvista delle competenze necessarie in questo settore. La Commissione dovrà inoltre fornire una spiegazione motivata per discostarsi dal progetto di norma presentato e non potrà apportare alcuna modifica senza prima averne discusso con la stessa autorità bancaria<sup>48</sup>. Si tratta di profili di nodale rilevanza, che affronteremo in dettaglio nella parte dedicata ai poteri e agli atti vincolanti di *hard law* (cfr. paragrafo 6.1).

Le considerazioni appena svolte sul fenomeno dell’agentificazione sono utili per cogliere il contesto in cui l’autorità bancaria europea è inserita e al contempo risultano essenziali per avere alcune coordinate

---

pubblico che privato. Le agenzie di coordinamento e informazione assistono la Commissione, se necessario, nella formulazione della politica e della legislazione dell’UE e in determinati casi interagiscono con gli altri attori del mercato bancario e finanziario interessati alle questioni di loro competenza.

<sup>47</sup> E CHITI, “*European Agencies Rule-Making*”. *Powers, Procedures and Assessment*, cit., 93 ss.

<sup>48</sup> P. CRAIG, *EU Administrative Law*, cit., 164-165.

sulle funzioni, sui compiti e sui poteri spettanti ad ABE in qualità di agenzia che opera in vista di assicurare un livello di regolazione e di vigilanza prudenziale efficace e uniforme nel settore bancario, nonché per garantire la stabilità finanziaria nell'UE.

Si tratta di profili fondamentali nell'economia della presente ricerca, perché forniscono indicazioni molto preziose per argomentare la nostra tesi sulla funzionalizzazione di ABE e dei suoi poteri al perseguimento del fine istituzionale di protezione delle sfere individuali. A questo scopo, occorre ora muovere più approfonditamente l'indagine all'interno del quadro giuridico e dell'ambito d'intervento, per comprendere la portata e la rilevanza del ruolo che ABE detiene nel contesto dell'ordinamento bancario e finanziario dell'UE.

#### *4. Quadro giuridico e ambito d'intervento di ABE nel sistema bancario e finanziario europeo: il fondamento legale e l'operatività degli standard tecnici vincolanti*

Concluso il breve *focus* sull'agentificazione e la tassonomia delle categorie di agenzia amministrativa operanti nel sistema bancario e finanziario dell'UE, rivolgiamo ora lo sguardo al contesto giuridico europeo in cui opera ABE per meglio comprendere il fondamento legale di questa autorità. A tal fine, delinearono il quadro legale generale attraverso il riferimento alla procedura *Lamfalussy* sulla formazione degli atti legislativi di primo e secondo livello e il quadro legale specifico riguardante gli standard tecnici di competenza dell'autorità bancaria europea. Successivamente, individueremo e delineremo le principali competenze di cui ABE è titolare nella veste di autorità amministrativa deputata a garantire l'applicazione uniforme, efficiente ed efficace dei vari atti legislativi nell'ambito delle materie di sua competenza.

Per procedere in questo modo, sembra utile inquadrare l'ambito legislativo generale in cui tale agenzia opera, vale a dire il processo *Lamfalussy* che si occupa della regolazione finanziaria nell'ordinamento dell'Unione<sup>49</sup>. Il primo livello della procedura

---

<sup>49</sup> Sul tema, si v. D. ALFORD, *The Lamfalussy Process and EU Bank Regulation: Another Step on the Road to Pan-European Regulation?*, in *Annual review of banking & financial law*, 25, 1, 2006.

*Lamfalussy*, come noto, comprende gli atti legislativi dell'UE, ossia regolamenti e direttive di competenza degli organi istituzionali, Parlamento e Consiglio europei. Il secondo livello prevede l'adozione degli atti non legislativi, che sono norme comunitarie vincolanti adottate dalla Commissione nell'ottica di elaborare il c.d. *single rulebook* e che si compongono di due principali forme.

La prima tipologia di questo livello secondario della procedura *Lamfalussy* è costituita dagli atti delegati e dagli atti di esecuzione, che sono norme di competenza della stessa Commissione. La seconda tipologia è costituita dagli standard tecnici vincolanti<sup>50</sup>, nella forma di standard tecnici di regolamentazione e di standard tecnici di attuazione, che sono di competenza della Commissione, ma la cui elaborazione spetta all'autorità di vigilanza competente, come accade per ABE nel sistema bancario, in virtù dell'elevato tasso tecnico che tali norme richiedono per la loro redazione nello specifico settore di mercato di riferimento e nel più ampio contesto della regolazione finanziaria dell'UE.

Il primo gruppo è rappresentato dagli standard tecnici di regolamentazione, che possono essere definiti come atti non legislativi di applicazione generale che integrano o modificano determinati elementi non essenziali dell'atto legislativo. Il secondo gruppo è costituito dalle norme tecniche di attuazione che determinano le condizioni di applicazione degli atti legislativi<sup>51</sup>. La base giuridica dei Trattati si riferisce principalmente agli articoli 290 e 291 del TFUE e conferisce il potere di adottare atti normativi vincolanti alla Commissione e non ad altri soggetti. Ciò rende chiaro perché ABE, come detto in precedenza, non può adottare direttamente le norme

---

<sup>50</sup> Nella dottrina italiana per la ricognizione degli strumenti di ABE, si v. A. GARDELLA, *L'EBA e i rapporti con la BCE e con altre autorità di supervisione e di regolamentazione*, in M.P. CHITI – V. SANTORO, *L'Unione bancaria europea*, cit., 115 ss., ma spec. 124-130.

<sup>51</sup> È bene evidenziare che il processo di adozione di un atto normativo vincolante si basa su tre elementi: i) i Trattati; ii) l'atto delegante, sotto forma di regolamento o direttiva dell'UE, che poggia sulla base giuridica dei Trattati per conferire una delega formale alla Commissione e ad ABE; iii) l'atto normativo tecnico – di regolamentazione o di attuazione – che viene redatto dall'autorità e adottato dalla Commissione.

tecniche, ma deve redigerle e sottoporle all'approvazione della Commissione<sup>52</sup>.

In questa cornice normativa, l'autorità bancaria europea ha un ruolo cruciale nella redazione e nel controllo degli standard tecnici vincolanti. Basti pensare che, sempre sul versante del diritto positivo, il regolamento (UE) n. 575/2013 sui requisiti patrimoniali (CRR)<sup>53</sup>, la direttiva 2013/36/UE, sempre sui requisiti patrimoniali (CRD IV)<sup>54</sup>, come da ultimo modificata<sup>55</sup>, contengono oltre 100 mandati per norme tecniche di regolamentazione e attuazione, mentre la direttiva sul risanamento e la risoluzione delle crisi bancarie (BRRD)<sup>56</sup>, prevede altri 40 mandati. Se si guarda al dato empirico, si può osservare come nel 2021, a dieci anni dalla data della sua formale istituzione, l'autorità bancaria europea, in vista di creare condizioni di parità per gli istituti finanziari in tutta l'UE, ha elaborato 230 progetti di standard tecnici sugli aspetti prudenziali e di risoluzione delle crisi<sup>57</sup>.

Gli standard tecnici vincolanti non devono implicare decisioni strategiche o scelte politiche e il loro contenuto e le condizioni di

---

<sup>52</sup> È opportuno precisare che tali norme sono adottate dalla Commissione come regolamenti o decisioni vincolanti ai sensi dell'articolo 288 del TFUE. Inoltre, è importante sottolineare che le misure di primo livello indicano, caso per caso, il tipo di misura di secondo livello che la Commissione è autorizzata a adottare.

<sup>53</sup> 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.

<sup>54</sup> 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.

<sup>55</sup> La direttiva CRD IV è stata recentemente modificata dalla direttiva (UE) 2019/878 (CRD V) del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 maggio 2019.

<sup>56</sup> 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. Su questa direttiva e più in generale sulle tecniche di risanamento degli intermediari bancari, nonché su originali spunti per la revisione della vigilanza prudenziale, si v. F. SARTORI, *Il sistema bancario nella prospettiva dei nuovi meccanismi di risanamento*, in *Riv. trim. dir. econ.*, supplemento n. 4, 2017, 1-51.

<sup>57</sup> European Banking Authority, Annual Report 2021, consultabile al seguente link:

[https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/eba\\_flourish\\_extracted/1037133/en/#chapter3](https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/eba_flourish_extracted/1037133/en/#chapter3).

applicazione sono definiti in modo specifico dagli atti legislativi su cui si basano. Tuttavia, a prima vista, si potrebbe sottovalutare la rilevanza pratica di un insieme di standard ampio e in continua espansione come l'indagine empirica sembra indicarci e che riguarda in via diretta le operazioni economiche dell'intero settore bancario europeo. In effetti, sebbene alcuni standard siano, per loro stessa natura, rivolti a uniformare le procedure di rendicontazione e le procedure ad elevata specializzazione, altri standard hanno un impatto considerevole. Si pensi agli standard tecnici di regolamentazione in due aree cruciali del settore bancario, come i fondi propri di cui al regolamento sui requisiti patrimoniali CRR e il *Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities* (MREL), che riguarda le disponibilità minime di fondi propri e le passività ammissibili al *bail-in* ai sensi della direttiva BRRD.

In entrambi i casi, il ruolo decisamente molto tecnico, relativo al controllo *de facto* delle definizioni che determinano il campo di applicazione dei criteri normativi, ha ricadute materiali per gli intermediari bancari non irrilevanti, in quanto può importare modifiche potenzialmente onerose nelle strutture delle passività e costi di finanziamento più elevati per le stesse banche. Questo aspetto non è di poco conto dal punto di vista dell'analisi economica, dal momento che avrà un impatto monetario nella misura in cui gli istituti di credito rispondono a un ambiente patrimoniale normativo più esigente, modificando pertanto le loro pratiche di prestito.

Definito il quadro legale generale e argomentato il fondamento giuridico e il contesto di operatività degli standard tecnici vincolanti, possiamo occuparci dell'ambito d'intervento dell'autorità bancaria europea e vedere come questo coincida anzitutto con l'area dei poteri disegnati dal legislatore comunitario attraverso il regolamento (UE) 1093/2010 e con la successiva riforma di cui al Regolamento (UE) 2175/2019<sup>58</sup>. È utile osservare, tuttavia, come il perimetro legale delle

---

<sup>58</sup> Regolamento (UE) 2019/2175 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 18 dicembre 2019, che modifica il regolamento (UE) n. 1093/2010 (G U L 334, 27.12.2019, p. 1). In particolare, come vedremo nel corso della presente ricerca, la riforma delle ESAs del 2019 ha posto una particolare enfasi sull'obiettivo primario di ABE, vale a dire quello di garantire la sicurezza e la solidità degli istituti finanziari con particolare riguardo ai profili dell'innovazione tecnologica, dei modelli di

competenze di ABE venga opportunamente ampliato in modo da ricomprendere anche alcune direttive e regolamenti che appaiono pertinenti *ratione materiae* all'area di attività dell'autorità bancaria; si tratta di norme che fanno riferimento al settore in cui operano gli intermediari bancari, i conglomerati finanziari, le imprese di investimento, gli istituti di pagamento e gli istituti di moneta elettronica.

Provando a schematizzare un quadro ampio e complesso, possiamo argomentare che l'area legale di competenza dell'autorità bancaria, ricomprenda le seguenti materie: *i*) vigilanza supplementare sugli intermediari bancari<sup>59</sup>; *ii*) contratti di credito ai consumatori<sup>60</sup>; *iii*) avvio, esercizio e vigilanza prudenziale dell'attività degli istituti di moneta elettronica<sup>61</sup>; *iv*) requisiti prudenziali per gli intermediari bancari e le imprese di investimento<sup>62</sup>; *v*) accesso all'attività degli intermediari bancari e vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle imprese di investimento<sup>63</sup>; *vi*) sistemi di garanzia dei depositi<sup>64</sup>; *vii*)

---

*business* innovativi e sostenibili e dei fattori di carattere ambientale, sociale e di *governance*.

<sup>59</sup> Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 dicembre 2002, relativa alla vigilanza supplementare sugli enti creditizi, sulle imprese di assicurazione e sulle imprese di investimento appartenenti ad un conglomerato finanziario e che modifica le direttive 73/239/CEE, 79/267/CEE, 92/49/CEE, 92/96/CEE, 93/6/CEE e 93/22/CEE del Consiglio e le direttive 98/78/CE e 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio (GU 2003, L 35, pag. 1).

<sup>60</sup> Direttiva 2008/48/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 aprile 2008, relativa ai contratti di credito ai consumatori e che abroga la direttiva 87/102/CEE del Consiglio (GU L 133 del 22.5.2008, p. 66).

<sup>61</sup> 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 (GU L 267, 10.10.2009, p. 7).

<sup>62</sup> 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 (GU L 176 del 27.6.2013, p. 1).

<sup>63</sup> 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 (GU L 176 del 27.6.2013, pag. 338).

<sup>64</sup> Direttiva 2014/49/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativa ai sistemi di garanzia dei depositi (GU L 173 del 12.6.2014, p. 149).

operazioni sui conti di pagamento<sup>65</sup>; *viii*) servizi di pagamento nel mercato interno<sup>66</sup>; *ix*); commercializzazione a distanza dei servizi finanziari ai consumatori<sup>67</sup>; *x*) prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo<sup>68</sup>; *xi*) dati informativi accessori ai trasferimenti di fondi<sup>69</sup>.

Eppure, problemi di ordine sistematico di non poco conto sorgono per il fatto che il regolamento (UE) 1093/2010 contiene una clausola generale che amplia in modo notevole la sfera d'intervento dell'autorità bancaria europea, ricomprendendo in quest'area anche tutti gli atti basati sulle direttive e i regolamenti riguardanti le materie sopra indicate, nonché ogni altro atto giuridicamente vincolante dell'UE che conferisca ulteriori compiti ad ABE. Inoltre, il raggio d'azione dell'autorità bancaria viene ulteriormente esteso ad altre fattispecie, non contemplate in modo esplicito nelle materie di cui ai punti *i*) – *xi*), come avviene per le questioni relative alla *governance*, alla revisione contabile e all'informativa finanziaria, allorché l'attività da compiere su tali ulteriori ambiti sia indispensabile «per assicurare l'applicazione effettiva e coerente»<sup>70</sup> degli atti legislativi su cui le materie di stretta

---

<sup>65</sup> Direttiva 2014/92/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, 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 (GU L 257 del 28.8.2014, p. 214).

<sup>66</sup> 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 (GU L 337 del 23.12.2015, p. 35).

<sup>67</sup> Direttiva 2002/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 settembre 2002, concernente la commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori e che modifica la direttiva 90/619/CEE del Consiglio e le direttive 97/7/CE e 98/27/CE (GU L 271 del 09.10.2002, p. 16).

<sup>68</sup> Direttiva (UE) 2015/849 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 maggio 2015, relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo, che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 2005/60/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e la direttiva 2006/70/CE della Commissione (GU L 141 del 5.6.2015, p. 73).

<sup>69</sup> Regolamento (UE) 2015/847 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 maggio 2015, riguardante i dati informativi che accompagnano i trasferimenti di fondi e che abroga il regolamento (CE) n. 1781/2006 (GU L 141 del 5.6.2015, p. 1).

<sup>70</sup> Regolamento (UE) 1093/2010, art. 1, par. 3.

competenza di ABE si basano e tenendo conto «di modelli di business sostenibili» e dell'integrazione di «fattori di carattere ambientale e sociale».

Infine, va posta l'attenzione, per ora solo fuggacemente dato che affronteremo l'argomento nel prosieguo dell'indagine, sulle finalità dell'ambito di intervento dell'autorità bancaria europea (*cfr.* paragrafo 5). Nell'esercitare le sue funzioni, ABE è infatti chiamata a garantire l'applicazione uniforme, efficiente ed efficace dei vari atti legislativi – direttive e regolamenti – su cui poggiano le materie indicate ai punti *i*) – *xi*). Inoltre, essa è tenuta a monitorare il rischio sistemico derivante ipoteticamente dal fallimento del singolo intermediario bancario in modo da evitare danni al funzionamento del sistema finanziario e all'economia più in generale. Si tratta di previsioni normative che hanno rilevanti conseguenze, soprattutto per quanto attiene alla discussione sui profili funzionali e particolarmente sull'esercizio dei poteri discrezionali dell'autorità bancaria europea, di cui ci occuperemo a tempo debito.

#### *5. Compiti istituzionali: funzione e obiettivi dell'autorità bancaria europea*

Ricostruito il quadro giuridico generale e delimitato l'ambito d'intervento nel sistema bancario e finanziario europeo, nonché definito il fondamento legale e l'operatività degli standard tecnici vincolanti, in questo paragrafo focalizziamo la nostra attenzione sui compiti istituzionali cui ABE è demandata nel contesto dell'ordinamento bancario europeo.

Data l'ampia portata che questi assumono nel regolamento istitutivo del 2010 e nella successiva riforma del 2019, proveremo a condurre l'analisi sulla base della funzione e più in generale dell'obiettivo cui essi mirano nell'ambito dell'ordinamento bancario e finanziario dell'UE, al fine di offrire una visione sistematica della materia. Dal momento che esulano dalla presente ricerca, non ci occuperemo dei compiti di «prevenzione e di contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo», introdotti dalla riforma del 2019<sup>71</sup>.

---

<sup>71</sup> Artt. 9-*bis* e 9-*ter*, regolamento (UE) 2175/2019.

Nell'ottica di offrire un quadro sistematico della materia, è parso utile suddividere in tre macroaree i diversi compiti di competenza dell'autorità bancaria. Di conseguenza, in una prima area faremo rientrare i compiti che l'autorità bancaria svolge in virtù di una generale funzione di regolazione e vigilanza delle attività del settore bancario. In una seconda categoria raccoglieremo invece alcuni peculiari compiti assegnati all'autorità bancaria in virtù della specifica funzione di protezione dei consumatori di cui ABE è assegnataria nell'ordinamento giuridico dell'UE. Infine, in una terza macroarea includeremo una serie di compiti relativi alla gestione delle attività finanziarie e che si connotano per la titolarità di alcuni particolari poteri di *soft* e *hard law* in capo all'autorità bancaria, la cui discussione dettagliata verrà svolta successivamente nella parte dedicata appositamente all'analisi dei poteri (*cfr.* paragrafi 6, 6.1 e 6.2).

Per quanto riguarda la prima macroarea, possiamo ulteriormente suddividere i compiti di competenza dell'autorità bancaria in diverse categorie sulla base dell'omogeneità della funzione svolta dall'autorità bancaria. Una prima categoria è inerente al ruolo di ABE quale autorità che contribuisce all'elaborazione delle norme e delle prassi comuni di regolazione e vigilanza, fornendo pareri alle istituzioni dell'UE ed elaborando orientamenti, raccomandazioni e progetti di norme tecniche basati sugli atti legislativi di cui all'articolo 1, paragrafo 2, del regolamento (UE) 1093/2010 che definisce l'ambito d'intervento della stessa autorità.

Una seconda categoria riguarda la funzione dell'autorità bancaria quale garante dell'applicazione uniforme degli atti vincolanti dell'UE, ruolo che svolge nell'ottica di formare una cultura comune di vigilanza prudenziale, garantendo l'applicazione omogenea, efficiente ed efficace degli atti di cui all'articolo 1, paragrafo 2, del regolamento (UE) 1093/2010, che, come appena detto, rappresenta la norma disciplinante l'ambito di intervento dell'autorità bancaria. In questo ambito, rientrano anche i poteri di supervisione che l'autorità bancaria esercita mediante un controllo adeguato ed efficace sugli istituti finanziari nell'ottica di prevenire il problema dell'arbitraggio regolamentare, adottando in casi di necessità anche misure straordinarie per fronteggiare situazioni emergenziali.

Continuando l'indagine, incontriamo una terza categoria in cui rientrano alcuni compiti nodali, come quelli previsti nell'ambito della

protezione dei depositanti e degli investitori, che l'autorità bancaria cura attraverso la valutazione e la misurazione del rischio sistemico e lo sviluppo e il coordinamento dei piani di risanamento e di risoluzione delle crisi degli istituti finanziari in fallimento, nonché mediante un'adeguata valutazione degli strumenti finanziari. A questo proposito, la riforma del 2019 ha evidenziato anche il ruolo cruciale dell'autorità bancaria con riguardo alle criticità riscontrabili in un contesto transfrontaliero e al suo ruolo proattivo nella definizione di una strategia comune dell'UE in materia di dati finanziari.

Una quarta categoria, non meno importante, è costituita dai compiti affidati all'autorità bancaria con riguardo alla sorveglianza e alla valutazione degli sviluppi del mercato nei settori di propria competenza, funzione che l'autorità compie attraverso l'accurata analisi del settore finanziario, compresa la fondamentale valutazione dell'andamento del credito alle famiglie e alle piccole e medie imprese. A tal riguardo, la riforma del 2019 ha enfatizzato anche l'importanza delle funzioni dell'autorità per il settore dei servizi finanziari innovativi, con particolare attenzione ai fattori di carattere ambientale, sociale e di *governance*.

Allo stesso tempo, assume un certo rilievo anche una quinta categoria in cui possiamo far rientrare tutte quelle mansioni che, attraverso una stretta cooperazione con il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS), servono a provvedere alle informazioni indispensabili per il corretto funzionamento del sistema bancario, anche assicurando lo svolgimento adeguato di strumenti di *soft law* come le segnalazioni e le raccomandazioni.

Inoltre, una sesta categoria riunisce alcuni delicati compiti che rendono l'autorità bancaria responsabile della promozione e del monitoraggio delle ANC, tramite un ruolo di mediatore e conciliatore delle eventuali controversie sorte fra le varie autorità nazionali di supervisione. A tal fine, essa facilita la delega di compiti e responsabilità tra le ANC ed è incaricata del funzionamento uniforme e coerente dei collegi di tali autorità.

Infine, una settima categoria raccoglie alcuni importanti compiti legati alla funzione di trasparenza cui l'autorità bancaria provvede tramite la pubblicazione sul suo sito web delle informazioni relative al

settore di attività, alle aree di competenza, agli intermediari bancari registrati<sup>72</sup>.

Nella seconda macroarea, come anticipato, esamineremo i compiti spettanti ad ABE sulla base della specifica funzione di protezione dei consumatori accordata a questa autorità dall'ordinamento giuridico dell'UE. In particolare, guardando sempre ai profili funzionali, possiamo dire che in quest'area ABE riveste un ruolo chiave nel favorire la trasparenza, la semplificazione e l'equità nel mercato dei prodotti e dei servizi finanziari destinati ai consumatori in tutto il mercato interno dell'Unione.

Si tratta di compiti che l'autorità è chiamata a svolgere tramite: *i*) la raccolta, l'analisi e l'informativa sulle tendenze dei consumatori; *ii*) l'esecuzione di indagini sui comportamenti di mercato e la progettazione di *policy* condivise delle pratiche commerciali per determinare criticità potenziali e prevederne gli effetti; *iii*) la predisposizione degli indici di rischio relativi all'operatività al dettaglio e l'efficace identificazione di possibili ragioni di danno ai consumatori; *iv*) il riesame e il coordinamento dell'alfabetizzazione finanziaria e delle iniziative formative da parte delle autorità competenti; *v*) l'elaborazione di standard formativi per l'industria; *vi*) il contributo a favore dello sviluppo di norme comuni in materia di divulgazione; *vii*) l'incentivazione delle condizioni di parità nel mercato interno, con un accesso equo di consumatori e utenti a servizi e prodotti finanziari; *viii*) l'affinamento ulteriore degli strumenti di regolazione e vigilanza in vista di una maggiore armonizzazione e integrazione dell'UE. *ix*) la gestione delle operazioni di acquisto in forma anonima da parte delle ANC.

Nella terza macroarea possiamo far rientrare i compiti relativi alle attività finanziarie. In particolare, all'interno di quest'area, l'autorità bancaria europea è incaricata del monitoraggio delle attività finanziarie nuove ed esistenti e può servirsi di atti di *soft law*, quali orientamenti e raccomandazioni, per incentivare la sicurezza e la solidità dei mercati,

---

<sup>72</sup> A seguito della riforma del 2019, l'autorità bancaria provvede a rendere note e aggiornare sul suo sito web tutte le norme tecniche di regolamentazione, le norme tecniche di attuazione, gli orientamenti, le raccomandazioni e le domande e risposte, incluse le panoramiche dello stato di avanzamento delle attività in corso e della tempistica stimata per l'emanazione dei progetti di norme tecniche di regolamentazione e dei progetti di norme tecniche di attuazione.

nonché per sostenere la convergenza delle prassi di regolamentazione. Nel caso in cui essa ravvisi che un'attività finanziaria sottoposta alla sua competenza rappresenti una seria minaccia per la protezione dell'interesse pubblico e per la stabilità del sistema finanziario, l'autorità bancaria può usare lo strumento di *soft law* della segnalazione per informare gli organi europei competenti a prendere decisioni in merito.

Inoltre, sempre all'interno di questa terza area, ulteriori compiti di controllo e vigilanza sulle attività finanziarie sono previsti nei casi di rischi legati al corretto funzionamento e all'integrità dei mercati finanziari, nonché a criticità relative alla stabilità generale del sistema finanziario dell'UE, in conseguenza anche di eventi emergenziali e per i quali è attivabile il potere d'intervento di cui all'articolo 18 del regolamento (UE) 1093/2010. In tali casi, si può fare ricorso anche ai poteri di *hard law* che si sostanziano nella possibilità di proibire o limitare per un periodo di tempo necessario le attività finanziarie in questione.

In aggiunta, una competenza di una certa rilevanza è quella svolta nell'ambito dell'espletamento degli *stress test*, vale a dire le prove che valutano la resilienza degli intermediari bancari per quanto concerne il rischio sistemico nel sistema finanziario dell'UE. A questo riguardo, va osservato che l'autorità bancaria europea ha il potere di controllare e valutare gli andamenti del mercato e del credito. Nello svolgimento di questa cruciale attività, essa coopera e coordina le ANC degli Stati membri, responsabili della supervisione decentrata degli istituti di credito. Inoltre, ampie forme di cooperazione e collaborazione sono previste con il CERS, la BCE e la Commissione. A tal fine, ABE stabilisce una metodologia comune per ciascuna edizione della prova di *stress*.

Infine, all'interno di questa terza categoria dedicata ai compiti nell'ambito delle attività finanziarie, può farsi rientrare l'importante ruolo svolto dal comitato sulla protezione dei consumatori e sull'innovazione finanziaria, organo interno che rappresenta tutte le autorità nazionali di vigilanza competenti e le autorità responsabili della protezione dei consumatori con l'obiettivo di coordinare la regolazione e la vigilanza delle attività finanziarie nuove o innovative verso una più profonda tutela dei consumatori e di fornire attività di consulenza da sottoporre al Parlamento, al Consiglio e alla Commissione.

Dall'indagine appena svolta, possiamo constatare come i compiti fissati in capo ad ABE sono molteplici e complessi e rispecchiano la natura polisemica di questa agenzia amministrativa che è chiamata a vario titolo e su più fronti a contribuire, assieme alla BCE e alle autorità nazionali competenti, nonché alle altre ESAs al grande progetto dell'Unione bancaria europea<sup>73</sup>.

*6. La polisemica natura dei poteri di ABE: scopi istituzionali e perseguimento dell'interesse pubblico come protezione delle sfere individuali nel mercato bancario europeo*

Nei paragrafi precedenti, abbiamo discusso i nodi problematici, visto le ragioni della sua istituzione e compreso il ruolo cruciale di ABE nel coordinare la regolazione e la vigilanza nel settore bancario europeo. Si sono poi esplorate la natura e le caratteristiche e colti i limiti e le potenzialità di ABE alla luce del fenomeno dell'agentificazione, fornendo un'analisi sistematica e una tassonomia all'interno delle varie agenzie amministrative europee. Si è delineato quindi il quadro giuridico e l'ambito d'intervento di ABE nel sistema bancario e finanziario europeo, indagando il fondamento legale e l'operatività degli standard tecnici vincolanti. Si è infine guardato ai compiti istituzionali attraverso l'esame della funzione e degli obiettivi dell'autorità bancaria europea.

L'indagine compiuta è risultata utile poiché ha fornito indicazioni preziose sul ruolo istituzionale di ABE all'interno del sistema giuridico ed economico dell'UE. Nell'ottica di indagare il secondo elemento della nostra ricerca, vale a dire il profilo funzionale di tale autorità, nei paragrafi che seguono dedicheremo l'attenzione all'analisi dei poteri di cui ABE dispone nel contesto dell'ordinamento bancario e finanziario dell'UE, un tema centrale per la discussione della tesi proposta nel presente articolo.

Nell'esaminare la composita varietà di poteri a disposizione dell'autorità bancaria europea, sempre con uno spirito di sistematizzazione della materia, procederemo a suddividere questi in

---

<sup>73</sup> In argomento, si v. F. CAPRIGLIONE, *L'Unione bancaria. Una sfida per un'Europa più unita*, cit., *passim*. Inoltre, si v. ID., *European Banking Union. A challenge for a more united Europe*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2, 1, 2013, 5-79.

due tipologie sulla base dell'intensità del vincolo legale che l'autorità è in grado di esercitare sui destinatari con l'emanazione dei suoi atti.

A tal fine è parso utile distinguere i poteri in atti di *soft law* e *hard law*<sup>74</sup>, a seconda che l'autorità bancaria europea sia titolare rispettivamente di un potere di stimolo e incentivo nei confronti dei destinatari dei suoi atti in vista di far tenere un determinato comportamento oppure sia titolare di un vero e proprio potere di adottare atti legalmente vincolanti e sui quali può esercitare anche un'azione di *enforcement* per il rispetto dei medesimi.

Partiamo dall'esame dei poteri di *hard law*, cercando tuttavia prima di iniziare a considerare nel dettaglio tali poteri, di chiarire quali sono gli scopi istituzionali che l'ordinamento giuridico dell'UE fissa in capo all'autorità bancaria europea come vincolo finalistico per l'esercizio dei poteri in questione in vista della salvaguardia dell'interesse pubblico nel mercato bancario e finanziario europeo.

È importante osservare come tale operazione di sistematizzazione degli scopi istituzionali non è di poco conto, ma anzi avrà un rilievo fondamentale nell'ambito della nostra tesi sulla portata e i limiti all'uso del potere discrezionale da parte dell'autorità bancaria europea (*cfr.* paragrafo 8). In particolare, come argomenteremo nelle conclusioni, a noi è sembrato convincente dal punto di vista del diritto positivo

---

<sup>74</sup> Non è la sede questa per approfondire un argomento di notevole rilievo e attualità come quello della nozione, natura e dicotomia dei poteri di *soft law* e *hard law*. Per tale ragione possiamo rinviare alla dottrina specialistica che se ne è occupata. Nella dottrina italiana si v. M. RAMAJOLI, *Soft Law e ordinamento amministrativo*, in *Dir. amm.*, 2017, 147 ss; con specifico riferimento al sistema finanziario, si v. anche ID., *Self regulation, soft regulation e hard regulation nei mercati finanziari*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2, 2016, 53 ss.; S. CASSESE, *Il sorriso del gatto, ovvero dei metodi nello studio del diritto pubblico*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2006, 597 ss., ma spec. 597-611; A. LA SPINA, G. MAJONE, *Lo Stato regolatore*, cit., 194-195; E. MOSTACCI, *La soft law nel sistema delle fonti: uno studio comparato*, Padova, 2008, 1 ss.; nei diversi settori del diritto, si v. A. SOMMA (a cura di) *Soft law e hard law nelle società postmoderne*, Torino, 2009. Nella dottrina internazionale, più recentemente, si v. P. DERMINE, *The Instruments of Eurozone Fiscal Surveillance through the Lens of the Soft Law/Hard Law Dichotomy - Looking for a New Approach*, in *Journal of Banking Regulation*, 7-18, 2022, 1 ss. I. HACHEZ, *Balises conceptuelles autour des notions de «source du droit», «force normative» et «soft law»*, in *Revue interdisciplinaire d'études juridiques*, 2010, in part. 16-18; E. SCHMIDT ASSMAN, *Verwaltungsrechtliche Dogmatik*, Tubinga, 2013, 57 ss.; N. FOSTER, *Eu Law*, Oxford, 2015, in part. 122 ss.

funzionalizzare gli scopi istituzionali e segnatamente l'interesse pubblico perseguito da ABE alla protezione dei diritti individuali dei consumatori, dei depositanti e degli altri soggetti privati a vario titolo coinvolti nel mercato bancario e finanziario.

Tutela dell'interesse pubblico – nell'accezione qui proposta di protezione delle sfere individuali, che ABE può assolvere, come argomentato dalla dottrina giuridica<sup>75</sup>, mediante il mantenimento, sia nel breve che nel medio-lungo periodo, della stabilità del sistema economico e finanziario dell'UE. Si tratta di uno scopo ambizioso e complesso che implica molteplici competenze e responsabilità da parte dell'autorità bancaria europea e che per questa ragione fa assumere una particolare natura, da noi definita "polisemica", ai poteri di ABE in vista di adempiere ai fini istituzionali fissati dall'ordinamento giuridico positivo dell'UE e specialmente alla salvaguardia dei diritti e delle prerogative dei soggetti coinvolti a vario titolo nei processi economici.

In particolare, sulla base del dato normativo, scaturente dall'esame del regolamento (UE) 1093/2010, come modificato dalla riforma del 2019, possiamo individuare e sintetizzare la responsabilità dell'autorità bancaria europea con riguardo al perseguimento degli scopi di matrice istituzionale: *i)* ottimizzare l'andamento del mercato interno; *ii)* garantire efficaci politiche di regolazione e vigilanza; *iii)* promuovere l'integrità, la trasparenza, l'efficienza dei mercati finanziari; *iv)* rafforzare il coordinamento internazionale in materia di vigilanza; *v)* evitare l'arbitraggio regolamentare e incentivare la concorrenza; *vi)* incrementare la tutela dei clienti e dei consumatori; *vii)* aumentare l'uniformità nel campo della vigilanza nel mercato interno; *viii)* fare in modo che l'assunzione del rischio di credito risulti efficacemente regolamentato e soggetto ad una adeguata vigilanza; *ix)* impedire l'uso del sistema finanziario per scopi di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo.

---

<sup>75</sup> Per la tesi della stabilità del sistema economico e finanziario come interesse pubblico, si v. M. PASSALACQUA, *Per una regolazione bancaria che «incoraggia e tutela il risparmio»*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 4, 2021, 525 ss.

### 6.1. *Poteri di hard law e atti vincolanti: standard tecnici di regolamentazione e attuazione, decisioni individuali e divieti*

Sistematizzato l'assetto degli scopi istituzionali che l'autorità bancaria europea deve assolvere in vista di garantire l'interesse pubblico possiamo rivolgere lo sguardo alla prima tipologia di poteri, vale a dire la categoria di poteri giuridicamente vincolanti, comunemente denominati con l'espressione di matrice anglosassone "hard law". A tal proposito, va osservato come alle ESAs e ad ABE in particolare sono stati affidati considerevoli poteri di regolazione. Appaiono subito di rilievo due principali categorie di poteri di *hard law*.

La prima, è rappresentata dal potere di sviluppare i progetti delle norme tecniche di regolamentazione<sup>76</sup> nell'ambito delle funzioni spettanti alla Commissione sulla base delle norme dell'UE sui servizi finanziari e in conformità all'art. 290 TFUE<sup>77</sup>, che disciplina la portata e i limiti della delega agli organi esecutivi con riguardo all'adozione di atti non legislativi di carattere generale<sup>78</sup>.

La seconda, è costituita dal potere di elaborare i progetti delle norme tecniche di attuazione<sup>79</sup> nel settore in cui la legislazione europea sui servizi finanziari conferisce alla Commissione la funzione di emanare condizioni uniformi per l'esecuzione del diritto dell'UE ai sensi dell'articolo 291, paragrafo 2, del TFUE<sup>80</sup>. In tutti e due i casi, le norme

---

<sup>76</sup> Regolamento (UE), n. 1093/2010, art. 10.

<sup>77</sup> L'art. 290, par. 1, TFUE stabilisce che «[u]n atto legislativo può delegare alla Commissione il potere di adottare atti non legislativi di portata generale che integrano o modificano determinati elementi non essenziali dell'atto legislativo». Completa il quadro normativo l'art. 290, par. 2, dove è previsto che «[g]li atti legislativi delimitano esplicitamente gli obiettivi, il contenuto, la portata e la durata della delega di potere».

<sup>78</sup> Per un approfondimento sulle caratteristiche del potere esecutivo europeo, restano fondamentali gli studi di S. CASSESE, *La Costituzione Europea*, in *Quaderni costituzionali*, 10, 3, 1991, 487 ss.; D. CURTIN, *Executive Power of the European Union. Law, Practices, and the Living Constitution*, Oxford University Press, 2009; P. DANN, *The Political Institutions* in A. VON BOGDANDY – J. BAST (eds), *Principles of European Constitutional Law*, Londra, 2006; K. LENAERTS, *Some Reflections on the Separation of Powers in the European Communities*, in *Common Market Law Review*, 28, 1, 1991, 11 ss.

<sup>79</sup> Regolamento (UE), n. 1093/2010, art. 15.

<sup>80</sup> L'art. 291, par. 2, TFUE prevede che nel caso in cui siano «necessarie condizioni uniformi di esecuzione degli atti giuridicamente vincolanti dell'Unione, questi conferiscono competenze di esecuzione alla Commissione». Va poi notato che l'art.

redatte da ABE non possono essere il frutto di decisioni strategiche o scelte politiche, dal momento che il regolamento istitutivo prevede espressamente che si debba trattare di norme tecniche<sup>81</sup>.

È importante notare che, sia che si tratti di norme tecniche di regolamentazione sia che si tratti di norme tecniche di attuazione, l'autorità bancaria europea è priva del potere di adottare i relativi provvedimenti finali, ma può solo sottoporre i progetti delle decisioni che ha elaborato alla Commissione, la quale, in qualità di *rule-maker* di ultima istanza, può approvarli, in tutto o in parte, nelle forme legali degli atti delegati o può modificarli con emendamenti *ad hoc* o infine può respingerli del tutto.

Questa caratteristica potrebbe far pensare che tali atti non rientrino nel novero dei poteri di *hard law*. Tuttavia, a nostro modo di vedere, sebbene sia la Commissione europea a adottare formalmente gli atti in questione, si deve riconoscere che il substrato normativo degli stessi proviene interamente da ABE. Inoltre, va detto che, nonostante ABE (e la stessa cosa vale per le altre ESAs come ESMA ed EIOPA) sia teoricamente priva del potere decisionale di adottare il provvedimento normativo finale, ciò non impedisce di considerare, a nostro avviso, la cruciale importanza delle sue funzioni di regolamentazione tecnica in qualità di agenzia amministrativa specializzata nel settore bancario all'interno del mercato unico, in vista di realizzare il libro europeo di regole comuni (*EU single banking rule-book*), previsto dal legislatore comunitario come uno degli obiettivi chiave della strategia economica e monetaria dell'UE.

D'altra parte, a conferma della rilevanza dei poteri di ABE nel settore bancario e quindi anche della capacità di adottare atti di *hard law*, depone l'indiretta coerenza delle norme tecniche di regolamentazione e di attuazione predisposte da questa autorità che, di fatto, vincolano la Commissione europea con una serie di obblighi motivazionali. In particolare, quando la Commissione europea decide di non approvare in tutto o in parte il progetto normativo elaborato

---

291, par. 3, precisa che «[a]i fini del paragrafo 2, il Parlamento europeo e il Consiglio, deliberando mediante regolamenti secondo la procedura legislativa ordinaria, stabiliscono preventivamente le regole e i principi generali relativi alle modalità di controllo da parte degli Stati membri dell'esercizio delle competenze di esecuzione attribuite alla Commissione».

<sup>81</sup> Regolamento (UE), n. 1093/2010, art. 10, par. 1 e art. 15, par. 1.

dall'autorità bancaria deve restituire l'atto alla stessa, motivandone compiutamente le ragioni che sono alla base di tale decisione, così come anche quando decide di approvare con emendamenti la bozza elaborata, l'organo esecutivo europeo deve spiegare le motivazioni di una simile posizione all'agenzia bancaria.

Sta soprattutto in questi oneri motivazionali, secondo il nostro punto di vista, la cogenza dei poteri normativi di ABE come poteri di *hard law* e più in generale la sua nodale importanza quale agenzia amministrativa deputata alla standardizzazione e alla omogeneizzazione delle prassi di vigilanza prudenziale delle ANC<sup>82</sup>.

Nella tipologia dei poteri di *hard law*, si possono far rientrare anche le “decisioni individuali” che ABE adotta nei confronti degli istituti finanziari per i casi in cui il diritto dell'Unione sia direttamente applicabile e le ANC abbiano omesso di conformarsi agli atti emanati dalla stessa autorità bancaria. Si tratta di casi specifici e disciplinati espressamente dal regolamento (UE) 1093/2010 per le circostanze in cui sia necessario rimediare tempestivamente all'inosservanza degli atti adottati da ABE da parte delle ANC. Ciò al fine di mantenere o ripristinare condizioni neutre di concorrenza sul mercato o per assicurare il regolare funzionamento e l'integrità del sistema finanziario<sup>83</sup>.

---

<sup>82</sup> Del resto, possiamo notare come ulteriori vincoli sono previsti nelle fasi successive della procedura di formazione degli standard tecnici. La Commissione europea, a fronte della richiesta di modifiche al progetto presentato dall'autorità bancaria, può successivamente adottare le norme in questione con gli emendamenti ritenuti essenziali solo se ABE non ha presentato un progetto modificato o ha presentato un progetto non modificato in modo coerente con gli emendamenti proposti dalla Commissione. A completamento dei vincoli che legano la discrezionalità della Commissione europea nell'ambito degli atti normativi realizzati da ABE, va detto che il massimo organo esecutivo dell'UE non può in ogni caso modificare il contenuto di un progetto redatto dall'autorità bancaria europea senza prima coordinarsi con la stessa secondo un principio di leale collaborazione invalso nell'ordinamento comunitario per i vari organi istituzionali.

<sup>83</sup> Anzitutto, vi rientrano le fattispecie di violazione del diritto dell'UE, per cui l'autorità bancaria può adottare una decisione individuale avverso il comportamento illegittimo dei singoli istituti finanziari, obbligando questi ultimi a implementare ogni misura utile per rispettare i vincoli normativi derivanti dal diritto europeo. Poi, sono contemplati i casi di decisioni individuali nei confronti delle ANC, attraverso la procedura dell'intervento in situazioni di emergenza.

Si tratta di provvedimenti che l'autorità può emanare in casi eccezionali, laddove sia necessario coordinare l'azione delle ANC per fronteggiare situazioni che possono mettere a repentaglio il normale funzionamento e l'integrità dei mercati finanziari o la stabilità del sistema finanziario dell'UE nel suo complesso. In sostanza, con tali decisioni ABE chiede alle autorità nazionali di adottare le misure necessarie per affrontare le situazioni emergenziali, assicurando che gli istituti finanziari e le ANC rispettino gli obblighi fissati nella normativa europea di riferimento.

Il potere regolatorio di ABE racchiuso nelle decisioni individuali può essere impiegato anche per la risoluzione delle controversie sorte fra ANC in situazioni transfrontaliere. Si tratta di un potere a carattere conformativo, con cui l'autorità bancaria impone direttamente ad un istituto finanziario di implementare tutte le misure necessarie per rispettare gli obblighi del diritto dell'Unione, tra cui la cessazione di ogni eventuale pratica.

Va chiarito, tuttavia, che le decisioni individuali dell'autorità bancaria europea non escludono l'intervento della Commissione attraverso la procedura di cui all'articolo 258 TFUE che disciplina i casi in cui uno Stato membro abbia inadempito uno degli obblighi derivanti dai Trattati dell'Unione. In quest'ultima circostanza, la Commissione emana un parere motivato al riguardo, dopo aver posto lo Stato in condizione di presentare le sue osservazioni. Se lo Stato in causa non si conforma a tale parere nel termine fissato dalla Commissione, la Commissione può intraprendere un'azione giudiziaria rivolgendosi direttamente alla Corte di giustizia dell'UE.

Infine, nel novero delle funzioni di *hard law* possiamo ricomprendere il potere dell'autorità bancaria europea di proibire o comunque limitare temporaneamente la commercializzazione, la distribuzione e la vendita di prodotti, attività o strumenti finanziari che possono arrecare danno o altre esternalità negative ai consumatori.

Si tratta di misure che qui definiremo convenzionalmente "divieti", i quali possono essere applicati ai prodotti e agli altri strumenti finanziari che pongono elevati rischi all'integrità, alla stabilità e al regolare funzionamento del sistema finanziario dell'UE. Tuttavia, poiché sono considerati molto intrusivi della sfera economica delle imprese, il legislatore europeo nell'ottica di limitare siffatti poteri ha stabilito che l'autorità bancaria proceda a rivalutare le sue decisioni a

breve distanza di tempo e comunque almeno una volta ogni sei mesi, salvo che non confermi la decisione iniziale per due volte consecutive, potendo in quest'ultimo caso riesaminare il provvedimento in un arco temporale più lungo e generalmente a cadenza annuale.

La ricostruzione, in chiave sistematica, dell'assetto degli atti legalmente vincolanti nella categoria delle misure di *hard law*, appare molto utile nell'ottica della razionalizzazione dei poteri di ABE al perseguimento dei fini pubblici di tale autorità nel sistema bancario e finanziario. La funzionalizzazione dei suoi poteri vincolanti di *hard law* a fini pubblici può essere individuata nella fondamentale attività di standardizzazione e omogeneizzazione delle prassi di vigilanza prudenziale che ABE svolge a beneficio delle autorità nazionali di supervisione. Attività che non è solo utile e preziosa per le stesse ANC, quanto anche per tutti i soggetti privati – depositanti e investitori – che in vario modo partecipano alle dinamiche del mercato bancario e finanziario europeo.

#### 6.2. *Poteri di soft law e atti incentivanti: orientamenti, raccomandazioni, Q&A, pareri e attività informativa*

Dopo aver analizzato in dettaglio i poteri vincolanti nella categoria degli atti di *hard law*, esaminiamo di seguito la seconda tipologia di poteri a disposizione di ABE, vale a dire i poteri di “incentivo” configurabili con gli atti di *soft law*.

I poteri di *soft law*<sup>84</sup> appaiono già a prima vista particolarmente interessanti, soprattutto nel caso delle ESAs e particolarmente dell'autorità bancaria europea<sup>85</sup>, giacché hanno la funzione di orientare e guidare i comportamenti e le azioni delle autorità nazionali

---

<sup>84</sup> Sui diversi tipi di *soft law*, si v. L. SENDEN, *Soft Law in European Community Law*, Oxford, 2004.

<sup>85</sup> Per un'analisi dei poteri di *soft law* con riguardo alle ESAs, si v. E. CHITI, “European Agencies Rule-Making”. *Powers, Procedures and Assessment*, in *European Law Journal*, 19, 1, 2013, 93 ss.; M. VAN RIJSBERGEN, *Legitimacy and Effectiveness of ESMA's Soft Law*, Cheltenham, 2021. Inoltre, sempre recentemente, per un'analisi comparata supportata da una ricerca empirica, si v. M. ELIANTONIO, E. KORKEA-AHO, O. STEFAN (eds), *EU Soft Law in the Member States: Theoretical Findings and Empirical Evidence*, New York, 2022 e particolarmente il capitolo 3 di A. HOFMANN, *Types of EU Soft Law and Their National Impact*, ivi, 39-56.

competenti e conseguentemente degli enti creditizi<sup>86</sup>, senza quindi interferire in modo eccessivo nella sfera decisionale degli attori del mercato bancario e finanziario.

In particolare, da questo punto di vista, si può osservare come abbiano un certo rilievo i poteri di *soft law* di ABE con riferimento al ruolo di interpretazione del pertinente diritto positivo dell'UE al fine di indirizzare le autorità nazionali degli Stati membri e di quelli partecipanti all'eurozona verso prassi di vigilanza efficaci ed efficienti<sup>87</sup>. Per tale motivo, l'autorità bancaria europea è responsabile dell'adozione di orientamenti e raccomandazioni<sup>88</sup> nei confronti degli attori periferici della vigilanza prudenziale e delle altre istituzioni finanziarie allo scopo di creare standard prudenziali capaci di garantire nel tempo l'uniforme attuazione del diritto dell'UE nel settore bancario.

Vediamo più in dettaglio questa tipologia di poteri di *soft law*, esaminando anche il dato di diritto positivo. In sostanza, l'articolo 16 del regolamento (UE) 1093/2010 conferisce ad ABE il potere di emanare due tipologie di atti, vale a dire gli orientamenti e le raccomandazioni. L'articolo 16 non è tuttavia una base giuridica procedurale di per sé sufficiente per consentire ad ABE di adottare una normativa di *soft law*, giacché gli atti in questione possono essere emanati solo se hanno anche una base legale riferibile alla legislazione sostanziale, ossia il diritto finanziario dell'UE che definisce l'ambito di azione dell'autorità bancaria europea.

Orientamenti e raccomandazioni condividono essenzialmente lo stesso regime giuridico, mentre si distinguono per il fatto che i primi si

---

<sup>86</sup> Per un'analisi dei poteri di *soft law* da parte delle agenzie amministrative europee, si v. P. ROCCA – M. ELIANTONIO, *European Union Soft Law by Agencies: An Analysis of the Legitimacy of their Procedural Frameworks*, in M. CONTICELLI – M. DE BELLIS – G. DELLA CANANEA (eds), *EU Executive Governance: Agencies and Procedures*, Torino, 2019, 177 ss.

<sup>87</sup> Per una discussione sull'intensità dei poteri di *soft law*, si v. F. COMAN-KUND – C. ANDONE, 'European Commission's Soft Law Instruments: in between Legally Binding and Non-binding Norms', in P. POPELIER – H. XANTHAKI *et al.* (eds), *Lawmaking in Multi-level Settings: Legislative Challenges in Federal Systems and the European Union*, Oxford and Baden-Baden, 2019, 188.

<sup>88</sup> Per un'ampia discussione sulle raccomandazioni delle Autorità di vigilanza europee (ESAs), si v. R. VABRES, *La portée des recommandations de l'Autorité européenne des marchés financiers* in F. FERRAND (ed.), *L'Europe bancaire, financière et monétaire. Liber amicorum Blanche Soussi*, Schaerbeek, 2016, 95-104.

rivolgono generalmente a tutte le autorità competenti o agli operatori di mercato, mentre le seconde sono rivolte individualmente ad una o più specifiche autorità competenti o operatori di mercato. Per garantire una certa efficacia a questi atti di *soft law*, il legislatore europeo ha previsto il regime del c.d. *comply or explain*, in base al quale i destinatari dovranno compiere ogni sforzo per conformarsi (*comply*) agli orientamenti e alle raccomandazioni e nel caso in cui un'autorità o un operatore del mercato non intenda adeguarsi dovrà informare ABE entro due mesi dall'emanazione dei relativi atti, fornendo adeguate motivazioni in merito al mancato adeguamento (*explain*).

Inoltre, un potere di *soft law* che funge da incentivo di natura reputazionale e che è rivolto in genere a rafforzare l'efficacia di tali atti è previsto tramite il meccanismo del c.d. *name and shame*. Si tratta di un sistema mediante il quale ABE può pubblicare sul proprio sito web un elenco con l'indicazione dei nomi delle autorità nazionali competenti (ma non degli attori del mercato) che non si sono conformate alle raccomandazioni e agli orientamenti (*name*), in vista di incentivare tali soggetti a adeguarsi agli orientamenti o alle raccomandazioni emanati dall'autorità bancaria per non incorrere nella sanzione reputazionale di essere indicati sul sito di ABE come soggetti inadempienti.

Sul punto si deve notare che è intervenuta la corposa riforma del 2019 sulle ESAs<sup>89</sup> che ha introdotto i pareri<sup>90</sup> e le domande e risposte, quali nuovi atti di *soft law* di cui ABE può disporre nell'esercizio dei poteri di indirizzo e orientamento delle autorità nazionali competenti e degli altri attori istituzionali del sistema bancario e finanziario<sup>91</sup>.

Nella categoria degli atti di *soft law* si può far rientrare il potere di emanare “pareri” su questioni relative all'area di competenza di ABE. In particolare, con il potere di emanare siffatti pareri, l'autorità bancaria svolge una tipica attività amministrativa di natura consultiva, la quale viene messa a disposizione dei principali organi costituzionali dell'UE

---

<sup>89</sup> Regolamento (UE) 2019/2175 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 dicembre 2019. Con riferimento alla riforma del 2019 si v. A. MAGLIARI, *La proposta di riforma delle Autorità europee di vigilanza finanziaria. Verso un ulteriore accentramento delle funzioni di vigilanza a livello sovranazionale: prospettive e problemi*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2, 2018, 391-443.

<sup>90</sup> Art. 16-*bis*, regolamento (UE) 1093/2010.

<sup>91</sup> Art. 16-*ter*, regolamento (UE) 1093/2010.

(Parlamento, Consiglio e Commissione), in vista di offrire consulenza per la risoluzione di vicende controverse e complesse del settore bancario e finanziario, come avviene per la valutazione prudenziale di fusioni e acquisizioni rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva 2006/48/CE e che richiedono consultazioni tra autorità competenti di due o più Stati membri<sup>92</sup>.

Esaminando il nuovo strumento delle domande e risposte, tipico degli ordinamenti di *common law* dove sono indicate con la sigla "Q&A", si può constatare come il potere di *soft law* in questo caso incentivi la più ampia collaborazione fra i vari attori implicati nel mercato bancario e finanziario. In particolare, la norma stabilisce che qualsiasi persona fisica o giuridica, incluse le autorità competenti, le istituzioni e gli organi dell'UE, può avanzare un quesito ad ABE con riguardo all'applicazione pratica o all'attuazione delle disposizioni degli atti legislativi di competenza della medesima autorità bancaria indicati nell'articolo 1, paragrafo 2 del regolamento (UE) 1093/2010<sup>93</sup>. In tal senso, la disposizione in parola prevede che le risposte siano pubblicate sul sito web di ABE, unitamente alle domande, salvo che la pubblicazione delle medesime si ponga in contrasto con l'interesse del soggetto che le abbia poste o con la stabilità del sistema finanziario. È facoltà di ABE respingere le domande a cui non intende rispondere, ma in questa ipotesi ha l'onere di pubblicare sul suo sito web tali domande per almeno due mesi.

---

<sup>92</sup> Va detto che il perimetro su cui l'autorità bancaria europea può fornire attività consulenziale potrebbe ricomprendere anche i casi in cui il Parlamento, il Consiglio o la Commissione richiedano un parere su questioni anche connesse al campo di competenza dell'autorità bancaria europea, incluse le fattispecie in cui vi è bisogno di svolgere una consultazione pubblica o un'indagine di tipo tecnico.

<sup>93</sup> Una specifica procedura è prevista nel caso in cui la richiesta provenga da almeno tre membri votanti che siedono nel consiglio dell'autorità di vigilanza, i quali, per affrontare questioni sorte dalla proposizione di una domanda, possono sollecitare l'adozione di orientamenti ai sensi dell'articolo 16 del regolamento (UE) 1093/2010 o richiedere una consulenza al gruppo delle parti interessate di cui all'articolo 37, stesso regolamento, riesaminare le domande e le risposte a intervalli adeguati, effettuare consultazioni pubbliche o analizzare i relativi costi e benefici potenziali. Infine, la nuova disposizione sulle domande e risposte prevede che ABE debba inoltrare alla Commissione le domande che comportano un'interpretazione del diritto dell'UE e conseguentemente pubblicare le risposte fornite sul proprio sito web.

Nei poteri di *soft law* si può far rientrare anche l'attività informativa che l'autorità bancaria europea svolge nei confronti delle ANC e in relazione agli istituti finanziari, in vista di portare a compimento i propri scopi istituzionali. L'attività informativa può essere effettuata anche periodicamente e in tal caso viene curata dalla ANC degli Stati membri con la compilazione di appositi modelli e formulari<sup>94</sup>.

In particolari circostanze, come nel caso di mancanza delle informazioni o ritardo nell'invio delle stesse, ABE può presentare un'istanza debitamente motivata, rispettivamente ad un'altra ANC, al ministero responsabile delle finanze, alla banca centrale nazionale o all'istituto statistico dello Stato membro interessato, i quali si presume possano disporre dei dati in questione<sup>95</sup>.

Va detto che l'autorità bancaria europea nella raccolta delle informazioni potrebbe incontrare alcune limitazioni legali dovute alla normativa sul segreto professionale e agli altri vincoli sulla divulgazione dei dati sensibili relativi agli istituti di credito. Vero è che con la riforma del 2019, il legislatore europeo ha enfatizzato l'importanza della gestione delle informazioni, sancendo una collaborazione fra l'autorità bancaria e il Comitato europeo per la protezione dei dati istituito dal regolamento (UE) 2016/679, anche al fine di evitare duplicazioni, incoerenze e incertezza del diritto nel settore della protezione dei dati<sup>96</sup>.

---

<sup>94</sup> Generalmente, molte informazioni sono reperibili grazie all'attività informativa e divulgativa svolta dal SEBC e dal Sistema statistico europeo; sicché ABE si può avvalere di tali banche dati senza ricercare necessariamente le informazioni presso le singole ANC o gli istituti finanziari, anche al fine di evitare duplicazioni degli obblighi informativi che produrrebbero non pochi problemi anche sul versante dell'efficienza dell'azione amministrativa. Inoltre, non è un caso che il regolamento (UE) 1093/2010 preveda una banca dati, accessibile a livello centrale, degli istituti finanziari registrati nell'area di competenza dell'autorità bancaria europea.

<sup>95</sup> Laddove le informazioni necessarie non possano essere reperite neppure mediante una richiesta ad hoc agli organi appena menzionati, l'autorità può richiedere i dati in questione direttamente agli intermediari bancari interessati, sempre mediante un'istanza debitamente motivata e giustificata. Tuttavia, se intende procedere nel senso di richiedere le informazioni e i dati direttamente all'istituto di credito, ABE dovrà prima informare l'autorità nazionale competente dello Stato membro in cui ha la sede la banca interessata dalla richiesta di informazioni.

<sup>96</sup> Certamente, l'autorità bancaria europea non può usare le informazioni e i dati riservati ottenuti dagli istituti vigilati per scopi diversi da quelli strettamente necessari a svolgere i compiti previsti dalla normativa comunitaria. Tuttavia, come visto, il

Nel concludere l'analisi sui poteri di *soft law*, un cenno va fatto al potere di sviluppare metodologie comuni per valutare l'effetto delle caratteristiche del prodotto e dei relativi processi di distribuzione sulla situazione finanziaria di un istituto e sulla protezione dei consumatori. È questo un potere di *soft law* che rientra nell'attività di supervisione prudenziale che ABE svolge in vista di emanare gli orientamenti per uniformare e standardizzare le prassi di vigilanza delle autorità nazionali competenti su questioni delicate, come sono quelle della *corporate governance* e della *product governance*.

Si tratta di un argomento di cui ci occuperemo approfonditamente quando discuteremo del potere discrezionale dell'autorità bancaria europea e lo affronteremo analizzando proprio un caso che riguarda la valutazione dei prodotti bancari al dettaglio interconnesso con il tema della *corporate governance* (cfr. paragrafo 7.4).

Ricostruito anche l'assetto degli atti di *soft law*, possiamo trarre alcune preziose indicazioni per sostenere il paradigma della funzionalizzazione di tali poteri ai compiti istituzionali di ABE. A questo scopo, è utile osservare come i poteri di matrice incentivante degli atti di *soft law* si prestano maggiormente rispetto ad altri poteri ad essere modellati per il perseguimento degli obiettivi istituzionali dell'autorità bancaria.

Si pensi al potere conformativo tipicamente associato agli orientamenti e alle raccomandazioni che può essere impiegato con una certa flessibilità in modo da ottenere risultati efficaci sul versante del rispetto delle regole da parte di autorità nazionali e operatori economici, favorendo di conseguenza il buon andamento e l'efficienza del mercato assieme ad una migliore protezione delle sfere individuali.

### *7. Portata e limiti dei poteri di natura discrezionale di ABE alla luce degli orientamenti della Corte di giustizia europea.*

Quelli appena esaminati sono profili di particolare interesse che inducono ad indagare ulteriormente l'assetto dei poteri dell'autorità bancaria europea nel contesto giuridico dell'UE. Pertanto, partendo

---

legislatore europeo ha previsto molteplici dispositivi legali per evitare problematiche di questo tipo e al contempo ha stabilito diversi meccanismi per incentivare la cooperazione fra i vari attori istituzionali coinvolti nelle procedure di gestione delle informazioni e dei dati.

dall'analisi sistematica svolta sinora sui poteri di *hard law* e *soft law*, la ricerca sui profili funzionali di ABE prosegue con l'indagine sulla portata e i limiti che tali poteri incontrano nell'ordinamento europeo.

Per tale ragione, nei prossimi paragrafi la ricerca delinea, grazie soprattutto alla giurisprudenza della Corte di giustizia dell'UE, l'attuale portata e i limiti dei poteri di ABE, prestando particolare attenzione ai profili della discrezionalità nell'uso di quei poteri al fine di verificare la compatibilità con la protezione delle sfere individuali.

Nell'esplorare l'assetto dei poteri dell'autorità bancaria, la nostra ricerca non può non misurarsi, seppure brevemente, con la dottrina europea sui limiti costituzionali alla delega di funzioni a carattere discrezionale in favore delle agenzie amministrative, così come scolpita dalla storica sentenza *Meroni*<sup>97</sup>, resa dalla Corte di giustizia negli anni '50 e tuttora considerata valida ed efficace per la prevalente giurisprudenza comunitaria.

#### 7.1. *La dottrina Meroni sui limiti costituzionali alla delega dei poteri di matrice discrezionale*

La dottrina Meroni costituisce un vero e proprio pilastro dell'ordinamento giuridico comunitario, in quanto rappresenta uno snodo fondamentale, a livello giurisprudenziale, di gran parte della giurisprudenza dei tribunali europei, successivi alla nota statuizione della Corte di giustizia.

È emblematico osservare come i tribunali dell'UE siano stati sempre disposti a sostenere la delegabilità del potere amministrativo quando tale conferimento sia giustificato dalle circostanze concrete del caso, ma i giudici europei hanno pur sempre agito nel perimetro del ragionamento giuridico tracciato dalla dottrina *Meroni*, dimostrandosi così poco inclini ad allontanarsi dallo schema logico di quella storica sentenza della Corte di giustizia<sup>98</sup>.

---

<sup>97</sup> CGUE, 13 giugno 1958, *Meroni & Co., Industrie Metallurgiche, società in accomandita semplice contro l'Alta Autorità della Comunità europea del Carbone e dell'Acciaio*, C-10-56, 69 ss., ECLI:EU:C:1958:8.

<sup>98</sup> Tra le tante pronunce conformi alla dottrina *Meroni*, si v. CGUE, 26 maggio 2005, *Tralli c. Banca centrale europea*, C-301/02, dove la Corte ha ritenuto che una delega di potere all'interno degli organi della BCE per decidere le norme relative alla gestione e ai contratti del personale fosse compatibile con il principio *Meroni*.

La causa *Meroni* è risalente alla Comunità europea dell'acciaio e del carbone (CECA), allorché la Corte di giustizia dichiarò invalida la delega di poteri da parte dell'Alta autorità a due organismi di diritto privato, in quanto poteri delegati di tipo esecutivo che non potevano comportare un ampio margine di discrezionalità.

In quel caso, la discrezionalità politica che non poteva essere eliminata dall'esercizio dei poteri veniva definita come la capacità di conciliare scopi diversi sulla base delle circostanze, mentre la delega di poteri, per essere considerata legittima, doveva essere dettagliatamente circoscritta e interamente controllabile da parte dell'istituzione delegante e doveva essere anche soggetta ad un rigoroso sindacato giurisdizionale sulla base di criteri oggettivi fissati dall'autorità delegante.

È interessante notare che, sebbene appartenga ad un lontano passato e si situi in un mutato contesto costituzionale dell'Unione, la dottrina *Meroni* rimane ancora una pietra miliare nell'ordinamento giuridico europeo per ciò che riguarda la delegabilità di poteri alle agenzie e agli altri organi amministrativi europei<sup>99</sup>.

Da questa prospettiva, è utile osservare che i principi stabiliti nella causa *Meroni* sono stati indirettamente rafforzati dall'articolo 290 del TFUE. In particolare, la norma in questione stabilisce che la delega dei poteri alla Commissione è legittima allorché l'atto legislativo definisce gli elementi essenziali del settore.

Dunque, la Commissione non può effettuare scelte politiche discrezionali sotto forma di atti delegati e lo stesso rigore si applica a maggior ragione all'esercizio di poteri analoghi da parte delle agenzie, come emerge anche dai regolamenti che disciplinano le autorità di vigilanza finanziaria.

---

<sup>99</sup> Sulla dottrina *Meroni*, si v. M. CHAMON, *EU Agencies: Does the Meroni Doctrine Make Sense?*, in *Maastricht Journal of European & Comparative Law*, 17, 2010, 281 ss.; P. LINTNER, *De/centralized decision making under the European resolution framework: does Meroni hamper the creation of a European resolution authority?* in *European Business Organization Law Review*, 18, 3, 2017, 591-616.

## 7.2. *Il caso Romano e il consolidamento della dottrina sulla indelegabilità dei poteri a organi del diritto europeo derivato*

La dottrina *Meroni* è stata successivamente rafforzata e ulteriormente dettagliata dal noto caso *Romano*, deciso dalla Corte di giustizia all'inizio degli anni '80<sup>100</sup>.

La sentenza *Romano* e il suo rapporto con il caso *Meroni* continuano a essere tuttora dibattuti nella letteratura accademica<sup>101</sup>, sicché vale la pena delinearne, seppure per sommi capi, gli assunti principali, precisando sin da subito che con tale caso la Corte ha inteso consolidare la dottrina sulla non delegabilità di poteri di matrice discrezionale a organi diversi da quelli costituzionalmente previsti dai Trattati, ma soltanto previsti dal diritto europeo derivato, come in precedenza statuito nel caso *Meroni*.

In sostanza, nella sentenza *Romano* la Corte ha dichiarato l'incompatibilità con i Trattati dell'Unione dell'autorizzazione all'adozione di atti normativi da parte di organi istituiti attraverso il diritto derivato, come accade per le agenzie amministrative europee e quindi anche per ABE e le altre ESAs.

A tal riguardo, una rilevante questione deriva dal fatto che il ragionamento seguito dalla Corte nel caso *Romano*, che nega forza legale agli atti della Commissione amministrativa istituita ai sensi del Regolamento 1408/71 relativo ai pagamenti della sicurezza sociale, si basa in parte sull'articolo 155 CEE, vale a dire la principale disposizione del Trattato che autorizzava la Commissione a svolgere le proprie funzioni, e in parte sugli articoli 173 e 177 CEE che trattavano del controllo giurisdizionale diretto e indiretto della Corte di giustizia.

Eppure, in che misura il limite all'esercizio dei poteri delegati a organi amministrativi derivi da una combinazione di tali norme, dato che all'epoca non esisteva alcuna disposizione esplicita per il controllo giurisdizionale di un organo come la Commissione amministrativa, non veniva chiarito dalla Corte, gettando più ombre che luci sulla dottrina della (non) delegabilità dei poteri di natura discrezionale agli organi europei differenti dalla Commissione.

---

<sup>100</sup> CGUE, 14 maggio 1981, *Giuseppe Romano c. Institut National D'Assurance*, C-98/80.

<sup>101</sup> Si v. M. CHAMON, *EU Agencies between "Meroni" and "Romano" or the Devil and the Deep Blue Sea*, in *Common Market Law Review*, 48, 2011, 1057-1060.

In virtù dell'assenza di una chiara presa di posizione al riguardo, a nostro modo di vedere la sentenza *Romano* crea non pochi problemi in ordine ai profili di certezza del diritto per le agenzie amministrative chiamate a svolgere le proprie funzioni sulla base della delega dei poteri da parte degli organi istituzionali dell'UE.

### 7.3. *La sentenza ESMA Short Selling e l'erosione della dottrina sulla non delegabilità dei poteri discrezionali alle ESAs*

Dopo la sentenza *Romano*, sebbene vi siano state altre decisioni della Corte che hanno affrontato direttamente l'argomento della discrezionalità delle agenzie amministrative, non si sono registrate prese di posizione degne di nota rispetto alla dottrina *Meroni*. Va osservato, invece, come in questa evoluzione giurisprudenziale della Corte di giustizia in merito all'uso dei poteri di tipo discrezionale da parte delle agenzie europee, un tassello fondamentale è costituito dalla più recente sentenza *ESMA Short Selling* del 2014, resa su di una controversia fra ESMA e il Regno Unito riguardante la latitudine dei poteri di intervento di tale autorità e più in generale delle agenzie amministrative europee.

È soprattutto in questa pronuncia, a nostro modo di vedere, che la Corte di giustizia sembra aprire una breccia alla possibilità di delegare poteri discrezionali agli organi amministrativi, quali le agenzie europee e le ESAs particolarmente, senza incorrere nei rigorosi limiti della dottrina *Meroni* sulla non delegabilità di simili funzioni agli organi non costituzionalmente previsti dai Trattati ma solo dal diritto derivato.

È interessante notare come, nel caso in questione, pur stabilendo che l'uso dei poteri di intervento di natura discrezionale da parte di un'agenzia europea, quale l'ESMA, debba ritenersi circoscritto alle condizioni e ai criteri sostanziali e procedurali della normativa di riferimento, la Corte ha ammesso, seppur in maniera indiretta, la delega di siffatti poteri, purché il loro esercizio da parte dell'autorità amministrativa risulti sufficientemente condizionato. In particolare, secondo la Corte, per essere legittimamente delegati, i poteri discrezionali devono essere esattamente definiti e sottoposti al controllo giurisdizionale alla luce degli obiettivi prefissati dall'autorità

delegante<sup>102</sup>, non potendo conferirsi in modo incondizionato ampi poteri di natura non vincolata ad organi diversi dalla Commissione<sup>103</sup>.

Dalla sentenza in questione emerge in modo piuttosto nitido che il potere può essere conferito direttamente ad un'agenzia amministrativa dell'UE. In particolare, nel caso di specie, era stato conferito ad ESMA, tramite un atto legislativo, il regolamento (UE) 236/2012<sup>104</sup>, il potere di intervenire in relazione alle vendite allo scoperto di titoli azionari (*short selling*) e ai contratti derivati aventi ad oggetto la copertura del rischio di inadempimento dell'emittente (*credit default swap*). Tuttavia, il Regno Unito in qualità di parte ricorrente nella causa in questione ha argomentato l'illegittimità di tale provvedimento alla luce di quattro motivi, tre dei quali, essendo particolarmente significativi ai fini della nostra indagine, li discuteremo in questa sede.

*I)* In primo luogo, il Regno Unito ha sostenuto che il potere di conferimento diretto di cui all'articolo 28 del regolamento (UE) 263/2012 sulle vendite allo scoperto violava i principi cardine fissati nel caso *Meroni* inerenti alla discrezionalità che può essere concessa alle ESAs. La Corte di giustizia ha tuttavia respinto questa argomentazione, affermando che i poteri esercitati da ESMA, ai sensi dell'articolo 28 del citato regolamento, erano sufficientemente delineati così da non violare i principi contenuti in *Meroni*<sup>105</sup>.

---

<sup>102</sup> CGUE, 22 gennaio 2014, *Regno Unito c. Parlamento e Consiglio*, C-270/12, par. 53.

<sup>103</sup> *Ibid.*, par. 54.

<sup>104</sup> Regolamento (UE) n. 236/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 marzo 2012 relativo alle vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei contratti derivati aventi ad oggetto la copertura del rischio di inadempimento dell'emittente (*credit default swap*).

<sup>105</sup> Nell'affermare ciò, in sostanza, la Corte ha tenuto conto di tre fattori: *i)* gli organismi in questione nella causa *Meroni* erano entità di diritto privato, mentre ESMA, come agenzia amministrativa europea, è a tutti gli effetti un'entità giuridica dell'Unione, istituita cioè direttamente attraverso la legislazione comunitaria; *ii)* la disposizione contestata non conferiva ad ESMA alcun potere autonomo che andasse oltre i limiti del quadro normativo stabilito dal regolamento di tale autorità; *iii)* a differenza del caso dei poteri delegati agli organismi interessati nella causa *Meroni*, l'esercizio dei poteri ai sensi dell'articolo 28 del regolamento (UE) 236/2012 era circoscritto da varie condizioni e criteri che limitavano la discrezionalità di ESMA. Tali limiti erano sia sostanziali, attraverso criteri che specificavano nel dettaglio quando ESMA poteva intraprendere l'azione contestata, sia procedurali, specificando gli organi che dovevano essere consultati quando veniva intrapresa tale azione.

*II)* In secondo luogo, il Regno Unito ha sostenuto che l'attribuzione ad ESMA, ai sensi dell'articolo 28 del Regolamento (UE) 236/2012, dei poteri di adottare quelle misure di portata generale – che nella parte sull'agentificazione abbiamo definito come “quasi-normative” (*cfr.* paragrafo 3) – si pone in contrasto con i principi stabiliti nel caso *Romano*.

La Corte ha respinto tale argomentazione, riconoscendo che ESMA era legittimata, in forza proprio dell'articolo 28 del richiamato regolamento, ad adottare misure quasi-normative di portata generale in circostanze strettamente circoscritte e ha ritenuto che ciò non fosse in contrasto con quanto statuito nella causa *Romano*.

Inoltre, va detto anche che, ad un livello più generale dell'ordinamento dell'UE, il quadro istituzionale europeo dei Trattati, in particolare gli articoli 263, paragrafo 1 e 277 del TFUE, consentono espressamente alle agenzie europee di adottare atti di portata generale. Pertanto, a nostro avviso, non si poteva dedurre dal caso *Romano* che la delega di poteri ad un'agenzia amministrativa come ESMA sia disciplinata da condizioni diverse da quelle stabilite nella sentenza *Meroni*.

*III)* In terzo luogo, il Regno Unito ha sostenuto che gli articoli 290 e 291 del TFUE riducono i casi in cui i poteri possono essere conferiti alla Commissione e che il Consiglio e il Parlamento europeo non hanno il diritto, ai sensi dei Trattati, di delegare poteri come quelli del caso in esame a un'agenzia dell'UE. Invero, la Corte ha riconosciuto che l'articolo 28 del regolamento (UE) 236/2012 ha conferito il potere non alla Commissione, ma ad un'agenzia dell'UE. Ciò ha imposto alla Corte di decidere se gli articoli 290 e 291 TFUE siano intesi a stabilire un quadro giuridico unico in base al quale determinati poteri delegati ed esecutivi possono essere attribuiti esclusivamente alla Commissione o se il legislatore dell'Unione possa prevedere altri sistemi di delega di tali poteri a organi, uffici o agenzie dell'UE e, tra questi, anche alle ESAs<sup>106</sup>.

---

<sup>106</sup> La Corte ha osservato che, sebbene i Trattati non contengano disposizioni esplicite che consentano siffatta delega di poteri, alcune norme del Trattato presuppongono l'esistenza di tale possibilità. Le ESAs sono soggette al controllo giurisdizionale attraverso gli articoli 263, 265 e 267 TFUE, che si applicano agli organi, uffici e agenzie dell'UE, cui è stato conferito il potere di adottare misure giuridicamente vincolanti nei confronti di persone fisiche o giuridiche.

Secondo il nostro punto di vista, nel caso di specie il potere discrezionale concesso ad ESMA deve essere contestualizzato all'interno del più ampio quadro normativo sull'integrazione dei mercati finanziari e sulla prevenzione del rischio di contagio finanziario<sup>107</sup>.

Nello specifico, ciò può comportare una delega di poteri ad ESMA per l'imposizione di restrizioni temporanee alle vendite allo scoperto di determinati titoli, in vista di prevenire una caduta incontrollata dei prezzi di tali strumenti finanziari. Se è vero che tale conferimento di poteri ad una ESAs non corrisponde alle situazioni previste dagli articoli 290 e 291 TFUE, è altrettanto vero che una simile delega di funzioni esecutive non pregiudica le medesime condizioni previste dalle norme del Trattato<sup>108</sup>.

Si può sostenere, dunque, che il ragionamento giuridico seguito dalla Corte di Giustizia con la sentenza *ESMA short selling* segna una storica e decisiva apertura nell'ambito della delega dei poteri esecutivi, rispetto al precedente orientamento cristallizzato nella dottrina *Romano*, adattando le funzioni delle ESAs e pertanto anche di ABE al mutato contesto giuridico dell'ordinamento europeo, in vista di ottenere una maggiore e più efficace integrazione amministrativa nell'Unione<sup>109</sup>.

Inoltre, non senza acute critiche da parte della dottrina che ha ravvisato un *vulnus* al principio dell'equilibrio istituzionale<sup>110</sup>, viene

---

<sup>107</sup> Per l'analisi dei rapporti bancari e finanziari che emergono dall'integrazione economica europea con specifico riferimento alle fonti normative si v. F. CAPRIGLIONE, *Fonti normative*, in ID. (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, Padova, 2010, 13 ss., ma si v. anche ID., *La finanza come fenomeno di dimensione internazionale*, ivi, 124 ss.

<sup>108</sup> In tal senso si v. P. CRAIG, *EU administrative law*, cit., 170-172.

<sup>109</sup> Sull'integrazione amministrativa nel contesto dell'unione bancaria europea, si v. G. DELLA CANANEA, *L'Unione europea. Un ordinamento composito*, Bari, 2003; C. FRANCHINI – E. CHITI, *L'integrazione amministrativa europea*, Bologna, 2010; G. VESPERINI – E. CHITI, *The Administrative Architecture of Financial Integration: Institutional Design, Legal Issues, Perspectives*, Bologna, 2016.

<sup>110</sup> Il caso *ESMA short selling* sui poteri discrezionali delle agenzie amministrative europee ha aperto un vivace dibattito in dottrina, con il sostegno di alcuni e le critiche di altri; queste ultime, come anticipato, sono rivolte soprattutto all'impatto della sentenza *ESMA* sul principio dell'equilibrio istituzionale nell'ordinamento giuridico dell'UE. Si v. M. CHAMON, *The Empowerment of Agencies under the Meroni Doctrine and Article 114 TFEU: Comment on United Kingdom v Parliament and Council (Short-selling) and the Proposed Single Resolution Mechanism*, in *European*

superata in parte anche la sentenza *Romano*, almeno per quanto riguarda la possibilità di adottare atti quasi-normativi di portata generale da parte di organi e agenzie dell'UE<sup>111</sup>, ampliando così le occasioni di conferire poteri di natura discrezionale alle agenzie europee piuttosto che alla Commissione, quale organo esecutivo costituzionalmente preposto dall'ordinamento giuridico comunitario e diminuendo pertanto la garanzia del controllo democratico del Parlamento e del Consiglio su tale organo.

Eppure, a mio modo di vedere, vi sono almeno due ragioni per considerare in senso favorevole le prese di posizioni della Corte di giustizia nel caso *ESMA*.

In primo luogo, ad *ESMA* è stata riconosciuta una certa discrezionalità nel determinare quando applicare l'articolo 28 del regolamento (UE) 236/2012. Pertanto, non si è ha negata questa possibilità, ma piuttosto si è sottolineato che la discrezionalità è strettamente circoscritta dal punto di vista sostanziale e soggetta a garanzie procedurali, concludendo che era coerente con la dottrina *Meroni*. In particolare, il fatto che il legislatore dell'UE possa delegare direttamente alle agenzie il potere di adottare atti giuridici non solo vincolanti per i destinatari, ma anche vincolanti in generale, può dirsi quindi soggetto all'avvertenza che tale delega alle agenzie è ammissibile solo se l'ambito del potere così delegato resti circoscritto da criteri e condizioni, in modo da garantire che i poteri siano sufficientemente delineati e soggetti a controllo giurisdizionale, preservando, a questo proposito, i principi scolpiti nella decisione *Meroni*.

In secondo luogo, va tenuto conto che il significato e l'applicazione del concetto del principio dell'equilibrio istituzionale dell'UE restano tuttora controversi. Si tratta di un concetto non statico, ma dinamico, nel senso che il significato può cambiare nel tempo e le agenzie amministrative come le ESAs riflettono una scelta consapevole del legislatore dell'UE di creare organi con maggiori poteri rispetto al passato e di limitare la misura in cui la Commissione può interferire con i loro regolamenti.

---

*Law Review*, 39, 2014, 380 ss.; C.F. BERGSTRÖM, *Shaping the New System for Delegation of Powers to EU Agencies: United Kingdom v. European Parliament and Council (Short Selling)*, in *Comm. Mark. Law Rev.*, 52, 2015, 219.

<sup>111</sup> P. CRAIG, *EU administrative law*, cit., 65 e 66.

In definitiva, si può argomentare che, sebbene il potere conferito ad ESMA dall'articolo 28 del citato regolamento sulle vendite allo scoperto non rientri nei limiti degli articoli 290 e 291 del TFUE, tuttavia la decisione del legislatore europeo di conferire direttamente a tale agenzia siffatto potere può essere considerata coerente con la visione generale sul ruolo delle ESAs nello schema del processo decisionale dell'UE<sup>112</sup>.

Per questa ragione, a noi sembra che il ragionamento giuridico seguito dalla Corte sia coerente con le norme fondamentali dell'UE su cui si basa l'esercizio del potere da parte delle ESAs.

Eppure, non tutto appare ancora nitido in questa delicata materia. Gran parte dei profili restano ancora controversi e irrisolti nel caso ESMA *Short selling* e così riemergono in un'altra cruciale decisione, l'ultima in ordine di tempo, che interessa direttamente proprio l'autorità bancaria europea e di cui ora ci occupiamo in dettaglio.

#### 7.4. A Game of Thrones: *il caso Fédération bancaire française (FBF) e l'ampliamento dei poteri discrezionali di ABE*

«Ciò che è morto non muoia mai». Così esordisce nelle sue poderose conclusioni l'Avvocato generale della Corte di giustizia europea Michal Bobek, ispirandosi al capolavoro *A Game of Thrones* di George R. R. Martin<sup>113</sup> e domandandosi, in altre parole, se ciò che non è mai stato un atto vincolante dell'UE possa essere annullato dalla Corte in sede di rinvio pregiudiziale o se si possa comunque avanzare un'interpretazione vincolante per un atto non vincolante dell'UE<sup>114</sup>.

Con le conclusioni dell'Avvocato generale Bobek si apre l'ultima tappa, in ordine di tempo, dell'evoluzione giurisprudenziale della Corte

---

<sup>112</sup> Pertanto, la Corte ha correttamente concluso che ciò è accettabile, dato che l'autorità dei mercati e degli strumenti finanziari è pur sempre soggetta ad un pertinente controllo giurisdizionale e che il suo potere è sostanzialmente e proceduralmente circoscritto nei modi e nelle forme compatibili con la *rule of law*.

<sup>113</sup> G.R.R. MARTIN, *A Clash of Kings*, Book Two of *A Song of Ice and Fire*, New York, 2011, 180, 181, 392, 397, 407, dove «*What is dead may never die*» (ciò che è morto non muoia mai) è il motto della Casa Greyjoy.

<sup>114</sup> Conclusioni dell'Avvocato Generale Michal Bobek presentate il 15 aprile 2021 nella causa c-911/19 *Fédération bancaire française (FBF) contro Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)*. ECLI:EU:C:2021:294, 1-35, ma spec. p. 1 dove è richiamato il passo del libro di Martin, «*What is dead may never die*».

di giustizia dell'UE nell'ambito dei poteri discrezionali delle agenzie amministrative europee e che, come anticipato, interessa proprio ABE.

Ciò che diviene davvero interessante ai fini della presente ricerca, come detto, è comprendere il modo di atteggiarsi del potere, di matrice discrezionale, di cui dispone l'autorità bancaria europea; e il caso in questione è ricco di preziosi spunti per la comprensione della portata e dei limiti della discrezionalità di ABE.

Si tratta di una vicenda che, dopo *ESMA short selling*, costituisce un tassello fondamentale per la presente ricerca, giacché fornisce preziose indicazioni in vista di esplorare, nella parte conclusiva, le opportunità, le criticità e i rischi legati all'ampliamento dei poteri di natura discrezionale in favore dell'autorità bancaria europea e di avanzare la nostra tesi sulla funzionalità di quei poteri al perseguimento dell'interesse pubblico inteso qui come la protezione delle sfere individuali.

Quello che esamineremo è dunque un caso di rilevante portata, poiché esplica i suoi effetti su larga scala all'interno dell'ordinamento giuridico dell'UE, travalicando i confini della vicenda da cui è originato e finendo per affrontare profili di cruciale rilevanza per la comprensione dei poteri di ABE e più in generale delle agenzie europee di vigilanza bancaria e finanziaria.

Si tratta di una causa che si compone di vari livelli, ma che qui, come detto, interessa soprattutto per la questione relativa all'ambito delle competenze di ABE e all'esercizio dei suoi poteri discrezionali.

In particolare, il caso in questione ha visto coinvolte come protagoniste la *Fédération bancaire française (FBF)* e l'*Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)* ed è stato affrontato dalla Grande sezione della Corte di giustizia dell'UE il 15 luglio 2021<sup>115</sup>. La

---

<sup>115</sup> CGUE (Grande Sezione), 15 luglio 2021, *Fédération bancaire française (FBF) c. Autorité de contrôle prudentiel et de résolution*, Causa C-911/19, ECLI:EU:C:2021:599. Nella dottrina italiana, sul caso FBF, si v. F. ANNUNZIATA, *The Remains of the Day: EU Financial Agencies, Soft Law and the Relics of Meroni (November 19, 2021)*, in *European Banking Institute Working Paper Series 2021* - no. 106, 2021, disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3966980>; M. DE BELLIS, *Soft law, agenzie europee e controllo giurisdizionale: le contraddizioni del caso fbf*, in *Giorn. dir. amm.*, 3, 2022, 327 ss. Inoltre, con richiami oltre che al caso *Meroni* anche al caso *Romano*, si v. N. DE ARRIBA SELLIER, *Upholding Romano, eroding Meroni: The ruling of the Court of Justice in FBF, 20 luglio 2021*, in *EU law live*, 11 dicembre 2022.

controversia era sorta dopo che l'autorità bancaria europea aveva pubblicato, nel marzo del 2016, gli orientamenti sui dispositivi di *governance* e di controllo sui prodotti bancari al dettaglio<sup>116</sup>, rivolti principalmente alle autorità nazionali competenti<sup>117</sup>.

Sostanzialmente, gli orientamenti in questione prescrivono i requisiti di *governance* dei prodotti per gli istituti finanziari e di pagamento disciplinati da varie direttive del mercato bancario e finanziario<sup>118</sup>. Successivamente, nel settembre 2017, l'*Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution* (ACPR), autorità competente francese in materia bancaria e finanziaria si è conformata agli orientamenti, pubblicando un parere sul proprio sito web dove chiariva anche che tali atti di *soft law* si applicavano a tutti gli istituti di credito soggetti alla sua vigilanza.

La *Fédération bancaire française* (FBF), associazione che rappresenta gli interessi dei principali istituti di credito in Francia, ha impugnato il parere dell'ACPR davanti al *Conseil d'État*, massimo organo di giustizia amministrativa francese, chiedendone l'annullamento perché le basi giuridiche sostanziali degli orientamenti controversi non prevedono requisiti per la *governance* dei prodotti, ma tutt'al più della *corporate governance*.

---

<sup>116</sup> Orientamenti del 22 marzo 2016 (EBA/GL/2015/18).

<sup>117</sup> Il punto 2 degli orientamenti controversi dispone che tali «orientamenti presentano la posizione dell'ABE in merito alle prassi di vigilanza adeguate all'interno del Sistema europeo di vigilanza finanziaria o alle modalità di applicazione del diritto dell'Unione in un particolare settore. (...) [L]e autorità competenti sono tenute a conformarsi a detti orientamenti integrandoli opportunamente nelle rispettive prassi di vigilanza (per esempio modificando il proprio quadro giuridico o le proprie procedure di vigilanza), anche quando gli orientamenti sono diretti principalmente agli enti».

<sup>118</sup> Il punto 5 degli orientamenti controversi chiarisce che tali atti di *soft law* «riguardano la costituzione di dispositivi di *governance* e di controllo sui prodotti sia per i produttori sia per i distributori; essi costituiscono parte integrante della disciplina generale sui requisiti organizzativi e sul sistema dei controlli interni delle imprese». Inoltre, essi «si riferiscono ai processi interni, alle funzioni e alle strategie finalizzati all'elaborazione dei prodotti, alla loro immissione sul mercato e alla loro revisione durante l'intero ciclo di vita». Gli orientamenti prevedono anche «procedure per assicurare che gli interessi, gli obiettivi e le caratteristiche del mercato di riferimento (*target market*) siano soddisfatti». Infine, il punto 5 sottolinea che «gli orientamenti non disciplinano, tuttavia, l'idoneità dei prodotti rispetto ai singoli consumatori».

Il *Conseil d'État*, ragionando su alcuni punti nodali, ha sottoposto alla Corte di giustizia tre questioni della vicenda, che possono essere riassunte nel modo seguente: (i) se gli orientamenti controversi possano essere impugnati con un ricorso di annullamento e se la federazione bancaria francese (FBF) abbia la legittimazione ad agire in tal senso; (ii) in caso negativo, se gli orientamenti possano essere impugnati con un ricorso pregiudiziale e, in caso affermativo, (iii) se ABE abbia ecceduto l'ambito delle sue competenze ai sensi del regolamento (UE) 1093/20103, emanando gli orientamenti controversi.

Sebbene siano di grande interesse, le questioni (i) e (ii) esulano dalla nostra indagine, in quanto riguardano rispettivamente profili di diritto costituzionale l'una e di diritto processuale amministrativo l'altra; sicché ci occuperemo della questione (iii) la quale, affronta alcuni profili problematici per il diritto dell'economia, appare di notevole rilievo per quanto concerne la discussione che stiamo svolgendo sull'ampiezza e i limiti dei poteri discrezionali di ABE.

In primo luogo, va rimarcato il mandato generalmente ampio dell'autorità bancaria europea alla luce della lettura dell'articolo 1, paragrafo 2, del regolamento (UE) 1093/2010 che, come abbiamo visto in dettaglio nella parte dedicata al quadro legale (*cf.* paragrafo 4), consente a questa agenzia di operare nel contesto dei poteri conferiti dal regolamento istitutivo del 2010 e degli specifici atti legislativi europei. Poi, vanno aggiunte tutte le eventuali decisioni basate sui medesimi atti e di qualsiasi altro provvedimento dell'UE giuridicamente vincolante che conferisca ulteriori compiti all'autorità bancaria.

In sostanza, dunque, si può dire che le disposizioni pertinenti di queste direttive hanno rappresentato le basi giuridiche sostanziali degli orientamenti controversi. Inoltre, va rimarcato che, a mente dell'articolo 1, paragrafo 3 regolamento (UE) 1093/2010, l'autorità bancaria può agire anche nel settore di attività degli enti creditizi, dei conglomerati finanziari, delle imprese di investimento, degli istituti di pagamento e degli istituti di moneta elettronica. Va pure chiarito, sempre sulla base di tale disposizione, che l'autorità bancaria è competente sulle questioni relative alla *governance*, alla revisione contabile e all'informativa finanziaria, purché tali azioni siano necessarie per assicurare l'applicazione effettiva e coerente di tali atti.

Non è insignificante porre una certa enfasi su questi aspetti del diritto positivo, poiché è proprio interpretando le disposizioni poco sopra

richiamate che la Corte ha argomentato la validità degli orientamenti controversi nel caso *FBF*.

La ricostruzione del quadro normativo applicabile ai poteri e alle funzioni di ABE trova poi uno snodo fondamentale nel contesto degli obiettivi generali che tale autorità deve avere di mira nell’emanare gli strumenti di *soft law*, come nel caso dell’adozione degli orientamenti controversi oggetto del caso *FBF*. In effetti, la delineazione dello scenario legale di riferimento ha avuto un ruolo fondamentale nella definizione dell’esito della vicenda in senso favorevole ad una maggiore apertura delle competenze, delle funzioni e soprattutto dei poteri, a carattere discrezionale, dell’autorità bancaria europea.

In particolare, confutando la tesi dell’Avvocato generale Bobek, secondo il quale gli orientamenti controversi non rientrerebbero, nel loro complesso, nel campo di applicazione degli atti legislativi di cui al regolamento (UE) 1093/2010 o di quelli che conferiscono compiti specifici, la Corte ha stabilito che la legittimità ad emanare gli atti di *soft law* debba essere valutata soprattutto alla luce del contesto normativo generale in cui poteri e funzioni sono esercitati, piuttosto che (solo) sulla base delle specifiche regole previste dagli orientamenti controversi<sup>119</sup>.

La tesi della Corte ha dunque disatteso l’eloquente posizione assunta dall’Avvocato generale Bobek, il quale si era schierato con la Commissione europea e contro l’autorità di vigilanza francese (ACPR), sostenendo che ABE aveva oltrepassato i confini legali per l’esercizio dei suoi poteri<sup>120</sup>.

---

<sup>119</sup> Se si esaminano gli orientamenti controversi, si può notare come questi suggeriscono ai produttori di identificare i mercati di riferimento e di garantire che i prodotti bancari siano adeguati a tali mercati (Orientamento dell’ABE, n. 3). Inoltre, gli orientamenti consigliano di eseguire appositi test al fine di determinare in che modo i prodotti influirebbero sui consumatori nei vari contesti di mercato (Orientamento dell’ABE, n. 4). I produttori dovrebbero altresì scegliere i distributori appropriati in base allo specifico mercato di riferimento e informare quest’ultimi circa le caratteristiche e i rischi del prodotto per i consumatori (Orientamenti dell’ABE, nn. 7-8.). Di conseguenza, anche i distributori di prodotti bancari dovrebbero informare i consumatori sulle principali caratteristiche dei prodotti in questione e dei loro rischi (Orientamento dell’ABE, n. 12).

<sup>120</sup> Su cui si v. M. ELIANTONIO, *Of life, death, resurrection, and legal zombies: Advocate General Bobek’s Opinion in Fédération bancaire française*, in *EU law live*, 21 aprile 2021. È utile osservare che l’Avvocato generale Bobek, nell’argomentare la

È di estrema rilevanza osservare che, nell'affrontare indirettamente il problema della *product governance* rispetto alla *corporate governance* enfatizzata dall'Avvocato generale, la Corte di giustizia abbia fatto leva sull'argomento teleologico, evidenziando lo scopo ultimo del potere di *soft law* dell'autorità bancaria in quello di garantire un'applicazione uniforme e coerente del diritto dell'UE.

Si tratta di un profilo fondamentale per la nostra indagine sull'ampliamento dei poteri di matrice discrezionale di ABE nella recente giurisprudenza della Corte di giustizia. Non è un caso che, nell'argomentare l'intensificazione dei poteri, la Corte abbia considerato l'articolo 1, paragrafo 3, del regolamento (UE) 1093/2010, un vero e proprio *deus ex machina*<sup>121</sup>, ritenendo che ABE possa adottare i suoi poteri di *soft law* anche in materie diverse da quelle coperte dagli atti legislativi espressamente previsti dal regolamento (UE) 1093/2010.

Il ragionamento seguito dalla Corte sul punto può essere sintetizzato così: se non vi è una chiara base giuridica che consente in modo espresso di esercitare i poteri nella materia oggetto degli orientamenti controversi, va detto anche che non vi è alcuna disposizione del regolamento (UE) 1093/2010 (o di altra norma dell'UE) che impedisce ad ABE di esercitare i propri poteri nell'ambito della *product governance*.

In linea teorica, dunque, l'autorità bancaria europea sarebbe legittimata ad emanare gli orientamenti o gli altri atti di *soft law* nell'ambito della *governance* dei prodotti bancari al dettaglio, purché le misure in questione servano ad assicurare una applicazione effettiva e coerente delle regole di tale settore.

Con il caso *FBF* si chiude la parte dell'indagine dedicata all'analisi critica degli orientamenti più (*ESMA, FBF*) e meno (*Meroni, Romano*) recenti della giurisprudenza della Corte di giustizia sui poteri

---

sua tesi circa l'illegittimità degli orientamenti, ha sostenuto la discrepanza tra l'oggetto degli orientamenti controversi e i presupposti giuridici sostanziali su cui si basano tali atti di *soft law*. Nello specifico, aderendo alla tesi della federazione bancaria francese ricorrente (*FBF*), l'Avvocato generale ha contestato gli orientamenti poiché non si riferirebbero alla *corporate governance*, ma piuttosto alla *product governance*, materia che, alla luce dell'attuale legislazione UE e del regolamento 1093/2010, non ricade nell'ambito di competenza dell'autorità bancaria europea.

<sup>121</sup> M. CHAMON, N. DE ARRIBA-SELLIER, *FBF: On the Justiciability of Soft Law and Broadening the Discretion of EU Agencies*, in *Eu. Const.*, 18, 2022, 286 ss., ma sul punto 298-299.

discrezionali delle ESAs e, per quanto ci riguarda, sull'autorità bancaria europea.

Nella parte conclusiva della ricerca, focalizzeremo la nostra attenzione sulle opportunità, le criticità e i rischi che emergono dall'ampliamento dei poteri di matrice discrezionale di ABE. L'analisi che svolgeremo si pone peraltro a conclusione della parte della ricerca dedicata ai profili funzionali dell'autorità bancaria europea.

Questa indagine a noi è parsa fondamentale per il fatto che, nonostante i tanti progressi compiuti in questo cruciale settore dell'ordinamento comunitario da parte della dottrina e della giurisprudenza europee, una sistematizzazione e una razionalizzazione del potere amministrativo continua a mancare, soprattutto per quanto concerne l'uso del potere di natura discrezionale di ABE nel sistema bancario e finanziario europeo.

Nella parte conclusiva della presente ricerca, raccogliendo quanto seminato nel corso dell'indagine e offrendo alcune soluzioni operative, proponiamo una diversa lettura sull'uso e sull'ampliamento dei poteri di matrice discrezionale di ABE attraverso la tesi del vincolo funzionale al perseguimento del pubblico interesse, inteso come protezione delle sfere individuali coinvolte nei processi economici del mercato bancario e finanziario europeo.

#### *8. Conclusioni: poteri discrezionali e perseguimento dell'interesse pubblico come protezione delle sfere individuali*

Se si tiene presente l'analisi empirica sul lavoro svolto da ABE, a poco più di dieci anni dalla sua istituzione nell'ambito della ristrutturazione della *governance* bancaria dell'UE dovuta alla crisi finanziaria del 2008, si possono individuare almeno tre aspetti di sicuro interesse per trarre argomentazioni utili a sostenere la nostra tesi sulla funzionalità dei poteri di matrice discrezionale al perseguimento del pubblico interesse.

Un primo profilo riguarda la crescente credibilità e la capacità di regolazione che tale agenzia ha saputo offrire in questo periodo, denotando quindi una efficace propensione a prestare tutela alle prerogative e ai diritti dei soggetti privati coinvolti nei processi di mercato del settore bancario e finanziario.

Un secondo aspetto mostra come tale autorità sia diventata sempre più “imprenditoriale” e “opportunistica”, offrendo soluzioni flessibili alle varie problematiche del mercato bancario e divenendo sempre più attenta alle esigenze dei vari interessi privati in gioco nei processi economici.

Infine, un terzo profilo più generale mostra come ABE sia un organo amministrativo *ad hoc* per affrontare le criticità e le fragilità della *governance* bancaria e gestire con una certa flessibilità le emergenze in tale settore<sup>122</sup>, divenendo così un punto di riferimento per le autorità nazionali e di conseguenza anche per gli enti creditizi, i depositanti, gli investitori e tutti gli altri soggetti privati che a vario titolo sono coinvolti nei processi economici del settore bancario e finanziario.

Nondimeno, nell’adempiere il suo mandato come agenzia amministrativa, essa pone alcune rilevanti sfide all’originario assetto della *governance* bancaria, così come era stato concepito dal regolamento istitutivo di questa autorità.

Una delle sfide più delicate è rappresentata dall’uso del potere di matrice discrezionale nello svolgimento dei compiti di regolazione e supervisione degli intermediari bancari. In particolare, l’uso del potere discrezionale da parte di questa autorità può far sorgere dei problemi di non poco conto sul versante della legittimità dell’azione amministrativa, specie alla luce delle influenze extralegali e soprattutto di natura politica cui l’autorità bancaria sarebbe soggetta (*cf.* paragrafo 3)<sup>123</sup>.

Un problema cruciale legato all’uso di simili poteri sta nel fatto che, dovendo effettuare una ponderazione degli interessi ogni volta che viene effettuata una valutazione discrezionale, la decisione di ABE può produrre effetti redistributivi sotto forma di oneri per i contribuenti. È evidente che tali effetti non sono coperti da una legittimazione politica, in quanto provengono da un’autorità che è congenitamente priva di questa caratteristica (*cf.* paragrafo 3).

---

<sup>122</sup> Su questi aspetti, si v. N. MOLONEY, *The European Supervisory Authorities and Discretion*, cit., 85; ID., *EU Financial Governance after Brexit: The Rise of Technocracy and the Absorption of the UK’s Withdrawal*, in K. ALEXANDER *et al.* (eds), *Brexit and Financial Services. Law and Policy*, London, 2018.

<sup>123</sup> Per un’analisi comparata sui regimi di legittimità e responsabilità dei regolatori finanziari, si v. P. IGLESIAS RODRIGUES, *The Accountability of Financial Regulators: A European and International Perspective*, Alphen aan den Rijn, 2014.

Vero è che ABE è stata disegnata per raggiungere gli obiettivi senza l'influenza della sfera politica<sup>124</sup>, stante la sua natura tecnica di autorità di regolazione e supervisione del mercato bancario e finanziario (*cfr.* paragrafo 4)<sup>125</sup>. Tuttavia, man mano che ha maturato esperienza, l'autorità bancaria europea si è allontanata dalla missione originaria prevista dal regolamento istitutivo, aprendo un sentiero nuovo che prevede l'uso dei poteri discrezionali e l'adozione di decisioni che implicano una ponderazione degli interessi in gioco, mettendo così in discussione la sua legittimazione di organo esclusivamente di tipo tecnico (*cfr.* paragrafi 7.3 e 7.4.)<sup>126</sup>.

È questo, a mio avviso, un nodo cruciale. Infatti, sebbene sia spesso chiamata a bilanciare i diversi interessi nei casi concreti, fatto questo che importa implicazioni di non poco conto sul versante economico degli effetti redistributivi delle decisioni prese da questa autorità, ABE non è tuttavia soggetta a un controllo diretto di natura politica da parte delle istituzioni elette (*cfr.* paragrafo 7.1), ponendo dunque una sfida per la democrazia rappresentativa (*cfr.* paragrafo 7.2).

D'altra parte, questa dimensione risponde evidentemente alla logica delle agenzie amministrative quali istituzioni tecnocratiche e burocratiche, dotate di un'autorità pubblica specializzata, ma non gestite da funzionari eletti, né tantomeno la loro attività come autorità pubbliche è direttamente legittimata dagli attori rappresentativi (*cfr.* paragrafo 2).

Si potrebbe pensare di porre argine a tale problema attraverso la sottoposizione dei poteri di natura discrezionale di ABE al principio di legalità (*rule of law*). Nel corso dell'indagine abbiamo visto come siano molteplici i vincoli legali che l'autorità bancaria deve rispettare per operare legittimamente nell'ordinamento dell'UE (*cfr.* paragrafo 4)<sup>127</sup>.

---

<sup>124</sup> Sulla natura del ruolo delle ESAs, si v. B. RITTBERGER, A. WONKA, *Introduction: Agency Governance in the European Union*, in *Journ. Eur. Public Policy*, 18, 2011, 780 ss.

<sup>125</sup> Sulla necessità delle amministrazioni tecniche per la *governance* dell'UE, si v. G. MAJONE., *Regulating Europe*, Londra, 1996.

<sup>126</sup> Sulla legittimazione come presupposto legale connotato da una natura politica e sociale, si v. J. BLACK, *Constructing and Contesting Legitimacy and Accountability in Polycentric Regulatory Regimes*, in *LSE Law Society and Economy Working Papers* 2/2008.

<sup>127</sup> Nel contesto dei poteri amministrativi di regolazione, si v. P. CRAIG, *UK, EU and Global Administrative Law, Foundation and Challenge*, Oxford, 2016, 679 ss.;

Tuttavia, questi potrebbero essere insufficienti o comunque inefficaci, per questo motivo proponiamo alcuni specifici rimedi per sistematizzare e razionalizzare l'uso della discrezionalità di ABE<sup>128</sup>.

Da un lato, data la portata della delega ad ABE nel settore bancario si può pensare come i principali vincoli di legittimazione imposti all'uso dei suoi poteri discrezionali siano quelli previsti *ex ante* a livello della struttura legislativa con mandati definiti e funzioni specificate dal regolatore europeo. Dall'altro, l'implementazione di meccanismi procedurali di responsabilità *ex post* può fornire un mezzo per controllare l'esercizio dei poteri discrezionali e valutare anche come essi vengono esercitati da parte dell'autorità.

In effetti, si possono prevedere specifici strumenti di legittimazione sotto forma di mandati legislativi dettagliati e ulteriori metodi di definizione dei poteri e delle condizioni esecutive, concepiti per delimitare lo spazio giuridico all'interno del quale l'autorità bancaria europea può operare per raggiungere gli obiettivi prefissati, lasciando in ogni caso un certo margine di libertà funzionale, al solo fine di adempiere nella maniera più efficace possibile al compito di tutelare i diritti e le sfere individuali dei soggetti implicati nel mercato. Gli strumenti in questione includono i requisiti procedurali di valutazione dell'impatto dell'azione amministrativa e i relativi requisiti di raccolta e analisi dei dati, nonché gli obblighi di consultazione che si applicano in particolare alle attività di regolazione.

Su questo punto i dati del diritto positivo europeo offrono un chiaro indirizzo, prevedendo che l'autorità bancaria (ma la stessa cosa vale per le altre ESAs) sia tenuta, in base al regolamento istitutivo e su mandato della Commissione europea, ad effettuare specifiche valutazioni di impatto dell'attività quando elabora i progetti delle norme di regolazione e attuazione, nonché degli orientamenti e delle raccomandazioni.

Inoltre, tra i dispositivi di legittimazione comunemente utilizzati vi sono i meccanismi di responsabilità che, razionalizzando e sistematizzando il potere amministrativo, strutturano lo spazio entro il

---

E. CHITI, *Is EU Administrative Law Failing in Some of its Crucial Tasks*, in *Eur. Law Jour.*, 576, 2016, 590 ss.

<sup>128</sup> Per un'analisi dei limiti legali e politici delle agenzie amministrative europee e per le possibili soluzioni, si v. P. CRAIG, *EU Administrative Law*, cit., 168-174.

quale la discrezionalità può essere legittimamente esercitata e che quindi obbligano l'autorità a rendere conto delle proprie azioni.

Tuttavia, siamo consapevoli che la sottoposizione del potere discrezionale al principio di legalità e la sua sistematizzazione alle regole del diritto potrebbero non essere di per sé sufficienti. In effetti, vincoli e regimi legali possono subire un ridimensionamento a fronte dell'esercizio di poteri discrezionali. Da ciò non è esente ABE, che, sebbene concepita per svolgere funzioni di natura tecnica e orientate all'efficienza nel mercato bancario, è chiamata a svolgere valutazioni discrezionali, anche in vista di raggiungere i propri obiettivi istituzionali (*cf.* paragrafo 7.4)<sup>129</sup>.

Nondimeno, va tenuto conto che quanto più complesso e soggetto all'incertezza è il settore dell'economia in cui opera un'agenzia, tanto maggiore sarà la necessità di discrezionalità di cui tale autorità avrà bisogno per svolgere in modo efficace il suo ruolo (*cf.* paragrafo 7.4.).

Sicché risulterebbe difficile, per non dire impossibile confinare l'attività di ABE alle sole decisioni tecniche. Scelte discrezionali, con implicazioni normative e politiche, potrebbero inevitabilmente emergere nello svolgimento dei vari compiti affidati all'autorità bancaria europea.

Sostanzialmente, l'uso di dispositivi di controllo della discrezionalità e la relativa fiducia nella tecnocrazia che essi implicano nel contesto della regolazione bancaria e finanziaria non sono privi di criticità. Al di là delle ben note difficoltà che si incontrano nell'isolare le decisioni tecniche dalle implicazioni politiche, deve tenersi presente che la regolazione bancaria e finanziaria non è una scienza esatta e che i regolatori operano spesso in condizioni di significativa incertezza e contingenza.

Sebbene la qualità della regolazione sia notevolmente migliorata grazie al costante supporto della ricerca empirica, i dati rimangono incompleti, gli indicatori di *stress* del mercato possono essere poco chiari e i *rule-makers* spesso faticano a identificare quali cambiamenti comportamentali siano necessari e come essi possano essere adottati efficacemente.

---

<sup>129</sup> D. CURTIN, *Delegation to EU Non-Majoritarian Agencies and Emerging Practices of Public Accountability*, in D. GERADIN – N. PETIT (eds), *Regulation through Agencies in the EU. A New Paradigm of European Governance?*, Londra, 2005, 88 ss.

Una soluzione, come si è argomentato nella presente ricerca, potrebbe risiedere allora nella funzionalizzazione del potere discrezionale assegnato dall'ordinamento giuridico ad ABE al perseguimento dell'interesse pubblico.

Di fronte ai rischi che l'uso di poteri di matrice discrezionale importa e che, come abbiamo visto, si sostanziano nella perdita della legittimazione democratica delle scelte compiute da ABE a noi è parso convincente avanzare la tesi della funzionalizzazione di quei poteri al perseguimento dell'interesse pubblico<sup>130</sup>, il quale, come si è argomentato in questa ricerca, si sostanzia nella protezione dei diritti individuali dei consumatori, dei depositanti e degli altri soggetti privati a vario titolo coinvolti nei processi economici del mercato bancario e finanziario.

L'argomentazione da noi proposta trova un riferimento importante nel dato del diritto positivo europeo e precisamente nello stesso regolamento istitutivo di ABE, ossia il Regolamento (UE) 1093/2010, che all'articolo 1, paragrafo 5, stabilisce come lo scopo principale

---

<sup>130</sup> La tesi trova un valido riferimento nella letteratura giuridica che si è occupata della funzionalizzazione del potere pubblico di matrice discrezionale alla salvaguardia dei diritti delle persone. Si v. almeno gli scritti più significativi, fra cui G. PASTORI (a cura di), *La procedura amministrativa*, Milano, 1964, 3 ss.; ID., *Pluralità e unità dell'amministrazione*, in G. MARONGIU – G.C. DE MARTIN (a cura di), *Democrazia e amministrazione. In ricordo di Vittorio Bachelet*, Milano, 1992, 101 ss.; ID., *Le trasformazioni del procedimento amministrativo*, in *Dir. e soc.*, 1996, vol. II, 485 ss.; ID., *La sussidiarietà orizzontale alla prova dei fatti nelle recenti riforme legislative*, in A. RINELLA – L. COEN – R. SCARCIGLIA (a cura di), *Sussidiarietà e ordinamenti costituzionali, esperienze a confronto*, Padova, 1999, 180 ss.; F. BENVENUTI, *Il nuovo cittadino. Tra libertà garantita e libertà attiva*, Venezia, 1994; ID., *Per un diritto amministrativo paritario*, in *Studi in memoria di Enrico Guicciardi*, Padova, 1975, 807, poi in *Scritti giuridici*, vol. IV, Milano, 2006, 3223 ss.; ID., *Il ruolo dell'Amministrazione nello Stato democratico contemporaneo*, in *Jus*, XXXIV, 1987, 277 ss.; G. BERTI, *Amministrazione e Costituzione*, in AA.VV., *La pubblica amministrazione nella Costituzione. Riflessioni e indicazioni di riforma*, Atti del XXXIX Convegno di Studi di Scienza dell'Amministrazione, Varenna 16-18 settembre 1993, Milano, 1995; L.R. PERFETTI, *Sull'ordine giuridico della società e la sovranità*, in *Scritti per Luigi Lombardi Vallauri*, Padova, 2016, 1153 ss.; ID., *Discrezionalità amministrativa e sovranità popolare*, in *Al di là del nesso autorità/libertà: tra legge e amministrazione*, Torino, 2017, 119-158; ID., *I diritti sociali. Sui diritti fondamentali come esercizio della sovranità popolare nel rapporto con l'autorità*, in *Dir. pubbl.*, 2013, 61-130; ID., *Discrezionalità amministrativa, clausole generali e ordine giuridico della società*, in *Dir. amm.*, 2013, 309 ss.

dell'autorità bancaria sia quello di «proteggere l'interesse pubblico», specificando subito dopo come tale protezione debba essere garantita «a beneficio dell'economia dell'Unione, dei suoi cittadini e delle sue imprese». Dunque, protezione dell'interesse pubblico che può essere intesa come funzionalizzata alla tutela delle sfere individuali («cittadini»), degli attori del mercato («imprese») e più in generale della collettività («economia dell'Unione»).

Funzionalizzare il potere di matrice discrezionale al perseguimento degli interessi dei privati e specialmente alla salvaguardia delle prerogative e dei diritti individuali costituisce a mio modo di vedere un efficace argomento anche alla luce del recente orientamento della Corte di giustizia europea nei casi *ESMA* (cfr. paragrafo 7.3) e *FBF* (cfr. paragrafo 7.4) a favore di un uso legittimo della discrezionalità delle agenzie e di ABE in particolare nel settore bancario e finanziario.

Non a caso, sul versante del diritto positivo, rispetto alla dottrina *Meroni* (cfr. paragrafo 7.1) e *Romano* (cfr. paragrafo 7.2) si può argomentare una posizione di apertura nei confronti dei poteri discrezionali, riferendosi alle disposizioni del regolamento (UE) 1093/2010 che demandano all'autorità bancaria il compito di contribuire all'elaborazione di norme e prassi comuni di regolamentazione e vigilanza di elevata qualità nel contesto del SEVIF, mediante la redazione di orientamenti e raccomandazioni<sup>131</sup>.

È significativo, sempre sul versante del diritto europeo, anche il richiamo alla regola generale a mente della quale ABE può esercitare «tutti i poteri di cui dispone» al fine di raggiungere i suoi obiettivi istituzionali<sup>132</sup>.

In effetti, sempre da una prospettiva di diritto positivo, se si guarda l'ambito di competenza di ABE, si può notare come questo non sia rigido e immutabile, ma viceversa possa considerarsi flessibile e mutevole a seconda dello spettro d'azione dell'autorità, determinato sulla base dell'interpretazione teleologica del regolamento (UE) 1093/2010, il quale, come visto, contiene riferimenti incrociati a un elenco aperto di ulteriori atti legislativi dell'UE nel settore del diritto bancario (cfr. paragrafo 5). Per cui il legame tra la produzione normativa dell'autorità bancaria europea e l'ambito di applicazione

---

<sup>131</sup> Regolamento (UE) 1093/2010, art. 8, par. 1, lett. a).

<sup>132</sup> Ivi, art. 8, par. 1, lett. j).

dello stesso regolamento (UE) 1093/2010 potrebbe effettivamente essere interpretato in modo ampio e funzionale, purché risulti sempre preordinato all'obiettivo istituzionale di tutela delle sfere individuali.

Inoltre, se si tiene presente il ruolo cardine che rivestono gli atti di *soft law* per l'esercizio delle principali funzioni di competenza di ABE, si comprende allora l'utilità dell'elemento finalistico del perseguimento del pubblico interesse e particolarmente della funzionalizzazione del potere discrezionale di questa agenzia alla tutela dei diritti.

In altri termini, a noi sembra che tale vincolo funzionale possa bene rappresentare il parametro di riferimento dell'azione dell'autorità pubblica quando agisce mediante i poteri conformativi e persuasivi sulle autorità nazionali e sugli altri attori economici del mercato bancario e finanziario. A questo riguardo, come abbiamo visto nella parte dedicata ai poteri di *soft law* (*cfr.* paragrafo 6.2), raccomandazioni e orientamenti sono emanati da ABE in vista di incentivare le autorità nazionali competenti e gli istituti finanziari a conformarsi alle disposizioni contenute in tali atti (*comply*), dovendo in caso contrario fornire le ragioni del dissenso rispetto alle prescrizioni dell'autorità bancaria (*explain*).

In un simile contesto, è utile notare che i poteri di *soft law* possono essere dispiegati dall'autorità bancaria europea per raggiungere l'obiettivo generale dell'armonizzazione della regolazione e omogeneizzazione delle prassi di vigilanza a beneficio non solo degli stessi soggetti regolati, ma anche dei soggetti privati che operano nei mercati di riferimento. A tal riguardo, va detto che tra i poteri conferiti ad ABE vi è quello di concorrere all'implementazione uniforme degli atti giuridicamente vincolanti dell'UE<sup>133</sup> e quello di promuovere la tutela di depositanti e investitori<sup>134</sup>, supportando una cultura comune della vigilanza prudenziale e garantendo l'applicazione uniforme, efficiente ed efficace di tutti gli atti di sua competenza, relativi agli enti creditizi e agli istituti finanziari, nonché alle autorità nazionali di supervisione<sup>135</sup>. Inoltre, va pure rimarcato che ABE favorisce la convergenza in materia di vigilanza ed effettua analisi economiche dei

---

<sup>133</sup> Ivi, art. 8, par. 1, lett. *b*).

<sup>134</sup> Ivi, art. 8, par. 1, lett. *h*).

<sup>135</sup> Ivi, art. 1, par. 5.

mercati per promuovere il raggiungimento dei suoi obiettivi istituzionali<sup>136</sup>.

Si tratta, invero, di compiti istituzionali che mettono in risalto il ruolo di ABE quale agenzia amministrativa deputata a garantire i diritti e tutelare le sfere individuali dei privati che a vario titolo possono essere implicati nei processi economici. Una missione questa che include anche l'impegno ad approntare un'adeguata regolamentazione e vigilanza per la gestione efficace del rischio di credito e degli altri rischi sistemici del mercato in vista di migliorare la protezione dei consumatori e dei clienti. In fondo, va enfatizzato come l'impiego di poteri più ampi e flessibili serva all'autorità bancaria per assicurare, da un lato, l'applicazione comune, uniforme e coerente del diritto dell'UE e, dall'altro, per tutelare gli interessi dei depositanti e degli investitori mediante un adeguato inquadramento dell'assunzione di rischi finanziari.

Secondo la tesi qui proposta, dunque, il punto fondamentale non è soltanto quello di verificare se ABE esercitando il potere discrezionale abbia rispettato o meno il principio di legalità (*rule of law*), quanto piuttosto il modo in cui quel potere venga esercitato dall'autorità bancaria europea. In altre parole, risulta essenziale comprendere, anche in sede di revisione giudiziaria delle sue decisioni, se il potere discrezionale sia funzionale oppure no all'assolvimento dei diritti e alla salvaguardia delle sfere individuali.

L'argomentazione qui avanzata tiene conto anche delle possibili ricadute negative e delle derive che l'uso del potere discrezionale può avere laddove non venga esercitato dall'autorità bancaria europea in conformità all'obiettivo istituzionale del perseguimento del pubblico interesse.

Una ragione fondamentale risiederebbe nel fatto che, ampliare i poteri discrezionali (e la competenza) di ABE, così come osservato nel recente orientamento della Corte di giustizia europea nel caso *FBF* (cfr. paragrafo 7.4) e prima ancora nel caso *ESMA* (cfr. paragrafo 7.3), senza vincolare l'uso di tali poteri alla protezione dei diritti fondamentali dei soggetti coinvolti nei processi economici del mercato, porterebbe ad ampliare in modo considerevole la discrezionalità di ABE per scopi che potrebbero non necessariamente essere compatibili con il

---

<sup>136</sup> *Ibid.*

perseguimento del pubblico interesse per come definito in questa sede. Si pensi, per fare un solo esempio, a tutte le ipotesi in cui il regolatore e nel nostro caso ABE sia “catturato” dagli interessi “forti” del mercato<sup>137</sup> e quindi sia portato ad assecondare interessi di parte che si pongono in contrasto con l’interesse pubblico e il benessere della collettività<sup>138</sup>.

Infine, è significativo osservare che, a differenza dei poteri giuridicamente vincolanti di *hard law* (cfr. paragrafo 6.1) il quadro normativo stabilito dal legislatore dell’UE non prevede specifiche condizioni per l’adozione dei poteri di *soft law* da parte di ABE. Circostanza questa che metterebbe a repentaglio i requisiti minimi stabiliti in precedenza nel caso *ESMA* per l’ampliamento dei poteri discrezionali delle agenzie amministrative senza un’adeguata copertura politica (cfr. paragrafo 7.3) e che ha già determinato una rottura con il passato e particolarmente con le dottrine *Meroni* (cfr. paragrafo 7.1) e *Romano* (cfr. paragrafo 7.2), aprendo una breccia alla delegabilità di poteri discrezionali a organi diversi da quelli previsti costituzionalmente dai Trattati.

Si tratta di un aspetto che, evidentemente, renderebbe ancora più importante, alla luce dell’erosione delle dottrine *Meroni* e *Romano* prima ed *ESMA* poi, il rispetto del vincolo finalistico della protezione dei diritti e delle prerogative individuali dei soggetti coinvolti a vario titolo nei processi economici del mercato bancario e finanziario europeo.

---

<sup>137</sup> Sul fenomeno della cattura del regolatore è fondamentale G.J. STIGLER, *The Theory of Economic Regulation*, in *Bell Journal of Economics*, 2, 1, 1971, 3-21; ID., *Public Regulation of The Securities Markets*, in *The Journal of Business*, 1964, 117-142.

<sup>138</sup> Per questa tesi e per ulteriori approfondimenti, sia consentito il rinvio a D. VESE, *Stato, Mercato Nomos, Ripensando al ruolo dell’amministrazione nel sistema globale di produzione*, in *PA Persona e Amministrazione: Ricerche Giuridiche sull’Amministrazione e l’Economia*, 1, 2020, 453-476.



**La compatibilità tra l'assicurazione per conto altrui e l'assicurazione sulla vita tra principio indennitario e *consumer credit insurance*. Nota a Cass. n. 21863/2022.**

**SOMMARIO:** 1. Il difficile inquadramento delle polizze collegate ai mutui; 2. Il dibattito sulla natura giuridica e sull'ambito applicativo dell'art. 1891 c.c.; 3. Le polizze collegate ai mutui tra garanzia diretta e indiretta del credito; 4. Critica all'orientamento adottato dalla Suprema Corte.

*1. Il difficile inquadramento delle polizze collegate ai mutui.*

La crescente diffusione del fenomeno della distribuzione di polizze assicurative tramite il canale bancario, conseguenza dell'ormai avvenuta integrazione dei mercati assicurativo, bancario e finanziario e della permeabilità dei relativi confini <sup>1</sup>, ha comportato un consistente aumento del contenzioso presso la Suprema Corte e l'Arbitro Bancario Finanziario.

---

<sup>1</sup> In dottrina A. CAMEDDA, *I contratti di assicurazione collegati a mutui e finanziamenti. L'obbligo di rimborso del premio assicurativo in caso di estinzione anticipata del finanziamento*, in *Riv. dir. banc.*, 2018, 414 ss.; S. LANDINI, *Polizze vita collegate a contratti di credito al consumo e interessi usurari*, in *Giur. it.*, 2022, 1094 ss.; A. TINA, *Polizze formalmente facoltative ma sostanzialmente obbligatorie*, in *Riv. dir. banc.*, 2022, 19 ss. Sull'integrazione dei mercati, senza pretesa di esaustività v. M. CIAN, *Introduzione*, in *Diritto commerciale. IV. Diritto del sistema finanziario*, Giappichelli, 2020, 5; P. CORRIAS, *Le polizze collegate ai mutui: spunti di riflessione*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2019, 137 ss.; R. NATOLI, *Il contratto «adeguato». La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Giuffrè, 2012, *passim*, spec. 157-158; F. SARTORI, *Il diritto dell'economia nell'epoca neoliberale tra scienza e metodo*, in *Riv. dir. banc.*, 2022, 309 ss., spec. 318 ss. L'ibridazione di prodotti e servizi è visibile anche nell'offerta tramite il canale assicurativo di prodotti aventi una componente di investimento, come le polizze *unit linked*: v. G. BERTI DE MARINIS, *La natura delle polizze assicurative a carattere finanziario e la tutela dell'assicurato investitore*, in *Resp. civ. e prev.*, 2018, 1518 ss.; G. MARINO, *Il contratto di investimento assicurativo tra all'intersezione tra ordinamento assicurativo e finanziario*, in *Juscivile*, 2020, 1595 ss.; D. PIRILLI, *Le polizze unit linked (ancora) al vaglio della giurisprudenza*, in *Resp. civ. e prev.*, 2017, 574 ss.

La stipula di una polizza assicurativa è spesso una *condicio sine qua non* (di fatto oltre che giuridica) per accedere al credito bancario<sup>2</sup>, e presenta vantaggi sia per il cliente, che, seppur con un maggiore costo, accede ad un finanziamento che altrimenti gli sarebbe stato negato, sia per la banca, che con la garanzia rende il credito più appetibile in vista di una futura cessione<sup>3</sup> e può usufruire della diminuzione dei requisiti di capitale applicabile in caso di mitigazione del rischio di credito<sup>4</sup>.

Nella fattispecie tra l'assicurazione e il mutuo vi è un collegamento negoziale desumibile dal rapporto di contestualità tra i due contratti<sup>5</sup>, dal versamento dell'indennizzo assicurativo alla banca<sup>6</sup> e dal collegamento tra l'ammontare dell'indennizzo e il debito residuo<sup>7</sup>.

---

<sup>2</sup> V. A. CAMEDDA, cit., 414 ss. In giurisprudenza v. Cass., 6 agosto 2021, n. 22465, in *One Legale*; la sentenza è commentata da S. LANDINI, cit., 1094 ss.; v. Cass. 5 aprile 2017, n. 8806, in *One Legale*.

<sup>3</sup> D. CERINI, *Assicurazione e garanzia del credito. Prospettive di comparazione*, Giuffrè, 2003, 8.

<sup>4</sup> Come si evince dalla normativa prudenziale le tecniche di attenuazione del rischio di credito (*Credit risk mitigation* - CRM), incidono significativamente sul calcolo dei requisiti patrimoniali necessari a fronteggiare il rischio di credito: v. Banca d'Italia, Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale, Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006, Tit. II, Cap. 2, parte prima, 1 ss.

<sup>5</sup> Secondo la giurisprudenza di legittimità, la sussistenza del collegamento tra polizza e mutuo può essere provata con ogni mezzo ed è presunta nel caso di contestualità di assicurazione ed erogazione del mutuo: Cass., 6 agosto 2021, n. 22465, cit.; Cass., 5 aprile 2017, n. 8806, cit.

<sup>6</sup> Cass., 18 gennaio 2016, n. 668, in *One Legale*. Nei contratti collegati con pluralità di parti, nei quali cioè vi sono parti entrambe terze rispetto ad uno dei contratti, essendo difficilmente rinvenibile un rapporto di corrispettività tra i negozi un indice qualificato del collegamento è poi la sussistenza di rapporti diretti tra le parti dei diversi negozi. Ad esempio, nella fattispecie trilaterale del *leasing* la giurisprudenza ha ravvisato un collegamento tra la compravendita del bene e la sua concessione in godimento in quanto è l'utilizzatore finale a trattare col fornitore, a scegliere il bene e a riceverne la consegna: Cass., sez. un., 5 ottobre, 2015, n. 19785, in *Corr. giur.*, 2016, 785 ss., con nota di V. VITI, *L'individuazione delle azioni esperibili dall'utilizzatore in leasing verso il rivenditore inadempiente e la (sottovalutata) rilevanza del collegamento negoziale*, e in *Nuova giur. comm.*, 2016, 253, con nota di M. FERMEGLIA, «*Qualificazione del leasing finanziario e tutela dell'utilizzatore: il punto (e qualcosa in più) delle Sezioni Unite*».

<sup>7</sup> ABF, Coll. Coord., 12 settembre 2017, n. 10617, in [www.arbitrobancariofinanziario.it](http://www.arbitrobancariofinanziario.it); ABF, Coll. Coord., 21 marzo 2022, n. 4655, in [www.arbitrobancariofinanziario.it](http://www.arbitrobancariofinanziario.it); in dottrina la tesi del collegamento negoziale è sostenuta tra gli altri da A. ARGENTATI, *Polizze assicurative abbinate al credito e*

Tuttavia, la sussistenza di un intreccio tra un contratto di mutuo, un contratto di assicurazione e, a volte, una “polizza collettiva” stipulata dalla banca, nonché l’oscurità delle condizioni generali redatte dagli intermediari, rendono estremamente difficile per l’interprete qualificare tali operazioni. Da un lato, non sempre è chiaro chi sia il contraente, poiché l’attribuzione *ex contractu* della qualifica di contraente all’intermediario spesso contrasta con la previsione dell’obbligo di pagamento dell’indennizzo in capo al mutuatario<sup>8</sup>; dall’altro lato, spesso non è chiaro chi sia il reale beneficiario dell’indennizzo, data la previsione della c.d. clausola di vincolo a favore della banca dell’indennizzo assicurativo<sup>9</sup>.

Emblematica è la fattispecie decisa dalla Corte di Cassazione con la sentenza n. 21863/2022<sup>10</sup>, nella quale, contestualmente alla stipula di un mutuo ipotecario, la banca mutuante imponeva al mutuatario la stipula di due contratti assicurativi. In uno dei due contratti il mutuatario – aderendo ad una convenzione stipulata tra la banca e l’impresa assicurativa per predeterminare il contenuto delle assicurazioni concluse dai clienti – conveniva con l’impresa assicurativa che, in caso di sua morte, quest’ultima avrebbe versato alla banca – a cui favore era stato stipulato un mandato all’incasso – un indennizzo di ammontare pari alle rate non pagate; la banca avrebbe poi estinto il mutuo con l’indennizzo, obbligandosi a corrispondere agli eredi del mutuatario l’eventuale eccedenza dell’indennizzo rispetto al debito.

---

*tutela del cliente: analisi critica dei più recenti sviluppi normativi*, in [blog.ilcaso.it](http://blog.ilcaso.it); A. CAMEDDA, cit., 419 ss., che parla di collegamento unilaterale, nel senso che il mutuo trova la sua ragione giustificativa nel contratto di finanziamento ma non vale l’ipotesi inversa; P. CORRIAS, *Le polizze collegate ai mutui*, cit, 141-141, che altresì ritiene trattarsi di collegamento unilaterale per cui l’assicurazione trova la sua ragione nel mutuo ma non viceversa; v. S. LANDINI, cit., 1094 ss. Sul collegamento negoziale in generale v. F. MESSINEO, *Contratto collegato*, in *Enc. dir.*, X, Giuffrè, 1962, 51 ss.; R. SCOGNAMIGLIO, *Collegamento negoziale*, in *Enc. dir.*, VII, Giuffrè, 1960, 379; G. FERRANDO, *I contratti collegati: principi della tradizione e tendenze innovative*, in *Contr. impr.*, 2000, 127 ss. e ID., *Recenti orientamenti in tema di collegamento negoziale*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1997, 233 ss.; F. MAISTO, *La logica dell’attuale collegamento funzionale tra contratti nell’attuale esperienza giuridica*, in *Rass. dir. civ.*, 2003, 495 ss.

<sup>8</sup> V. Cass., 28 marzo 2022, n. 9866, in *One Legale*.

<sup>9</sup> V. M. MAZZOLA, *La clausola di vincolo nei contratti di assicurazione: profili qualificatori*, in *Riv. dir. banc.*, 2022, 3, 455 ss.

<sup>10</sup> Cass., 11 luglio 2022, n. 21863, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it).

Oggetto della controversia erano la convenzione conclusa tra la banca e l'impresa di assicurazioni e il contratto di assicurazione sulla vita del mutuatario, non invece il secondo contratto assicurativo. Poiché alla morte del mutuatario l'impresa assicurativa rifiutava di erogare l'indennizzo, uno degli eredi conveniva in giudizio quest'ultima, chiedendone la condanna al pagamento dell'indennizzo in favore della banca e dell'eccedenza a favore dell'attrice stessa, in quanto l'assicurazione doveva ritenersi stipulata, ai sensi dell'art. 1891 c.c., sia nell'interesse della banca mutuante sia degli eredi.

La domanda veniva rigettata dal Tribunale sulla base della qualificazione del contratto come assicurazione sulla vita del terzo a favore dell'istituto di credito, ma veniva successivamente accolta dalla Corte d'Appello qualificando invece il contratto come assicurazione per conto altrui.

Confermando la sentenza della Corte d'Appello, la Suprema Corte ha stabilito che la compatibilità tra l'assicurazione per conto altrui e l'assicurazione sulla vita si basa essenzialmente su argomenti di ordine topografico – la *sedes materiae*<sup>11</sup> – e letterale.

Il base al primo argomento, poiché l'art. 1891 c.c. è collocato nella sezione del capo sulle assicurazioni dedicata al contratto di assicurazione in generale, tale disposizione deve essere applicabile sia all'assicurazione contro i danni sia all'assicurazione sulla vita. In base al secondo argomento, essendo utilizzata nell'art. 1891 c.c. l'espressione “assicurazione per conto altrui” invece che l'espressione “assicurazione nell'interesse altrui”, si deve ritenere che il legislatore abbia voluto prescindere dal requisito dell'interesse di cui all'art. 1904 c.c., ritenendo sufficiente la sussistenza di una stipulazione a vantaggio altrui.

Nella fattispecie, dunque, essendo l'assicurazione volta a soddisfare sia l'interesse della banca al rimborso del mutuo, sia quello del mutuatario e dei suoi eredi a non restare esposti ad azioni esecutive, questi ultimi erano legittimati a domandare la condanna dell'assicuratore al pagamento dell'indennizzo.

La sentenza è particolarmente significativa poiché evidenzia un contrasto di orientamenti nella giurisprudenza di legittimità sull'ambito

---

<sup>11</sup> V. G. TARELLO, *L'interpretazione della legge*, nel *Trattato di diritto civile e commerciale* diretto da Cicu e Messineo, I, t. 2, Giuffrè, 1980, 376.

applicativo dell'art. 1891 c.c., ritenuto da un orientamento consolidato appannaggio esclusivo delle assicurazioni contro i danni, data la natura duplice dell'interesse in tale assicurazione, dovendo esso valutarsi sia con riferimento alla posizione del terzo assicurato, ai sensi dell'art. 1904 c.c., sia con riferimento alla posizione dello stipulante, ai sensi dell'art. 1411 c.c.<sup>12</sup>.

## *2. Il dibattito sulla natura giuridica e sull'ambito applicativo dell'art. 1891 c.c.*

Nell'attesa di un possibile intervento chiarificatore delle Sezioni Unite, al fine di valutare la compatibilità tra le polizze vita collegate ai mutui e il paradigma dell'assicurazione per conto altrui occorre previamente inquadrare quest'ultimo istituto.

Alcuni precedenti giurisprudenziali richiamati dalla Suprema Corte, pur ammettendo la compatibilità tra l'assicurazione sulla vita e l'assicurazione per conto altrui, avevano ad oggetto fattispecie diverse da quella sottoposta al giudizio della Suprema Corte, nelle quali vi era quell'alterità soggettiva tra contraente e assicurato-beneficiario postulata dalla disposizione di cui all'art. 1891 c.c.

Si veda ad esempio la sentenza n. n. 1846/1973, nella quale la compatibilità tra assicurazione sulla vita e l'assicurazione per conto altrui viene sancita con riferimento ad una fattispecie nella quale il contraente – il datore di lavoro – era un soggetto diverso dall'assicurato e dal beneficiario – i dipendenti –<sup>13</sup>; si veda anche la sentenza n. 1883/1977, nella quale si è ritenuta conclusa per conto altrui un'assicurazione stipulata dal datore di lavoro contro gli infortuni,

---

<sup>12</sup> V. di recente Cass., 17 gennaio 2022, n. 1166, in [italgiure.giustizia.it](http://italgiure.giustizia.it); ma v. già Cass., 4 maggio 2005, n. 9284, in *One Legale*; Cass., 5 giugno 2007, n. 13058, *ivi*; Cass., 13 dicembre 2017, n. 26253, *ivi*.

<sup>13</sup> Cass., 26 giugno 1973, n. 1846, in *Giust. civ.*, 1974, 304 ss. Occorre precisare che nella fattispecie il sinistro assicurato era l'infortunio mortale dei dipendenti, tuttavia, data la riconducibilità dell'assicurazione contro gli infortuni al *genus* dell'assicurazione sulla vita, la compatibilità con l'art. 1891 c.c. viene sancita dalla Suprema Corte con riferimento ad entrambe le *species* di assicurazione. V. Cass., sez. un., 10 aprile 2002, n. 5119, in *Foro it.*, 2002, 2039 ss, per la quale lo schema dell'assicurazione contro gli infortuni mortali è simile a quello dell'assicurazione sulla vita, con la conseguenza che è la disciplina di quest'ultimo tipo la fonte da cui prevalentemente desumere le norme applicabili.

mortali e non, del genero e dei figli, dipendenti della ditta, il cui consenso non è stato ritenuto necessario proprio perché questi ultimi erano beneficiari del contratto<sup>14</sup>.

Altre pronunce richiamate dalla Suprema Corte, invece, non si sono espresse favorevolmente sulla compatibilità tra assicurazione per conto altrui e assicurazione sulla vita.

Ad esempio, la pronuncia n. 3707/2018<sup>15</sup> dichiara assorbita la questione della validità dell'assicurazione sulla vita del terzo per conto altrui in conseguenza della superfluità del consenso dell'assicurato, dato che beneficiari dell'indennizzo assicurativo erano gli eredi dell'assicurato e non il contraente, circostanza, questa, che esclude l'esigenza di tutelare la vita del terzo<sup>16</sup>. La pronuncia, anzi, sostiene esplicitamente la discussa applicabilità dell'art. 1891 c.c. al contratto di assicurazione sulla vita, «che dipende dalla ricostruzione teorica dello stesso come avente o meno natura indennitaria e quindi dal riconoscimento della necessaria sussistenza di un interesse alla sua base, con la conseguente possibilità o meno di ammettere che esso sia stipulato "per conto altrui", possibilità esclusa da chi nega il rilievo di un siffatto interesse e quindi la stessa possibilità di ricostruire la figura di un "assicurato" in tale contratto»<sup>17</sup>.

Ricostruendo la *ratio legis* dell'art. 1891, tuttavia, si dimostrerà che l'assicurazione sulla vita è ontologicamente incompatibile con lo schema di cui all'art. 1891 c.c., il quale è concepito dal legislatore per l'assicurazione contro i danni<sup>18</sup>. Non a caso la maggior parte della dottrina e la giurisprudenza sostengono la natura anfibologica dell'assicurazione per conto altrui, proprio perché il necessario rispetto del principio indennitario comporta delle deroghe alla disciplina di altri istituti cui pure essa sembra riconducibile<sup>19</sup>.

---

<sup>14</sup> Cass., 13 maggio 1977, n. 1883, in *Foro it.*, 1978, 977 ss.

<sup>15</sup> Cass., 15 febbraio 2018, n. 3707, in *One Legale*.

<sup>16</sup> Sul consenso del terzo in dottrina v. M. BARISON, S. GAGLIARDI, *sub* Art. 1919, in *Codice civile. Commentario* fondato da Schlesinger, diretto da Busnelli, Giuffrè, 2014, 65 ss.

<sup>17</sup> Così Cass., 15 febbraio 2018, n. 3707, cit.

<sup>18</sup> G. FANELLI, *Le assicurazioni*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* diretto da Cicu e Messineo, XXXVI, 1, Giuffrè, 1973, 424 ss.

<sup>19</sup> In giurisprudenza Cass., sez. un., 18 aprile 2002, n. 5556, in *Foro it.*, 2002, 2015; cfr. Cass., 4 maggio 2005, n. 9284, in *One Legale*, e Cass., 5 giugno 2007, n. 13058, *ivi*, che definiscono l'assicurazione per conto altrui e per conto di chi spetta

Secondo un orientamento risalente, l'assicurazione per conto altrui è incompatibile con il contratto a favore di terzi e costituirebbe una forma di mandato senza rappresentanza, poiché mentre lo stipulante nello schema di cui all'art. 1411 c.c. agisce nell'interesse proprio, cioè per conto proprio, il contraente che assicura un interesse altrui agisce, appunto, per conto altrui<sup>20</sup>.

Ciò si evince dal fatto che requisito di validità della stipulazione a favore del terzo, ai sensi dell'art. 1411 c.c., è la sussistenza di un interesse dello stipulante all'esecuzione della prestazione a favore del terzo<sup>21</sup>; requisito, appunto, non richiesto dall'art. 1891 c.c., il quale presuppone invece un interesse dell'assicurato al risarcimento del danno e la conseguente carenza di un interesse proprio del contraente<sup>22</sup>.

Tale ultima affermazione però prova troppo, perché sebbene l'interesse del contraente non sia requisito essenziale dell'assicurazione per conto altrui, la presenza di un interesse del contraente concorrente con quello dell'assicurato non esclude di per sé la configurabilità di un'assicurazione per conto altrui, ma è una tra le circostanze che devono essere attentamente scrutinate dall'interprete nella ricostruzione della comune intenzione delle parti<sup>23</sup>.

La sostanziale differenza tra assicurazione per conto altrui e contratto a favore di terzo risiede, piuttosto, nella funzione indennitaria perseguita dalla prima, che si traduce nell'impossibilità di attribuire l'indennizzo al contraente-stipulante nei casi di rifiuto del terzo-

---

come forma *sui generis* di contratto a favore di terzo. In dottrina v. G. FANELLI, cit., 436 ss., il quale, pur riconducendo l'assicurazione per conto altrui alla sostituzione gestoria non rappresentativa, evidenzia le deroghe che la disciplina di cui all'art. 1891 c.c. presenta rispetto a tale figura generale; v. anche D. PIRILLI, *Il contratto di assicurazione per conto*, Edizioni Scientifiche Italiane, 2013, 25 ss.; Cfr. A. LAMORGESE, *Assicurazione per conto di chi spetta e applicabilità dell'art. 1411, comma 3, c.c.: intervengono le sezioni unite*, in *Corr. giur.*, 2002, 1163 ss.

<sup>20</sup> A. VENDITTI, *L'assicurazione di interessi altrui*, Jovene, 1961, 65 ss.; v. D. PIRILLI, cit., 18-19, 25 ss., 68-73.

<sup>21</sup> A. VENDITTI, cit., 68; D. PIRILLI, cit., 71.

<sup>22</sup> A. VENDITTI, cit., 68; D. PIRILLI, cit., 71, che però precedentemente specifica (ID., op. ult. cit., 30 ss.) che il contraente può avere un interesse indiretto alla conservazione del bene.

<sup>23</sup> G. FANELLI, cit., 434.

beneficiario e nell'impossibilità per il contraente di revocare il beneficio attribuito all'assicurato-terzo<sup>24</sup>.

Chi riconduce l'assicurazione per conto altrui alla gestione non rappresentativa di interessi altrui, dunque, evidenzia l'influenza del principio indennitario sulla struttura di tale assicurazione che, per rispettare il principio dell'interesse al risarcimento, deroga al regime della produzione degli effetti contrattuali in capo al mandatario attribuendo direttamente all'assicurato i diritti derivanti dal contratto<sup>25</sup>.

Anche chi ritiene, invece, che l'assicurazione per conto altrui sia riconducibile al contratto a favore di terzo<sup>26</sup>, sottolinea che nell'art. 1891 c.c. il principio indennitario comporta alcune deroghe allo schema di cui all'art. 1411 c.c., come l'impossibilità per il contraente di revocare la stipulazione, poiché se quest'ultimo potesse beneficiarne cesserebbe il collegamento dell'assicurazione con il rischio cui tende la stipulazione e che afferisce all'interesse del terzo<sup>27</sup>.

Anche l'impossibilità per il contraente di beneficiare della prestazione in caso di rifiuto dell'assicurato, a differenza di ciò che avviene nel contratto a favore di terzo, viene spiegata con il necessario rispetto del principio indennitario nell'assicurazione per conto altrui,

---

<sup>24</sup> A. VENDITTI, cit., 80. All'argomento che la possibilità che la prestazione rimanga a beneficio dello stipulante non è un requisito essenziale del contratto a favore di terzo, essendo fatta salva dall'art. 1411, ult. comma, c.c., l'ipotesi che risulti diversamente dalla natura del contratto – come appunto nel caso dell'assicurazione danni, avente funzione indennitaria –, la dottrina da ultimo citata ha obiettato che tale inciso presuppone sempre che il contratto sia valido fra le parti, cioè promittente e stipulante: A. VENDITTI, cit., 80-81.

<sup>25</sup> G. FANELLI, cit., 436.

<sup>26</sup> D. PURCARO, *L'assicurazione per conto altrui*, Giuffrè, 1996, 39 ss, per il quale la differenza tra contratto a favore di terzo e assicurazione per conto altrui sarebbe l'irrelevanza, nella seconda, della dichiarazione dell'assicurato di volerne profittare, mentre un interesse del contraente alla stipulazione a favore dell'assicurato sarebbe implicito nella stessa conclusione dell'assicurazione per conto altrui; al contrario, per tale dottrina la tesi della gestione non rappresentativa non è conciliabile con l'attribuzione definitiva di vantaggi e obblighi a soggetti diversi e non invece all'unico soggetto interessato al rapporto. La tesi del contratto a favore di terzo era già stata sostenuta da A. DONATI, *Il diritto del contratto di assicurazione. Sez. I. I principi generali del contratto di assicurazione*, in *Trattato del diritto delle assicurazioni private*, vol. II, Giuffrè, 1954, 80 ss.

<sup>27</sup> D. PURCARO, cit., 31.

che sarebbe una di quelle fattispecie fatte salve dall'ultimo comma dell'art. 1411 c.c.<sup>28</sup>.

La natura anfibologica dell'assicurazione per conto altrui è supportata anche dall'autorevole giurisprudenza delle Sezioni unite, per le quali le due figure contrattuali di cui all'art. 1891 c.c. presentano ambiguità tali da non permettere di inquadrarle pienamente in alcun tipo generale<sup>29</sup>: da un lato si distaccano dal contratto a favore di terzi per la non necessaria presenza di un interesse dello stipulante, per l'impossibilità di revocare la stipulazione e per il rimborso dei premi pagati dal contraente; dall'altro si distaccano dal mandato perché l'acquisto del diritto all'indennizzo in capo all'assicurato è immediato, mentre nel mandato i diritti derivanti dal contratto sono acquistati dal mandatario<sup>30</sup>.

Sebbene le Sezioni unite abbiano esplicitamente statuito l'esigenza di rispettare il principio indennitario solo nell'assicurazione per conto di chi spetta, evidenziando il distacco di entrambe le assicurazioni di cui all'art. 1891 c.c. dal contratto a favore di terzo<sup>31</sup> dimostrano di considerarle equivalenti quanto a natura giuridica, e, conseguentemente, di ritenere implicitamente vigente anche nell'assicurazione per conto altrui il principio indennitario, incompatibile con la disciplina dell'assicurazione sulla vita, che invece secondo l'opinione prevalente ha una funzione previdenziale<sup>32</sup>.

<sup>28</sup> D. PURCARO, op. ult. cit., 31.

<sup>29</sup> Cass., sez. un., 18 aprile 2002, n. 5556, in *Foro it.*, 2002, 2015; la sentenza è commentata da A. LAMORGESE, cit., 1163 ss. Cfr. Cass., 4 maggio 2005, n. 9284, cit., e Cass., 5 giugno 2007, n. 13058, cit., per le quali l'assicurazione per conto altrui o per conto di chi spetta integra una forma *sui generis* di contratto a favore di terzo.

<sup>30</sup> Cass., sez. un., 18 aprile 2002, n. 5556, cit., con nota di A. LAMORGESE, cit., 1163 ss. Cfr. Cass., 4 maggio 2005, n. 9284, cit., e Cass., 5 giugno 2007, n. 13058, cit.

<sup>31</sup> Cass., sez. un., 18 aprile 2002, n. 5556, cit., con nota di A. LAMORGESE, cit., 1163 ss.

<sup>32</sup> Senza pretesa di esaustività v. in dottrina P. CORRIAS, *Il contratto di assicurazione. Profili funzionali e strutturali*, ESI, 2016, 38 ss.; G. FANELLI, cit., 419 ss.; A. DE GREGORIO, G. FANELLI, *Diritto delle assicurazioni, vol. II. Il contratto di assicurazione*, Giuffrè, 1987, 188; M. ROSSETTI, *Il diritto delle assicurazioni, III, L'impresa di assicurazione. Il contratto in generale*, Cedam, 2013, 734 ss., spec. 749-751. In giurisprudenza la tesi della funzione previdenziale del contratto assicurativo è pacifica: v. *ex multis* Cass., sez. un., 10 aprile 2002, n. 5119, in *Foro it.*, 2002, 2039. Un autorevole orientamento dottrinale sosteneva la funzione indennitaria anche

Mentre l'assicurazione contro i danni ha la funzione di garantire all'assicurato il risarcimento del danno qualora questo si verifichi realmente a causa di un sinistro, l'assicurazione sulla vita mira invece a versare un capitale o una rendita ad un soggetto che può anche non subire alcun danno dal sinistro, non essendo il titolare dell'interesse al risarcimento ai sensi dell'art. 1904 c.c.<sup>33</sup>.

Al contrario l'art. 1891 c.c., escludendo la libertà di individuare il titolare del diritto all'indennizzo, impone una coincidenza tra assicurato e beneficiario che non si può altrimenti spiegare se non con l'esigenza di rispettare il principio indennitario, violato se titolare del diritto all'indennizzo non fosse il titolare dell'interesse al risarcimento di cui all'art. 1904 c.c.<sup>34</sup>.

Non si comprende allora che funzione possa assolvere l'art. 1891 nell'assicurazione sulla vita, poiché la necessaria identità tra assicurato e beneficiario postulata da tale disposizione nega il *proprium* di tale assicurazione, cioè l'integrale affidamento all'autonomia privata della determinazione del titolare del diritto all'indennizzo<sup>35</sup>.

Autorevole dottrina, però, ritiene soggette sia l'assicurazione contro i danni sia quella sulla vita al principio indennitario, rinvenendo un

---

dell'assicurazione sulla vita, individuando il danno risarcibile nel c.d. beneficio sperato, che costituirebbe una forma di lucro cessante *latu sensu*, cioè il guadagno «che non si aveva diritto di ottenere, ma che si sarebbe tuttavia probabilmente ottenuto qualora non si fossero verificati i fatti le cui conseguenze devono essere risarcite» (così T. ASCARELLI, *Sul concetto unitario del contratto di assicurazione*, in *Studi in tema di contratti*, Giuffrè, 1952, 368); in tale prospettiva la difficile prova del nesso di causalità tra il sinistro e i danni giustifica la fissazione preventiva del danno risarcibile (T. ASCARELLI, cit., 369-370). A tale tesi aderisce con argomenti analoghi L. BUTTARO, voce *Assicurazione sulla vita*, in *Enc. dir.*, III, Giuffrè, 1958, 611-615. V. A. DONATI, *Il diritto del contratto di assicurazione. Sez. I. I principi generali del contratto di assicurazione*, cit., 21 ss., che individua un danno risarcibile sia nelle assicurazioni per il caso di morte, cioè «oltre al danno emergente della perdita della vita e al danno emergente delle spese per i funerali, [...] il lucro cessante della cessazione del reddito di lavoro in corso [...] o futuro e in tal caso anche in relazione ai futuri incrementi», sia nell'assicurazione per il caso di sopravvivenza, cioè «il danno emergente di spese eccezionali [...] o di oneri di vita quando diminuisce a causa della vecchiaia il reddito di lavoro e ciò nello stesso assicurato che ha interesse alla propria persona fisica»

<sup>33</sup> A. DE GREGORIO, G. FANELLI, cit., 188.

<sup>34</sup> V. G. FANELLI, cit., 436 ss.; D. PIRILLI, cit., 18-19, 38-39.

<sup>35</sup> G. FANELLI, cit., 424.

interesse anche in quest'ultima e sostenendo che, altrimenti, non potrebbe distinguersi l'assicurazione da altri contratti aleatori come il gioco e la scommessa<sup>36</sup>.

In tale prospettiva l'interesse è ritenuto *in re ipsa*, o presunto, nel caso di assicurazione per il caso di morte stipulata dal contraente sulla vita propria, essendo sostanzialmente presumibile l'interesse di ognuno a conservare la propria vita<sup>37</sup>; nell'assicurazione sulla vita altrui, invece, data la difficoltà di dimostrare l'interesse dell'assicurato al permanere in vita del terzo, la sussistenza di tale presupposto si presume *iuris et de iure* quando il terzo o il suo legale rappresentate prestano il consenso alla conclusione del contratto<sup>38</sup>.

Secondo la dottrina e la giurisprudenza maggioritaria, tuttavia, nell'assicurazione sulla vita non si può individuare un assicurato titolare di un interesse esposto al rischio, come si evince dall'art. 1904 c.c., il quale prescrive la sussistenza di un interesse dell'assicurato a pena di nullità solo per i contratti di assicurazione contro i danni<sup>39</sup>.

Ed infatti, l'integrale affidamento all'autonomia privata della concreta individuazione del rischio connesso alla durata della vita umana, della determinazione del *quantum* della prestazione dell'assicuratore e, soprattutto, del destinatario della stessa, rende il contratto di assicurazione sulla vita insensibile al principio di ordine pubblico dell'interesse al risarcimento<sup>40</sup>.

Come si evince dagli artt. 1926, 1° e 2° comma, e 1927 c.c., nelle assicurazioni sulla vita assicurato è il soggetto la cui morte o la cui sopravvivenza determina la prestazione dell'assicuratore o incide sulla stessa, per cui in tali assicurazioni non si può individuare l'assicurato nel titolare dell'interesse al risarcimento, proprio perché il destinatario

---

<sup>36</sup> L. BUTTARO, cit., 612.

<sup>37</sup> T. ASCARELLI, cit., 384; L. BUTTARO, cit., 613; A. DONATI, *Il diritto del contratto di assicurazione. Sez. I. I principi generali del contratto di assicurazione*, cit., 1954, 26.

<sup>38</sup> L. BUTTARO, cit., 613; A. DONATI, cit., 26. Per T. ASCARELLI, cit., 384, l'interesse può anche essere morale «e si connette a quella funzione inibitoria per l'avverarsi del sinistro che gli è propria nell'assicurazione di cose e che è fondamentale per il funzionamento di qualsiasi contratto di assicurazione».

<sup>39</sup> G. FANELLI, cit., 419 ss.; M. MAZZOLA, *Sul concetto di interesse nel contratto di assicurazione: inquadramento teorico e profili applicativi*, in *Riv. dir. civ.*, 2019, 1206 ss.

<sup>40</sup> Così G. FANELLI, cit., 419.

del capitale o della rendita può indifferentemente essere il contraente o un qualsiasi terzo<sup>41</sup>.

In definitiva, le deroghe operate dall'art. 1891 c.c. al regime del mandato senza rappresentanza e a quello del contratto a favore di terzo, collegate al principio indennitario, non avrebbero ragion d'essere se tale disposizione fosse applicabile anche all'assicurazione sulla vita, perché le fattispecie di assicurazione sulla vita a vantaggio di un terzo sono già compiutamente disciplinate dagli artt. 1920 e 1705 c.c.<sup>42</sup>.

Ed infatti, poiché né l'art. 1891 c.c.<sup>43</sup> né l'art. 1920 c.c. presuppongono un incarico avente ad oggetto un'attività gestoria, nel caso in cui il contraente intenda attribuire per il caso di propria morte un capitale o una rendita a un terzo, senza avere ricevuto da questi un mandato, si applica l'art. 1920 c.c.; nel caso in cui invece il contraente agisca in esecuzione di un mandato si applica l'art. 1920 c.c., in combinato con la disciplina generale di cui agli artt. 1705 ss. c.c. che si riepande, trovando applicazione nella sua interezza una volta esclusa l'applicazione delle deroghe rese necessarie dal rispetto del principio indennitario nell'assicurazione contro i danni<sup>44</sup>.

In altri termini, se fosse possibile stipulare un'assicurazione per conto altrui attribuendo il diritto all'indennizzo ad un soggetto terzo, estraneo cioè al rapporto assicurativo in quanto non titolare

---

<sup>41</sup> G. FANELLI, cit., 420.

<sup>42</sup> In tal senso, G. FANELLI, cit., 424-425.

<sup>43</sup> V. M. MAZZOLA, *Polizze vita e assicurazione per conto altrui*, in *Resp. civ. e prev.*, 2019, 2138; in giurisprudenza v. Cass., 26 luglio 2022, n. 23296, in [italgiure.giustizia.it](http://italgiure.giustizia.it). Non essendo parte del contratto e potendo anche non aver dato alcun mandato al contraente, l'assicurato potrebbe non essere a conoscenza dell'avvenuta stipula dell'assicurazione. Di conseguenza, sebbene il legislatore non gravi il contraente di obblighi informativi, onde evitare che l'assicurato non eserciti i propri diritti o non li eserciti entro i termini di prescrizione, la giurisprudenza ha enucleato in capo al contraente l'obbligo, derivante dalla buona fede *in executivis*, di informare l'assicurato dell'esistenza dell'assicurazione: Cass., 1 aprile 2003, n. 4917, in *Resp. civ. e prev.*, 2003, 1083, commentata da L. BUGIOLACCHI, *Buona fede, obblighi di informazione del contraente e tutela contrattuale dell'assicurato nell'assicurazione per conto*.

<sup>44</sup> Cfr. G. FANELLI, cit., 425, che ammette una gestione non rappresentativa anche nell'assicurazione sulla vita. Tale conclusione discende peraltro dal criterio di specialità, su cui v. in generale G. TARELLO, cit., 314 ss. Sul carattere derogatorio della disciplina di cui all'art. 1891 c.c. rispetto alla disciplina generale del mandato senza rappresentanza v. G. FANELLI, cit., 436 ss.; D. PIRILLI, cit., 25 ss.

dell'interesse al risarcimento, non si comprenderebbe allora perché il legislatore abbia introdotto l'art. 1891 c.c. per disciplinare una fattispecie sovrapponibile a quella considerata dall'art. 1920 c.c.<sup>45</sup>.

Ciò nonostante in dottrina talvolta si sostiene la compatibilità in generale tra l'assicurazione sulla vita e lo schema di cui all'art. 1891 c.c.<sup>46</sup>, mentre altri autori limitano tale affermazione a specifiche fattispecie nelle quali vi sia coincidenza tra assicurato e beneficiario<sup>47</sup>. Così si riconduce all'art. 1891 c.c. sia l'assicurazione sulla sopravvivenza stipulata a favore dello stesso soggetto assicurato, sia l'assicurazione stipulata dal contraente sulla vita di un terzo, a favore di soggetti ai quali questi ha interesse a far pervenire la prestazione, come nel caso dell'assicurazione collettiva stipulata dal datore di lavoro sulla morte dei lavoratori a favore dei familiari<sup>48</sup>.

Solo una lettura formalistica dal dato normativo potrebbe far obiettare che qui la persona dell'assicurato – portatore del rischio – e quella del beneficiario non coincidono, come richiesto dall'art. 1891 c.c. Nelle fattispecie citate, infatti, si può ritenere che il legame familiare e affettivo tra le due figure renda il soggetto sulla cui vita l'assicurazione è contratta anche il beneficiario sostanziale<sup>49</sup>; di conseguenza giustamente la giurisprudenza fornisce una lettura restrittiva dell'art. 1920, 2° comma, c.c., escludendo che occorra il

---

<sup>45</sup> In tal senso, G. FANELLI, cit., 425.

<sup>46</sup> Così A. DONATI, *Il diritto del contratto di assicurazione. Sez. I. I principi generali del contratto di assicurazione*, cit., 94: «A differenza dell'assicurazione per conto di un terzo – che è concepibile e trova ampia applicazione in tutte le specie di assicurazione – quella sulla persona di un terzo è, come è ovvio, possibile soltanto nelle c.d. assicurazioni di persone».

<sup>47</sup> V. P. CORRIAS, *Le assicurazioni sulla vita*, in *Trattato di diritto civile e commerciale Cicu-Messineo*, già diretto da L. Mengoni e P. Schlesinger, continuato da V. Roppo e F. Anelli, IV, Giuffrè, 2021, 137.

<sup>48</sup> V. P. CORRIAS, op. ult. cit., 137, che definisce tale ultima ipotesi contratto ibrido a favore di terzi ma anche nell'interesse altrui; cfr. M. MAZZOLA, *La clausola di vincolo nei contratti di assicurazione: profili qualificatori*, cit., 459; cfr. A. CAMEDDA, cit., 418; cfr. D. CERINI, cit., 175, nel senso che configurino assicurazioni per conto dei clienti ai sensi dell'art. 1891 c.c. le polizze collettive stipulate dalle banche con le assicurazioni.

<sup>49</sup> V. P. CORRIAS, *Le assicurazioni sulla vita*, cit. 137; Cass., 15 febbraio 2018, n. 3707, cit.

consenso dell'assicurato qualora beneficiari siano soggetti da lui indicati o comunque i suoi eredi<sup>50</sup>.

Tuttavia pare più conforme alla *ratio legis* ed alla volontà del legislatore ritenere che l'art. 1891 c.c. si applichi solo alle assicurazioni contro i danni, in quanto tale disposizione per soggetto assicurato intende il titolare dell'interesse al risarcimento del danno che, pertanto, non è mai terzo, ma è parte del rapporto assicurativo<sup>51</sup>.

Le fattispecie ricondotte da dottrina e giurisprudenza all'art. 1891 c.c., come l'assicurazione stipulata dal datore di lavoro sulla vita di lavoratori a favore degli stessi<sup>52</sup> o dei familiari<sup>53</sup>, possono essere disciplinate dall'art. 1920 c.c., trattandosi di contratti stipulati a vantaggio di terzi, né parti del contratto né titolari di un interesse *ex art.* 1904 c.c., senza il previo conferimento di un mandato.

In presenza di un mandato a favore del contraente, invece, la disciplina dell'art. 1920 si applicherà in combinato con la disciplina della sostituzione gestoria non rappresentativa<sup>54</sup>, la quale, essendo di applicazione generale, si riepanda una volta venuta meno l'esigenza di rispettare il principio indennitario che, appunto, giustifica le deroghe poste alla disciplina generale dall'art. 1891 c.c.

### *3. Le polizze collegate ai mutui tra garanzia diretta e indiretta del credito.*

Agli argomenti ostativi alla compatibilità tra l'assicurazione sulla vita e lo schema di cui all'art. 1891 c.c. si aggiungono altre obiezioni relative alla struttura della polizze assicurative stipulate contestualmente all'erogazione di un finanziamento.

Nella prassi, infatti, le banche condizionano, tramite apposite clausole, l'efficacia del contratto finanziamento alla stipula di una polizza assicurativa o, comunque, subordinano in via di fatto l'accesso al credito alla sottoscrizione di un'assicurazione<sup>55</sup>. L'offerta di prodotti

---

<sup>50</sup> Cass., 15 febbraio 2018, n. 3707, cit.

<sup>51</sup> V. G. FANELLI, cit., 419; M. ROSSETTI, cit., 692.

<sup>52</sup> Cass., 26 giugno 1973, n. 1846, cit.

<sup>53</sup> Cass., 13 maggio 1977, n. 1883, cit.

<sup>54</sup> V. G. FANELLI, cit., 425.

<sup>55</sup> L'obbligatorietà o meno della stipula della polizza assicurativa per accedere al credito rileva, ad esempio, ai fini del calcolo del TAEG e del TEG: v. A. TINA, cit.,

assicurativi tramite il canale bancario, conseguenza del più generale fenomeno dell'integrazione dei mercati assicurativo, bancario e finanziario<sup>56</sup>, ha indotto l'IVASS e il legislatore ad intervenire per contrastare situazioni di conflitto di interesse delle banche, che in passato agivano al tempo stesso come finanziatore, intermediario del contratto di assicurazione e beneficiario della somma assicurata<sup>57</sup>.

L'art. 55, comma 2, del Regolamento IVASS N. 40 del 2 agosto 2018, pertanto, vieta a tutti i distributori di polizze assicurative – comprese le banche – di assumere, anche indirettamente, la contemporanea qualifica di beneficiario o vincolatario della polizza assicurativa e di distributore, onde evitare che l'obbligo di agire nel miglior interesse dei contraenti e degli assicurati (art. 54, comma 1, lett. a)) sia pregiudicato dall'interesse della banca ad una copertura assicurativa appropriata alle proprie esigenze<sup>58</sup>.

---

19 ss. La giurisprudenza di legittimità e l'ABF hanno prodotto un consistente numero di decisioni sul tema dell'accertamento della obbligatorietà o meno della polizza assicurativa: v. *ex multis* Cass., 5 aprile 2018, n. 8806, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); ABF, coll. coord., 21 marzo 2022, n. 4655, in [www.arbitrobancariofinanziario.it](http://www.arbitrobancariofinanziario.it); ABF, Napoli, 24 giugno 2022, n. 9808, *ivi*. L'obbligatorietà o meno della polizza assicurativa al fine di accedere al finanziamento rileva anche per la sottoposizione dell'assicurazione alle disposizioni sul contenuto dei contratti emanate dall'autorità di vigilanza: per Cass., 1 febbraio 2022, n. 2989, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), commentata da A. CAMEDDA, *Sul carattere obbligatorio o facoltativo delle polizze abbinata ai mutui*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, Aprile 2022, 1 ss., e in *Resp. civ. e prev.*, 2022, 782, con nota di A. CAMEDDA, *L'«abbinamento» di polizze assicurative ai contratti di credito: il sottile confine tra facoltà ed obbligo*, si applica l'art. 1, comma 1, del Regolamento ISVAP n. 40/20121 ai «contratti di assicurazione “connessi” o “condizionati” ad un contratto di mutuo, per tali dovendosi intendere le polizze la cui stipula è stata pretesa, imposta o capziosamente indotta dal mutuante anche in via di mero fatto, a prescindere dall'inserimento nel contratto di mutuo di clausole formali che ne subordinano la validità o l'efficacia alla stipula del contratto assicurativo».

<sup>56</sup> V. A. CAMEDDA, *I contratti di assicurazione collegati a mutui e finanziamenti*, cit., 414 ss.; M. CIAN, cit., 5; P. CORRIAS, *Le polizze collegate ai mutui*, cit., 137 ss.; R. NATOLI, cit., *passim*, spec. 157-158; F. SARTORI, cit., 318 ss.; A. TINA, cit., 19 ss. Sull'offerta di prodotti aventi una componente di investimento tramite il canale assicurativo v. G. BERTI DE MARINIS, cit., 1518 ss.; G. MARINO, cit., 1595 ss.; D. PIRILLI, *Le polizze unit linked*, cit., 574 ss.

<sup>57</sup> V. A. ARGENTATI, cit.; v. S. LANDINI, cit., 1097 ss.

<sup>58</sup> V. S. LANDINI, cit., 1097 ss.; sul precedente art. 48, comma 1-*bis* del Reg. Isvap 5/2006 v. A. ARGENTATI, cit.

La stessa *ratio* si rinviene nell'art. 21, comma 3-*bis*, cod. cons., a mente del quale costituisce pratica commerciale scorretta, vietata dall'ordinamento, l'attività di una banca, di un istituto di credito o di un intermediario finanziario che, ai fini della stipula di un contratto di mutuo, obblighi il cliente alla sottoscrizione di una polizza assicurativa erogata dalla medesima banca, istituto o intermediario<sup>59</sup>.

Inoltre, se le banche, gli istituti di credito e gli intermediari finanziari condizionano l'erogazione di un finanziamento credito al consumo alla stipulazione di una polizza vita, sono tenuti, ai sensi dell'art. 28, d.l. 24 gennaio 2012 n. 1, convertito nella l. 24 marzo 2012, n. 27, ad accettare la polizza che il cliente presenta o reperisce sul mercato, senza variare le condizioni dell'erogazione del mutuo immobiliare o del credito al consumo, e, nel caso in cui la polizza sia necessaria per ottenere il finanziamento o per ottenerlo alle condizioni offerte, la polizza presentata dal cliente deve avere contenuti minimi corrispondenti a quelli richiesti dalla banca, dall'istituto di credito e dall'intermediario finanziario<sup>60</sup>.

Occorre però distinguere tra assicurazioni aventi una funzione di garanzia diretta del credito, come le assicurazioni del credito, nelle quali soggetto assicurato è la banca e il rischio coperto è il danno derivante al creditore per l'insolvenza del debitore<sup>61</sup>, e le assicurazioni indirette del credito, comunemente definite *consumer credit insurance*, *credit protection insurance* (CPI) o *payment protection insurance* (PPI), nelle quali è inquadrabile l'assicurazione stipulata nella fattispecie decisa dalla Suprema Corte<sup>62</sup>.

Nelle assicurazioni riconducibili agli stilemi della *consumer credit insurance* – che ha trovato particolare fortuna nel mercato statunitense per poi diffondersi anche oltreoceano<sup>63</sup> –, l'assicurato è invero il

---

<sup>59</sup> V. A. ARGENTATI, cit.; v. A. TINA, cit., 20 ss.

<sup>60</sup> Sull'art. 28, d.l. 1/2012 aggiornato, v. A. CAMEDDA, *Sul carattere obbligatorio o facoltativo*, cit., 2 ss.

<sup>61</sup> M. FRAGALI, *Assicurazione del credito (voce)*, in *Enc. dir.*, III, 1958, 529-531.

<sup>62</sup> V. D. CERINI, cit., 172-176 e 262-268; v. S. LANDINI, cit., 1097 ss.

<sup>63</sup> Si veda l'analisi comparatistica svolta da D. CERINI, cit., 172-176 e 262-268. Diversa dalla *consumer credit insurance* è la polizza fideiussoria, che assume la forma del contratto a favore di terzo ed ha una funzione di garanzia diretta contro l'inadempimento, in quanto l'assicurazione o la banca garantiscono direttamente il beneficiario contro l'inadempimento promettendo il pagamento di un somma: in giurisprudenza v. Cass., sez. un., 18 febbraio 2010, n. 3947, in *Contr.*, 2010, 440 ss.,

mutuatario, mentre oggetto di copertura non è il rischio di credito della banca mutuante, ma il rischio di eventi della vita (morte, perdita dell'impiego) che, intaccando la capacità del mutuatario di restituire il finanziamento, possono eventualmente sfociare in un inadempimento<sup>64</sup>: in altri termini, sul piano tecnico giuridico l'evento attinente alla vita umana è solo occasione per la lesione del credito del terzo<sup>65</sup>.

Il contratto di assicurazione in tale schema assolve pertanto sia la funzione di protezione del debitore assicurato, sostituendosi ad esso l'assicurazione nell'adempimento degli obblighi derivanti dal contratto di credito nel caso in cui si verificano gli eventi dedotti in contratto, sia di garanzia indiretta del creditore, che, in forza di una clausola di vincolo dell'indennizzo, è il beneficiario sostanziale della somma<sup>66</sup>.

Tuttavia ciò non muta il rischio dedotto in copertura e il soggetto assicurato, che rimane il debitore, poiché l'interesse concorrente della banca è compatibile anche con un'assicurazione per conto proprio<sup>67</sup>, né quest'ultima può ritenersi beneficiaria dell'assicurazione in conseguenza del vincolo dell'indennizzo, il quale la rende beneficiaria in senso economico ma non titolare di un diritto all'indennizzo derivante dal contratto, come prescrive l'art. 1891, 2° comma, c.c.<sup>68</sup>.

Poiché la normativa citata distingue le due figure del vincolatario e del beneficiario della polizza, deve ritenersi che solo il beneficiario sia

---

con commento di M. LOBUONO, *La natura giuridica della polizza fideiussoria: l'intervento delle Sezioni Unite*, in *Contr.*, 2010, 453 ss.; in dottrina v. M. LOBUONO, cit., 453 ss.; P. TARTAGLIA, *Le polizze fideiussorie nel sistema delle garanzie personali*, Giappichelli, 2021, 1 ss.

<sup>64</sup> D. CERINI, cit., 264; v. S. LANDINI, cit., 1096.

<sup>65</sup> D. CERINI, op. ult. cit., 264.

<sup>66</sup> P. L. FAUSTI, *Assicurazioni del debitore a "garanzia" dei mutui ipotecari; considerazioni sulla recente disciplina*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, 619. La dottrina (M. MAZZOLA, *La clausola di vincolo*, cit., 455) distingue tra vincolo semplice e vincolo complesso: mentre nel primo caso la clausola di vincolo vieta all'assicuratore di pagare l'indennizzo al beneficiario senza il consenso del terzo, nel secondo caso la clausola obbliga l'assicuratore a erogare l'indennizzo direttamente nei confronti di un terzo. Tale distinzione non sempre è accolta dalla giurisprudenza, la quale talvolta ritiene clausola di vincolo solo quella che obbliga ad erogare l'indennizzo al finanziatore: v. Cass., 25 giugno 2019, n. 16905, in [italgiure.giustizia.it](http://italgiure.giustizia.it).

<sup>67</sup> In tal senso G. FANELLI, cit., 432-435 e 435, nota 276; v. C. VENDITTI, cit., 116 ss.

<sup>68</sup> V. MAZZOLA, cit. 464 ss.

legittimato ad esigere il pagamento dell'indennizzo nei confronti dell'assicuratore, mentre il vincolatario sia soltanto legittimato a ricevere l'indennizzo<sup>69</sup>.

Conseguentemente nelle assicurazioni riconducibili al modello CPI o PPI, sia che siano stipulate in forma individuale dal mutuatario, sia che siano stipulate dalla banca in forma collettiva, difetta quella alterità soggettiva tra il contraente e l'assicurato beneficiario necessaria, secondo la dottrina, per configurare un'assicurazione per conto altrui ai sensi dell'art. 1891 c.c.<sup>70</sup>.

Ed infatti, nella prassi quando la banca stipula una convenzione con l'impresa assicurativa si limita a concordare le condizioni generali applicabili ai clienti che, in futuro, vorranno beneficiare della copertura assicurativa, ma non si obbliga al pagamento del premio, il cui onere graverà invece sul singolo assicurato aderente alla convenzione<sup>71</sup>.

È dunque quest'ultimo che, aderendo alla convenzione, deve ritenersi il contraente del vero e proprio contratto, poiché la convenzione banca-assicurazione costituisce un contratto normativo che si limita ad obbligare una delle parti – nella fattispecie, l'assicuratore – ad inserire un determinato contenuto negoziale in futuri ed eventuali contratti con terzi – nella fattispecie, i mutuatari – senza però obbligarla a contrarre<sup>72</sup>.

---

<sup>69</sup> MAZZOLA, op. ult. cit., 467 ss.

<sup>70</sup> P. CORRIAS, *Le assicurazioni sulla vita*, cit., 136; v. anche A. DE GREGORIO, G. FANELLI, cit., 24; A. DONATI, *Il diritto del contratto di assicurazione. Sez. I. I principi generali del contratto di assicurazione*, cit., 70; M. MAZZOLA, *La clausola di vincolo nei contratti di assicurazione: profili qualificatori*, cit., 459. *Contra*, nel senso che tali convenzioni configurino invece assicurazioni per conto dei clienti delle banche, stipulate secondo lo schema di cui all'art. 1891 c.c., A. CAMEDDA, cit., 418; cfr. D. CERINI, cit., 175.

<sup>71</sup> V. A. CAMEDDA, *I contratti di assicurazione 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; v. Cass., 11 luglio 2022, n. 21683, cit.

<sup>72</sup> V. F. MESSINEO, *Il contratto in genere*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da Cicu e Messineo, Giuffrè, 1968, 657-667; v. anche F. GALGANO, *Il negozio giuridico*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da Cicu e Messineo, continuato da Mengoni, Giuffrè, 1988, 37.

Che la convenzione non sia un contratto assicurativo è confermato dal fatto che di quest'ultimo difettano le due prestazioni principali, cioè quella di pagamento del premio e quella di assunzione di rischio<sup>73</sup>.

Da un lato, la banca invero non si obbliga a corrispondere alcun premio che sarà corrisposto dal singolo mutuatario aderente alla convenzione<sup>74</sup>: ritenere la banca contraente pertanto contrasta con l'art. 1891 c.c., che grava quest'ultimo degli obblighi derivanti dal contratto. Dall'altro lato, non essendo individuato al tempo della convenzione il singolo mutuatario assicurato, non esiste ancora il rischio assicurato,

---

<sup>73</sup> È pacifico in dottrina e in giurisprudenza che l'assicurazione sia un contratto a prestazioni corrispettive (in giurisprudenza v. *ex multis* Cass., sez. un., 24 settembre 2018, n. 22437, par. 19.5, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, 121, con nota di M. CAMPOBASSO, *Evoluzioni e rivoluzioni nella giurisprudenza in tema di assicurazioni claims made*; in dottrina v. di recente P. CORRIAS, *Alea e corrispettività nel contratto di assicurazione (indivisibilità del premio e sopravvenienza)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, 301-315) ma vi è invece controversia sull'*ubi consistam* della prestazione dell'assicuratore. Secondo un orientamento risalente la prestazione dell'assicuratore consiste nella promessa di pagamento dell'indennizzo che si troverebbe in rapporto di corrispettività con la promessa del contraente di pagamento del premio (A. DONATI, *Il diritto del contratto di assicurazione. Sez. I. I principi generali del contratto di assicurazione*, cit., 38): l'obbligazione dell'assicuratore sarebbe subordinata ad un termine nelle assicurazioni sulla vita, mentre nelle assicurazioni contro i danni, nelle assicurazioni di sopravvivenza o in quelle temporanee per il caso di morte, l'obbligazione dell'assicuratore è condizionata a un evento *incertus an* di efficacia sospensiva (ID., op. ult. cit., 31-32; cfr. DE GREGORIO, FANELLI, cit., 102-104). A. GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, Giuffrè, 1964, 187, ha precisato che la prestazione dell'assicuratore non consiste nell'assunzione di una obbligazione, poiché se il sinistro non si verifica l'obbligazione non può sorgere, per cui dovrebbe più correttamente parlarsi di una posizione di soggezione dell'assicuratore (cui corrisponde una aspettativa dell'assicurato), idonea a giustificare il pagamento del premio in quanto si pone come una attribuzione, tale da collocare l'assicurazione tra i contratti a prestazioni corrispettive, data la nozione estensiva di prestazione accolta dal Codice civile del 1942 (A. GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, Giuffrè, 1964, 187).

Per un'altra tesi, la trasformazione della soggezione in obbligazione costituisce il congegno giuridico che realizza la c.d. copertura del rischio, ossia la soddisfazione dell'esigenza di sicurezza per la quale l'assicurato stipula il contratto di assicurazione (P. CORRIAS, *Il contratto di assicurazione. Profili funzionali e strutturali*, Edizioni Scientifiche Italiane, 2016, 130). Tale tesi riprende quella di C. VIVANTE, *Dell'assicurazione*, ed. III, Utet, 1909, 10, per la quale la prestazione dell'assicuratore consiste in una speciale forma di sicurezza fornita agli assicurati o (ID, op. ult. cit., 17) nella assunzione del rischio da parte dell'impresa assicurativa.

<sup>74</sup> V. Cass., 11 luglio 2022, n. 21863, cit.

cosicché se la convenzione integrasse un'assicurazione quest'ultima si dovrebbe altresì ritenere nulla ai sensi dell'art. 1895 c.c.<sup>75</sup>.

Infine, la qualificazione della convenzione banca-assicuratore come assicurazione per conto altrui contrasta con la previsione della necessaria adesione ad essa del terzo mutuatario, che costituisce una inutile superfetazione una volta sussunta la convenzione nella fattispecie astratta dell'art. 1891 c.c. Invero, in deroga alle regole comuni dell'attività per conto altrui, l'art. 1891, secondo comma, c.c., attribuisce i diritti derivanti dal contratto direttamente all'assicurato, senza alcuna necessità di ratifica o accettazione da parte di quest'ultimo; dal terzo comma dell'art. 1891 c.c., poi, si evince che qualsiasi patto contenuto in un contratto di assicurazione per conto altrui è valido ed efficace a prescindere dalla adesione ad esso del terzo beneficiario<sup>76</sup>.

#### 4. Critica all'orientamento adottato dalla Suprema Corte.

Si deve pertanto escludere che il contratto<sup>77</sup> oggetto della sentenza in commento, riconducibile al modello della *consumer credit insurance*, sia qualificabile come assicurazione sulla vita stipulata dal mutuatario per conto sia proprio, sia altrui, *ex art.* 1891 c.c.

Le obiezioni di ordine teorico-generale alla compatibilità tra l'assicurazione per conto altrui e l'assicurazione sulla vita, infatti, non sono superate dagli argomenti utilizzati dalla Suprema Corte.

Non è dirimente l'argomento letterale, in base al quale l'espressione assicurazione per conto altrui deve essere interpretata come sinonimo di stipulazione a vantaggio altrui. Tale concetto, essendo scevro da ogni legame con il requisito dell'interesse al risarcimento, per la sua

---

<sup>75</sup> V. Cass., 11 luglio 2022, n. 21863, cit. Secondo DE GREGORIO, FANELLI, cit., 80-82, se il rischio non è mai esistito o ha cessato di esistere prima della conclusione del contratto, questo è nullo, mentre se il rischio ha cessato di esistere dopo la conclusione del contratto questo si scioglie e sono dovuti i premi relativi al periodo di assicurazione in corso. Sul concetto di rischio come possibilità di evento dannoso v. A. DONATI, *Il diritto del contratto di assicurazione. Sez. I. I principi generali del contratto di assicurazione*, cit., 114 ss.;

<sup>76</sup> Cass., 6 luglio 2022, n. 21404, in [italgiure.giustizia.it](http://italgiure.giustizia.it)

<sup>77</sup> Sebbene il mutuatario avesse stipulato due assicurazioni al momento della stipulazione del contratto di mutuo, oggetto della controversia era soltanto l'assicurazione sulla vita.

genericità si presterebbe a comprendere anche l'assicurazione sulla vita stipulata per conto di un terzo diverso dal contraente<sup>78</sup>.

Un'interpretazione sistematica dell'espressione contenuta nell'art. 1891 c.c., cioè coerente col significato che essa assume nelle altre disposizioni codicistiche, potrebbe astrattamente deporre nel senso della superfluità dell'interesse al risarcimento. La locuzione agire *per conto* altrui, contenuta nell'art. 1703 c.c., viene interpretata in dottrina come sinonimo di agire *nell'interesse* del mandante<sup>79</sup> o comunque come agire per conto di un soggetto cui sono destinati vantaggi e costi economici dell'operazione<sup>80</sup>.

Tuttavia l'interpretazione letterale e sistematica contrastano con la *ratio* dell'art. 1891 c.c., che, prescrivendo la necessaria coincidenza tra assicurato e beneficiario, non può che risiedere nel rispetto del principio indennitario, il quale per definizione non si applica all'assicurazione sulla vita. Non si potrebbe dunque interpretare la disciplina speciale di cui all'art. 1891 alla luce di quella generale sul mandato, poiché per definizione *lex specialis derogat legi generali*<sup>81</sup>.

L'interpretazione della Suprema Corte non è dunque condivisibile, poiché, allargando l'ambito applicativo dell'art. 1891 c.c. includendovi l'assicurazione a vantaggio altrui, si rende l'art. 1891 c.c. un doppione dell'art. 1920 c.c., già deputato a disciplinare le fattispecie di assicurazione a vantaggio altrui<sup>82</sup>.

---

<sup>78</sup> In senso contrario ad intendere l'espressione "per conto altrui" di cui all'art. 1891 c.c. come sinonimo di "a vantaggio altrui" v. A. VENDITTI, cit., 124.

<sup>79</sup> E. LUCCHINI GUASTALLA, voce *Mandato*, in *Diritto on-line*, in *Treccani.it L'Enciclopedia Italiana*, Istituto della Enciclopedia Italiana Treccani, Roma, 2013.

<sup>80</sup> A. LUMINOSO, *Mandato, commissione, spedizione*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da Cicu e Messineo, Giuffrè, 1984, 15-16; M. GRAZIADEI, voce *Mandato*, in *Dig. disc. priv., sez. civ.*, Torino, 1994, XI, 154 ss., ritiene che la locuzione agire per conto altrui presenti una pluralità di significati, indicando sia che il mandante è il destinatario finale degli effetti degli atti compiuti sia l'impegno del mandatario a perseguire l'interesse del mandante. Sul mandato v. in generale B. CARPINO, *I contratti speciali. Il mandato, la commissione, la spedizione*, in *Trattato di diritto privato* diretto da Bessone, vol. XIV, Giappichelli, 2007, 7 ss.; G. DI ROSA, *Il mandato. Artt. 1703-1709*, in *Codice civile. Commentario* fondato da Schlesinger, diretto da Busnelli, Giuffrè, 2012, 5 ss.; A. LUMINOSO, *Il mandato*, Utet, 2007, 1 ss.

<sup>81</sup> Sulla natura derogatoria della disciplina di cui all'art. 1891 rispetto alla disciplina generale del mandato v. G. FANELLI, cit., D. PIRILLI, cit., Sul criterio di specialità v. cenni in G. TARELLO, cit., 313 ss.

<sup>82</sup> In tal senso G. FANELLI, cit., 424-425.

Fragile si rivela poi l'argomento della *sedes materiae* in quanto anche altre disposizioni collocate all'interno del capo XX, sez. I, dedicato alle disposizioni generali sull'assicurazione, come l'art. 1900 c.c., non sono applicabili all'assicurazione sulla vita poiché ritenute espressione del principio indennitario<sup>83</sup>.

Secondo la dottrina prevalente nemmeno l'art. 1898 c.c. è applicabile all'assicurazione sulla vita, dato che gli aggravamenti del rischio rilevanti in tali contratti sono già disciplinati dall'art. 1926 c.c.<sup>84</sup>; ma tale tesi non è condivisibile, essendo agevole replicare che l'art. 1926 c.c. non disciplina esaustivamente la materia, poiché nell'assicurazione sulla vita possono verificarsi ipotesi di aggravamento del rischio diverse dal cambiamento di professione o di attività dell'assicurato<sup>85</sup>.

In senso contrario all'argomento della *sedes materiae* depone anche il fatto che, nonostante anche l'assicurazione per conto di chi spetta (come quella per conto altrui) sia disciplinata dall'art. 1891 nel capo dedicato all'assicurazione in generale, tale assicurazione pare applicabile solo all'assicurazione contro i danni, avendo una funzione circolatoria della garanzia per effetto del trasferimento della titolarità dell'interesse al risarcimento<sup>86</sup>.

L'interpretazione fornita dalla Suprema Corte, dunque, contrasta anche con la volontà del legislatore il quale, assoggettando sia l'assicurazione per conto altrui sia quella per conto di chi spetta alle regole – la cui *ratio* è stata esposta – contenute nell'art. 1891 c.c., dimostra di ritenere le due assicurazioni equivalenti quanto al loro fondamento, che in entrambe è appunto il principio indennitario<sup>87</sup>. I due contratti, invero, si distinguono per il momento di determinazione del soggetto assicurato – che in un caso è il momento della conclusione del contratto e nell'altro è il momento del sinistro – e per la diversa

---

<sup>83</sup> G. FANELLI, cit., 115; sulla *ratio* dell'art. 1900 v. M. ROSSETTI, cit., 771. Nell'assicurazione sulla vita, infatti, è possibile ai sensi dell'art. 1927 c.c. indennizzare anche il sinistro cagionato dal suicidio dell'assicurato (per un commento alla disposizione v.\*)

<sup>84</sup> A. DE GREGORIO, G. FANELLI, cit., 102.

<sup>85</sup> M. ROSSETTI, cit., 801.

<sup>86</sup> V. G. FANELLI, cit., 444 ss.; D. PIRILLI, cit., 15 ss.; cfr. A. LAMORGESE, cit., 1163 ss.

<sup>87</sup> In tal senso v. Cass., sez. un., 18 aprile 2002, n. 5556, cit. Cfr. Cass., 4 maggio 2005, n. 9284, cit.; Cass., 5 giugno 2007, n. 13058, cit.

funzione perseguita, che nell'assicurazione per conto altrui è la gestione degli interessi altrui e in quella per conto di chi spetta è la circolazione della copertura assicurativa per effetto del trasferimento della proprietà del bene assicurato –, ma per il resto vale per entrambe la disciplina di cui all'art. 1891 c.c.<sup>88</sup>.

Sebbene nell'assicurazione per conto di chi spetta, a differenza che nell'assicurazione per conto altrui, il contraente possa successivamente anche coincidere con l'assicurato, in tal caso l'indennità assicurativa gli è attribuita non in quanto parte del contratto, ma in quanto titolare dell'interesse, *ex art. 1904 c.c.*, cioè in quanto parte del rapporto assicurativo<sup>89</sup>.

Alle obiezioni di ordine teorico-generale alla compatibilità tra assicurazione per conto altrui e assicurazione sulla vita si aggiunge la considerazione che, nella fattispecie scrutinata dalla Suprema Corte, il contratto è privo della dissociazione tra la persona del contraente e quella dell'assicurato necessaria per configurare un'assicurazione per conto altrui<sup>90</sup>.

Anche ammettendo astrattamente che l'art. 1891 c.c. si applichi all'assicurazione sulla vita, poiché nell'assicurazione per conto altrui l'assicurato deve essere persona diversa dal contraente<sup>91</sup>, e poiché nell'assicurazione sulla vita il soggetto assicurato è il portatore del rischio – la persona dalla cui morte o dalla cui sopravvivenza dipende la prestazione dell'assicuratore<sup>92</sup> –, non può ritenersi conclusa per conto

---

<sup>88</sup> V. A. DE GREGORIO, G. FANELLI, cit., 32; G. FANELLI, cit., 444 ss.; D. PIRILLI, cit., 16-17;

<sup>89</sup> D. PIRILLI, cit., 39.

<sup>90</sup> P. CORRIAS, cit., 136; v. anche A. DE GREGORIO, G. FANELLI, cit., 24; A. DONATI, *Il diritto del contratto di assicurazione. Sez. I. I principi generali del contratto di assicurazione*, cit., 66-70; v. G. FANELLI, cit., 419 e 436 ss.; M. MAZZOLA, *La clausola di vincolo nei contratti di assicurazione: profili qualificatori*, cit., 459; v. D. PIRILLI, cit., 15 ss.

<sup>91</sup> P. CORRIAS, cit., 136; v. anche A. DE GREGORIO, G. FANELLI, cit., 24; A. DONATI, *Il diritto del contratto di assicurazione. Sez. I. I principi generali del contratto di assicurazione*, cit., 66-70; v. G. FANELLI, cit., 419 e 436 ss.; M. MAZZOLA, *La clausola di vincolo nei contratti di assicurazione: profili qualificatori*, cit., 459; v. D. PIRILLI, cit., 15 ss.

<sup>92</sup> In giurisprudenza Cass., 13 maggio 1977, n. 1883, in *Foro it.*, 1978, 996 ss.; in dottrina v. G. FANELLI, cit., 420.

altrui, *ex art.* 1891 c.c., un'assicurazione stipulata dal contraente sulla propria vita<sup>93</sup>.

Interpretando il contratto, la Suprema Corte individua giustamente nel mutuatario il contraente, poiché, da un lato, l'unico contratto assicurativo enucleabile nella fattispecie era quello concluso tra il contraente e l'impresa di assicurazioni<sup>94</sup>, dovendo invece qualificarsi l'accordo tra la banca e l'assicurazione, privo di due elementi essenziali del contratto assicurativo come il premio e il rischio, come contratto normativo<sup>95</sup>; dall'altro lato, poiché obbligato al pagamento del premio era proprio il mutuatario<sup>96</sup>.

Tuttavia, nella fattispecie il contraente era anche il soggetto la cui morte avrebbe fatto sorgere l'obbligo di indennizzo della compagnia assicuratrice<sup>97</sup>, circostanza che in base al ragionamento appena svolto è ostativa alla sussistenza di un'assicurazione per conto altrui.

Nonostante la scarsa intelligibilità del contratto assicurativo si deve poi ritenere, in ossequio al canone ermeneutico di cui all'art. 1367 c.c., che il contraente fosse anche beneficiario dell'indennizzo, come riconosciuto dalla Suprema Corte e anche dalla sentenza di appello, non censurata sul punto in sede di legittimità. L'attribuzione allo stesso contraente del diritto all'indennizzo, tuttavia, è anch'essa ostativa alla configurazione di un'assicurazione per conto altrui, presupponendo l'art. 1891 c.c. anche la necessaria alterità soggettiva tra contraente e beneficiario, come si evince dalla scissione tra gli obblighi e i diritti

---

<sup>93</sup> P. CORRIAS, *Le assicurazioni sulla vita*, cit., 136.

<sup>94</sup> Cass., 11 luglio 2022, n. 21863, cit. La controversia infatti non riguardava il secondo contratto assicurativo stipulato dal mutuatario contestualmente alla stipula del mutuo (v. Cass., 11 luglio 2022, n. 21863, cit., p. 2).

<sup>95</sup> Cass., 11 luglio 2022, n. 21863, cit.; in dottrina, M. BARISON, S. GAGLIARDI, cit., 12, identificano nel premio, nella prestazione dell'assicuratore e nel rischio gli elementi necessari a configurare ciascun contratto di assicurazione; sul contratto normativo v. R. FERCIÀ, voce *Contratto normativo*, in *Dig. disc. priv., sez. civ.*, agg., VIII, Torino, 2013, 194 ss.; V. ROPPO, *Il contratto*, in *Trattato di diritto privato* a cura di G. Iudica e P. Zatti, ed. II, Milano, 2011, 496 ss.

<sup>96</sup> Cass., 11 luglio 2022, n. 21863, cit.

<sup>97</sup> V. la definizione di assicurato nell'assicurazione sulla vita di G. FANELLI, cit., 420; per la tesi per la quale l'obbligo di indennizzo sorge contestualmente alla verifica dell'evento v. A. GAMBINO, cit., 171 ss.; conforme P. CORRIAS, *Alea e corresponsività*, cit., 323 ss.

derivanti dal contratto, i primi gravanti sul contraente, i secondi attribuiti al beneficiario.

Il conferimento da parte del mutuatario di un mandato irrevocabile alla banca ad incassare l'indennizzo, espressamente previsto dal contratto<sup>98</sup>, non avrebbe invero alcun senso se beneficiario – cioè creditore del diritto all'indennizzo – fosse la banca mutuante<sup>99</sup>. Al contrario, in base alla sentenza l'art. 8 delle condizioni generali attribuiva alla banca – qualificata contraddittoriamente come contraente, sebbene, come detto, contraente dovesse ritenersi il mutuatario – solo il “beneficio delle prestazioni”, previsione, questa, di per sé neutra al fine di ritenere sussistente una assicurazione per conto altrui<sup>100</sup>.

Ed infatti ciò non attribuisce alla banca alcuna situazione giuridica verso l'assicuratore, ma a determinare un vantaggio puramente economico per la banca-terza che è compatibile anche con una assicurazione per conto proprio e non è indice di assicurazione per conto di terzi<sup>101</sup>: così, l'assicurazione dell'affittuario del fondo rustico contro la mancata produzione o la perdita dei frutti (art. 1635 c.c.) resta un'assicurazione per conto proprio, in quanto è l'affittuario l'interessato al non verificarsi della perdita dei frutti, pur se dall'assicurazione trae vantaggio il proprietario del fondo<sup>102</sup>.

Quella stipulata dal contraente rientra tra le cc.dd. assicurazioni indirette nel credito, nelle quali cioè l'interesse della banca erogante il mutuo è tutelato soltanto in via indiretta, poiché la polizza abbinata al mutuo non copre il rischio di insolvenza del debitore, ma il diverso rischio del verificarsi di eventi – nella fattispecie, la morte del mutuatario – che possano diminuire o azzerare la sua capacità di restituire le somme finanziate<sup>103</sup>.

---

<sup>98</sup> V. Cass., 11 luglio 2022, n. 21863, cit., par. 2.2., 8, ove sul punto si rinvia alla sentenza d'appello le cui conclusioni vengono confermate dalla Suprema Corte con correzione della motivazione.

<sup>99</sup> Per una definizione di beneficiario v. G. FANELLI, cit., 415-416 in nota; M. ROSSETTI, cit., 693; A. DONATI, *Il diritto del contratto di assicurazione. Sez. I: I principi generali del contratto di assicurazione*, cit., 63.

<sup>100</sup> V. M. MAZZOLA, *La clausola di vincolo*, cit., 464 ss., spec. 467 ss.

<sup>101</sup> A. VENDITTI, cit., 119 ss.

<sup>102</sup> Così A. VENDITTI, cit., 119.

<sup>103</sup> Così A. CAMEDDA, cit., 418-419 in nota; S. LANDINI, cit., 1096; v. D. CERINI, cit., 172 ss. e 262 ss.

Sebbene il codice civile, a differenza dell'art. 421 cod. comm. 1882, non richieda una dichiarazione espressa del contraente di stipulare l'assicurazione per conto altrui<sup>104</sup>, non può enuclearsi dal codice civile il principio opposto, per il quale ogni qual volta sussista un vantaggio indiretto per un terzo l'assicurazione deve ritenersi contratta (anche) nell'interesse altrui.

L'obiezione più dirimente alla configurabilità di un'assicurazione per conto altrui risiede però nella previsione di un mandato a favore della banca: accedendo all'interpretazione della Suprema Corte, per la quale le polizze dei clienti della banca erano stipulate da questi per conto sia proprio, sia della banca<sup>105</sup>, nella fattispecie quest'ultima sarebbe al contempo mandataria all'incasso dell'indennizzo e il soggetto per conto del quale il contratto è stipulato, e il mutuatario contraente rivestirebbe al tempo stesso il ruolo di mandante e di soggetto che agisce nell'interesse altrui.

In astratto, è possibile che l'agire per conto altrui coesista con un agire nell'interesse di un soggetto diverso da quello per conto del quale l'atto deve essere posto in essere, come è espressamente ammesso dal legislatore all'art. 1723, 2° comma, che disciplina il mandato c.d. *in rem propriam*, cioè nell'interesse anche del mandatario o di terzi<sup>106</sup>.

L'*ubi consistam* di tale interesse viene individuato dalla tesi prevalente nel soddisfacimento derivante dal compimento dell'atto gestorio o comunque nell'interesse all'attuazione dell'oggetto del mandato<sup>107</sup>. Nella fattispecie di cui all'art. 1891 c.c. vi è una convergenza di interessi, perché il contraente pur stipulando l'assicurazione per conto altrui persegue anche il proprio interesse, derivante, ad esempio, da un rapporto giuridico intercorrente con l'assicurato<sup>108</sup>, non potendo altrimenti spiegarsi perché quest'ultimo sostenga l'onere del pagamento dei premi<sup>109</sup>.

---

<sup>104</sup> Sull'art. 421 cod. comm. 1882 v. A. VENDITTI, cit., 1 ss.

<sup>105</sup> Cass., 11 luglio 2022, n. 21863, cit., par. 2.6.1., 12.

<sup>106</sup> A. LUMINOSO, *Mandato, commissione, spedizione*, cit., 93.

<sup>107</sup> V. per tutti A. LUMINOSO, *Mandato, commissione, spedizione*, cit., 95-96; ID., *Il mandato*, cit., 24 ss.

<sup>108</sup> D. PIRILLI, cit., 18 ss., spec. 30 ss

<sup>109</sup> V. D. PURCARO, cit., 42-43, il quale, sebbene miri a sostenere la riconducibilità dell'assicurazione per conto altrui allo schema del contratto a favore di terzi, che richiede un interesse dello stipulante alla prestazione a favore del terzo, fornisce una lettura compatibile con l'affermazione per la quale nell'assicurazione di cui all'art.

Nella fattispecie, l'interesse della banca all'esecuzione del mandato era tale da configurare un mandato in *rem propriam*, ma non poteva certo tradursi in un agire anche per conto della stessa, non essendo per definizione configurabile un agire per conto del mandatario<sup>110</sup>.

Evidenziando che il contratto mirava a soddisfare anche l'interesse «degli eredi del mutuatario a non accollarsi *jure haereditario* il debito del *de cuius*»<sup>111</sup>, la sentenza della Suprema Corte non esplicita se gli eredi fossero anche beneficiari del contratto di assicurazione sulla vita; in un passaggio precedente la sentenza afferma che il mutuatario era uno dei beneficiari, senza però indicare gli ulteriori beneficiari<sup>112</sup>.

Escluso che gli eredi potessero ritenersi beneficiari in virtù del vantaggio indiretto ricavato dal versamento dell'indennizzo alla banca, che li teneva indenni da pretese di quest'ultima nei loro confronti<sup>113</sup>, poiché il vantaggio economico del terzo, in realtà, è compatibile anche con un'assicurazione stipulata per conto proprio<sup>114</sup>, nella fattispecie rileva il diritto degli eredi alla restituzione del *surplus* di indennizzo rispetto al debito residuo derivante dal mutuo.

Per definire gli eredi beneficiari del contratto ai sensi dell'art. 1891 c.c. occorre che essi vantino una situazione giuridica attiva rinvenente il suo fondamento nel contratto, non invece nella successione *mortis causa*<sup>115</sup>.

---

1891 c.c. l'agire per conto altrui può coesistere con un interesse del contraente derivante dal compimento dell'atto gestorio. In senso contrario A. VENDITTI, cit., 67, il quale nega che l'assicurazione per conto altrui sia riconducibile allo figura generale di cui all'art. 1411 c.c. poiché il contraente tutela solo l'interesse altrui.

<sup>110</sup> A. LUMINOSO, *Mandato, commissione, spedizione*, cit., 96.

<sup>111</sup> Così Cass., 11 luglio 2022, n. 21863, cit.

<sup>112</sup> Cass., 11 luglio 2022, n. 21863, cit., par. 2.6.1., 11-12.

<sup>113</sup> A. DONATI, *Il diritto del contratto di assicurazione. Sez. I. I principi generali del contratto di assicurazione*, cit., 63-64, che definisce destinatari indiretti, in contrapposizione al beneficiario, coloro ai quali il diritto all'indennità spetta non *jure proprio*, ma *mortis causa* attraverso il patrimonio dell'assicurato. V. anche M. ROSSETTI, cit., 694, per il quale «non sembra che la nozione di «beneficiario indiretto» abbia una utilità ulteriore, rispetto a quella meramente descrittiva».

<sup>114</sup> A. VENDITTI, cit., 119 ss.

<sup>115</sup> In tal senso A. DONATI, *Il diritto del contratto di assicurazione. Sez. I. I principi generali del contratto di assicurazione*, cit., 63-64. Sulla distinzione tra acquisto dell'indennità assicurativa *iure proprio* e *iure successionis* v. Cass., sez. un., 30 aprile 2021, n. 11421, par. 4-4.3, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it); la sentenza è commentata da L. LOCATELLI, *L'individuazione del beneficiario nel contratto di assicurazione sulla*

L'attribuzione *mortis causa* del diritto all'indennizzo implica un previo passaggio della relativa situazione giuridica nel patrimonio del *de cuius*-contraente, in aperto contrasto con quanto dispone l'art. 1891, 2° comma, c.c.<sup>116</sup>. Che il soggetto per conto del quale l'assicurazione è stipulata debba acquistare un diritto proprio, derivante dal contratto, e non derivato dal contraente, si evince dall'opponibilità al soggetto assicurato, ai sensi del 3° comma dell'art. 1891 c.c., delle eccezioni dipendenti dal contratto ma non di quelle personali al contraente<sup>117</sup>, come accadrebbe, invece, se soggetto assicurato fosse l'erede.

Tuttavia il diritto degli eredi non solo non aveva ad oggetto l'indennizzo assicurativo, concretandosi nel *surplus* dell'indennizzo rispetto al debito residuo, ma non era nemmeno esercitabile nei confronti della compagnia assicuratrice<sup>118</sup>, essendo la banca il soggetto obbligato nei confronti degli eredi cui, in prima battuta, doveva essere versato l'indennizzo. Ciò pare implicitamente evincersi dalla sentenza della Suprema Corte, che ha confermato la sentenza della Corte d'Appello che, appunto, condannava la compagnia assicurativa a versare l'indennizzo alla banca.

Tale circostanza, però, rende arduo qualificare gli eredi quali beneficiari, i quali per essere tali avrebbero dovuto vantare un diritto direttamente nei confronti della compagnia assicuratrice, sia che si qualifichi il contratto tra il mutuatario e la compagnia assicurativa come assicurazione sulla vita a favore di terzi, il cui diritto dovrebbe essere esercitabile nei confronti della compagnia promittente, secondo lo

---

*vita a favore di terzo*, in *Resp. civ. e prev.*, 2021, 1926 e da G. SCHIAVONE, *Assicurazione sulla vita, designazione degli eredi legittimi, individuazione dei beneficiari in ipotesi di premorienza*, in *Resp. civ. e prev.*, 2021, 1518 ss. V. anche Cass., 15 ottobre 2018, n. 25635, in [www.iusexplorer.it](http://www.iusexplorer.it), per la quale il beneficiario di un'assicurazione sulla vita acquista un diritto proprio derivante dal contratto e che non entra a far parte del patrimonio ereditario; l'ordinanza è commentata da D. PIRILLI, *La designazione (e la revoca) del beneficiario nell'assicurazione sulla vita tra contratto e successione*, in *Resp. civ. e prev.*, 2019, 111 ss.

<sup>116</sup> V. Cass., sez. un., 30 aprile 2021, par. 4.3, cit.

<sup>117</sup> V. A. DONATI, *Il diritto del contratto di assicurazione. Sez. I. I principi generali del contratto di assicurazione*, cit., 89.

<sup>118</sup> Secondo A. GAMBINO, cit., 171 ss., prima della verifica dell'evento la situazione giuridica passiva facente capo alla compagnia assicuratrice è definibile come soggezione, mutando in vera e propria obbligazione nel caso in cui si verifichi l'evento; conforme P. CORRIAS, *Alea e corresponsività*, cit., 323 ss.

schema di cui agli artt. 1411 e 1920 c.c.<sup>119</sup>; sia che si qualifichi il contratto come assicurazione di cui all'art. 1891 c.c., perché, quale che sia l'inquadramento giuridico di tale figura<sup>120</sup>, in ogni caso ai sensi dell'art. 1891, 2° comma, c.c. il diritto all'indennizzo è attribuito all'assicurato-beneficiario.

In definitiva, il contratto oggetto di controversia può qualificarsi come assicurazione sulla propria vita, stipulata dal mutuatario per conto proprio ed a proprio favore ai sensi dell'art. 1919 c.c., con il contemporaneo conferimento di un mandato all'incasso a favore della banca.

Pur non potendosi ritenere gli eredi beneficiari del contratto, se non in senso descrittivo e, dunque, non giuridico, questi ultimi, quali successori del mutuatario, erano comunque legittimati ad esigere dall'impresa assicurativa il pagamento dell'indennizzo alla banca per estinguere il mutuo<sup>121</sup>. Ed infatti ai sensi dell'art. 1705, 2° comma, c.c., gli eredi potevano esercitare i diritti di credito derivanti dal mandato all'incasso che, ai sensi dell'art. 1723, 2° comma c.c., non si era estinto per morte del mandante, essendo stato conferito dal mutuatario per estinguere il mutuo e, pertanto, anche nell'interesse della banca mutuante<sup>122</sup>.

---

<sup>119</sup> V. la definizione di beneficiario di A. DONATI, *Il diritto del contratto di assicurazione. Sez. I: I principi generali del contratto di assicurazione*, cit., 63: «Destinatario diretto è il c.d. beneficiario, la persona cioè a cui favore è stipulata, *ab origine* o successivamente, la prestazione dell'assicuratore [...] Anche il beneficiario [...] è un terzo eppertanto su di esso non incombono gli obblighi discendenti dal contratto, mentre a esso spetta il diritto alla prestazione dell'assicuratore [...]».

<sup>120</sup> Per l'opinione per la quale l'art. 1891 c.c. codifica una particolare forma di contratto a favore di terzo v. D. PURCARO, cit., 25 ss.; per la tesi dell'assicurazione *ex art.* 1891 c.c. come figura particolare di sostituzione gestoria non rappresentativa v. G. FANELLI, cit., 424 ss.

<sup>121</sup> Nell'assicurazione per conto altrui legittimato a chiedere il pagamento dell'indennizzo direttamente nei confronti dell'impresa assicurativa è l'assicurato-beneficiario: Cass., 20 dicembre 2017, n. 30653, in *One Legale*.

<sup>122</sup> Sui caratteri dell'interesse del mandatario v. A. LUMINOSO, *Mandato, commissione e spedizione*, cit., 95 ss.; ID., *Il mandato*, cit., 22 ss.



## **Tra sistema e funzione: riflessioni in materia di sovraindebitamento a partire da Corte Cost. 65/2022**

**SOMMARIO:** 1. La questione rimessa alla Corte. – 2. Gli argomenti della Corte: un dialogo tra sistema e funzione. - 3. Oltre il caso de quo: traiettorie generali. - 4. Brevi note in tema di prevenzione del sovraindebitamento. – 5. Conclusioni.

Con ordinanza del 30 marzo 2021, il Tribunale di Livorno interpellava la Corte Costituzionale in merito alla legittimità dell'art. 8, co. 1-*bis*, L. 3/2012, nella parte in cui, mentre prevede che la proposta di piano del consumatore possa contenere la falcidia, o la ristrutturazione, dei debiti derivanti da contratti di finanziamento con cessione del quinto (dello stipendio, del trattamento di fine rapporto o della pensione), non ammette analoga facoltà di falcidia o ristrutturazione nell'ipotesi in cui una quota parte degli stessi crediti del consumatore sia oggetto, non di cessione volontaria, ma di assegnazione al finanziatore *ex art.* 553 c.p.c., in seguito a espropriazione presso terzi.

La Corte, con sentenza del 10 marzo 2022 n. 65, rigettava la questione ritenendola non fondata e fornendo l'interpretazione costituzionalmente legittima della disposizione censurata.

La decisione è di interesse per più motivi.

In primo luogo, la disposizione impugnata, ovvero l'art. 8 co. 1-*bis*, aggiunto alla L. 3/2012 per effetto del cd. Decreto ristori, anticipava l'ingresso nell'ordinamento dell'art. 67 del Codice della Crisi e dell'Insolvenza (CCI), norma di cui di fatto ricalcava il contenuto. La recente entrata in vigore del Codice della Crisi, avvenuta, dopo un lungo *iter*, lo scorso 15 luglio, rinnova la rilevanza ermeneutica della decisione che può ora esplicitarsi, *mutatis mutandis*, anche rispetto all'art. 67 citato.

In secondo luogo, poiché attiene ai possibili contenuti del piano e, quindi, al trattamento dei creditori del sovraindebitato, la decisione tocca la questione, non facile, dei rapporti tra Codice civile e disciplina del sovraindebitamento, confluita nella nuova forma "codice".

Infine, affiancando a una ricostruzione in chiave sistematica della disciplina civilistica in materia di cessione anche una riflessione

incentrata sulla *ratio* della disposizione censurata, la sentenza sollecita interrogativi in ordine alla funzione della normativa sul sovraindebitamento e, in particolare, in tema di prevenzione dello stato di crisi del consumatore.

Occorre, quindi, procedere per punti.

### 1. *La questione rimessa alla Corte*

Come già anticipato, l'art. 8, co. 1-*bis*, L. 3/2012 ammette la falcidia (o la ristrutturazione) dei debiti derivanti da contratti di finanziamento con "cessione del quinto".

Ponendo fine a un dibattito che interessava tanto la giurisprudenza quanto la dottrina, il legislatore accoglie la tesi che sostiene l'inopponibilità della cessione del quinto alla procedura e la conseguente non estraneità ma, bensì, possibile inclusione, nella proposta di piano e ai fini della sua esecuzione, anche delle risorse destinate ad accrescere il patrimonio futuro del debitore.

La disposizione censurata, tuttavia, nulla prevede per l'ipotesi in cui la cessione dei crediti del debitore non avvenga su base negoziale ma sia coattiva, ossia effetto di ordinanza di assegnazione *ex art. 553 c.p.c.*, ipotesi che, al pari della prima, registrava orientamenti divergenti in giurisprudenza<sup>1</sup>.

Il giudice rimettente, pertanto, osservava come la previsione normativa, in violazione dell'art. 3 Cost., generasse una differenza di

---

<sup>1</sup> Sull'inopponibilità dell'ordinanza di assegnazione dopo il deposito della domanda di omologa, v. Trib. Grosseto, 16 marzo 2021. *Contra*, invece, lo stesso Trib. Livorno che, con decreto del 22 aprile 2021, decide per l'opponibilità dell'ordinanza di assegnazione alla procedura: correttamente tale debito, afferma il giudice, è stato escluso dal piano. Il Tribunale argomenta a partire da Cass. Civ., Sez. III, 5 giugno 2020, n. 10820 e, in particolare, dal passaggio della pronuncia ove la Corte afferma che se «scopo dell'espropriazione è quello di trasferire un credito dal *debitor debitoris* al creditore precedente» e «se l'ordinanza di assegnazione realizza questo trasferimento, deve concludersi che, con la pronuncia di quella ordinanza, la procedura esecutiva ha raggiunto il suo scopo ed è da quel momento conclusa e definitiva», realizzandosi definitivamente «l'effetto del mutamento del soggetto attivo dell'obbligazione», che diviene dovuta dal terzo pignorato. Le pronunce sono entrambe citate in A. MANCINI, A. MUNARIN, *Sovraindebitamento: sull'opponibilità dell'ordinanza di assegnazione resa nel pignoramento presso terzi*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), 29 settembre 2021, 7, nota 10.

trattamento irragionevole tra cessione volontaria e cessione coattiva. La mancata considerazione dell'ipotesi di assegnazione *ex art. 553 c.p.c.* nemmeno pareva rimediabile in via interpretativa: nella disciplina del sovraindebitamento, infatti, manca una norma che stabilisca l'inefficacia generalizzata dei pagamenti eseguiti dal debitore, o dal terzo, prima dell'omologa del piano, laddove, invece, l'art. 44 L. Fall. rende inefficaci, *ipso iure*, i pagamenti compiuti dal debitore, o dal terzo, dopo la dichiarazione di fallimento. In difetto di una norma assimilabile all'art. 44 L. Fall. – non estendibile in via analogica<sup>2</sup> – la falcidia dei crediti per i quali il finanziatore avesse ottenuto ordinanza di assegnazione sarebbe stata espressione di una mera «possibilità-facoltà di prevedere, nel piano, la specifica inefficacia di determinati pagamenti», possibilità che il giudice *a quo*, nel silenzio dell'art. 8, co. 1-*bis*, L. 3/2012, non riteneva sostenibile.

Infine, il giudice rimettente solleva un'ulteriore criticità: poiché, in materia di sovraindebitamento, nemmeno è presente una norma che sospenda automaticamente le procedure esecutive singolari a carico del debitore, «l'eventuale sforzo interpretativo teso a ricomprendere nell'[l']ambito applicativo [della norma censurata *nrd*] anche le ipotesi di cessione coattiva del credito urterebbe contro il principio di intangibilità degli atti esecutivi già compiuti quale è sancito dall'art. 187-*bis* disp. att. c.p.c.»<sup>3</sup>.

## 2. Gli argomenti della Corte: un dialogo tra sistema e funzione

Come anticipato, la Corte Costituzionale ha ritenuto che la disposizione al vaglio di legittimità si presti a un'interpretazione tale da ricondurla a ragionevolezza poiché non può «escludersi *a priori*»

---

<sup>2</sup> Scrive il giudice *a quo*: «non può ritenersi che la semplice natura concorsuale della procedura del piano del consumatore possa comportare di per sé la possibilità di applicazione analogica delle disposizioni dettate per il fallimento e, segnatamente, dell'art. 44 della legge fallimentare [...] posto che nel piano del consumatore non si verifica pacificamente alcuno "spossessamento" del debitore e la disposizione di cui all'art. 44 legge fallimentare è la diretta conseguenza del vincolo di indisponibilità di cui al precedente art. 42».

<sup>3</sup> M.P. GASPARINI (a cura di), *Crisi da sovraindebitamento e piano del consumatore*, in *Riv. Esec. Forz.*, 2022, 540.

(7.1.2) che la cessione di cui alla norma sia da intendersi comprensiva, anche, della cessione coattiva.

La Corte poggia questa conclusione su di un argomento sistematico e su di uno teleologico.

In ordine, la Corte osserva come l'assegnazione coattiva sia trattata, dal legislatore del diritto civile, al pari della cessione volontaria.

La disciplina civilistica attribuisce alla cessione volontaria, sia essa con funzione solutoria o di garanzia, un'efficacia che di regola, ossia salvo deroga convenzionale, è *pro solvendo* (art. 1198 c.c.), per cui il debito si estingue solo con l'effettiva riscossione del credito ceduto. Ai sensi dell'art. 2928 c.c., anche la cessione disposta dal giudice con l'assegnazione *ex art. 553 c.p.c.* è *pro solvendo* e non estingue il debito principale, che continua a esistere, nell'ammontare residuo, in capo al cedente<sup>4</sup>. Proprio perché la cessione, quella coattiva sempre e quella volontaria di regola, lasciano persistere la responsabilità del debitore principale<sup>5</sup>, il debito, sino a che non è estinto per effetto dei pagamenti dal terzo ceduto al cessionario, può essere oggetto di falcidia<sup>6</sup>; in altre parole, è la natura stessa della cessione, volontaria o coattiva, a permettere la falcidia del credito, che invece non sarebbe ipotizzabile in caso di estinzione immediata per effetto di cessione *pro soluto*.

Pare logico, allora, che «il debito da restituzione del finanziamento (per la parte che residua a seguito di eventuali parziali adempimenti) ben possa essere incluso nel piano del consumatore tra i debiti che compongono il passivo»<sup>7</sup>.

---

<sup>4</sup> La Corte, quindi, conduce un ragionamento diverso da quello che si legge in Trib. Livorno, 22 aprile 2021, per il quale all'opponibilità dell'ordinanza di assegnazione alla procedura «non osta il disposto dell'art. 2928 c.c., secondo il quale il diritto dell'assegnatario verso il debitore si estingue solo con la riscossione del credito assegnato». Nell'interpretazione del Tribunale, tale previsione avrebbe «unicamente l'effetto di attribuire all'assegnazione del credito pignorato l'effetto di un trasferimento con efficacia *pro solvendo*. Tale effetto fu voluto dal legislatore a maggior tutela del creditore, garantendogli in caso di mancata riscossione, la possibilità di intraprendere un nuovo procedimento esecutivo in base al medesimo titolo».

<sup>5</sup> M.P. GASPARINI (a cura di), *op. cit.*, 541.

<sup>6</sup> O di ristrutturazione, da intendersi nel senso che il credito del finanziatore può divenire «rimodulabile per ciò che concerne i temi e le modalità di soddisfazione» (es. riduzione del prelievo mensile), come spiega S. LEUZZI, *Attualità e prospettive del piano del consumatore sovraindebitato*, in [www.dirittodellacrisi.it](http://www.dirittodellacrisi.it), 8 luglio 2021.

<sup>7</sup> Trib. Messina, 20 dicembre 2021, (5).

La Corte precisa come non vi sia incompatibilità tra il trasferimento del credito al cessionario, sia esso a titolo negoziale o coattivo, e la possibilità di falcidia del credito stesso: tale falcidia, infatti, non incide sull'effetto traslativo, già prodottosi, ma risulterà, semplicemente, in una limitazione del *quantum* dovuto dal *debitor-debitoris* al cessionario.

Altresì, la Corte osserva come l'eventuale falcidia non generi alcun problema di contrasto con l'art. 187-*bis* disp. att. c.p.c., che dispone l'intangibilità degli atti esecutivi già compiuti: «l'ordinanza di assegnazione [...] non fa altro che avallare per via giudiziale l'iniziativa del creditore nella individuazione di una modalità di soddisfazione in chiave solutoria del proprio diritto, senza attribuire a questi un nuovo titolo, sicché non può dirsi che la cessione attuata coattivamente sia più forte e più vincolante rispetto alla cessione volontaria»<sup>8</sup>. Analogamente, l'eventuale ristrutturazione<sup>9</sup>, precisa la Corte, non scioglie la fonte dell'originario debito (7.2.2.2) risolvendosi in una variazione delle modalità di esecuzione del credito, variazione che pure dovrà tenere conto<sup>10</sup> della modalità precedente come dei caratteri del debito, a partire dalla sua entità.

In successivo passaggio, la Corte esclude in radice il problema, pure sollevato dal giudice *a quo*, di un'applicazione analogica dell'art. 44 L. Fall.: come precisa la dottrina, «qui invero non si tratta di affermare l'inefficacia dei pagamenti *ex latere debitoris*, bensì – muovendo dal principio per cui la procedura di sovraindebitamento ha natura concorsuale – la totale incompatibilità della riscossione coattiva *ex latere creditoris*, sia pure sulla base di un titolo definitivo, con l'apertura del concorso, per la semplice ragione che il creditore munito

---

<sup>8</sup> M.P. GASPARINI (a cura di), *op. cit.*, 541.

<sup>9</sup> Che apre la strada «a piani meramente dilatori, oppure con una diversa scelta delle modalità con cui adempiere», come scrive E. PELLECCIA, *Il "Decreto ristori" e le novità in materia di sovraindebitamento del consumatore in tempo di pandemia e di squid game*, in *Le Nuove Leggi Civ. Comm.*, 2021, 1274, anche rinviando a V. ZANICHELLI, *Il corposo restyling della legge sul sovraindebitamento*, in *Il Fallimento*, 2021, 449.

<sup>10</sup> *Rectius* il giudice dovrà tenerne conto nel valutare «la fattibilità, l'ammissibilità e la convenienza del piano, v. 7.2.2.2.

di titolo esecutivo definitivo andrebbe a riscuotere integralmente il suo credito in barba al concorso»<sup>11</sup>.

La conclusione alla questione di legittimità, allora, è così sintetizzabile: «il credito che viene riscosso è indiscutibilmente un credito futuro, *pro solvendo*, che viene ad esistenza in corso di procedura e che, pertanto, non può essere esatto fuori concorso»<sup>12</sup>. Una soluzione diversa contrasterebbe con la regola della *par condicio creditorum*, poiché avrebbe l'effetto di riservare alcune risorse del patrimonio futuro del debitore a soddisfazione solo di un creditore, quello cessionario – prima della novella legislativa – o quello assegnatario, e, altresì, danneggerebbe il debitore poiché il credito, escluso dalla proposta di piano del consumatore, non diverrebbe inesigibile a seguito di omologa, con conseguente limitazione dell'effetto esdebitativo derivante dal piano omologato ed eseguito<sup>13</sup>.

---

<sup>11</sup> G. LIMITONE, *L'ordinanza di assegnazione definitiva: credito dell'usuraio (absit iniuria verbis), concorso dei creditori e ratio antiusura delle procedure di sovraindebitamento*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), 5 maggio 2021, 3.

<sup>12</sup> *Ibidem*. E del resto, l'esigenza di assicurare la *par condicio creditorum* all'interno della procedura concorsuale del sovraindebitamento era argomento impiegato dalla giurisprudenza, già prima dell'introduzione dell'art. 8 co. 1-*bis* nella L. 3/2012, per considerare inopponibile ai creditori concorsuali la cessione del quinto, cfr. Trib. Grosseto, 9 maggio 2017; Trib. Pistoia, 27 dicembre 2013; Trib. Parma, 28 febbraio 2021, quest'ultimo su proposta di piano depositata il 23 dicembre 2020. Recentemente, anche Trib. Messina, cit., ove il Tribunale afferma che data la «natura tendenzialmente concorsuale del procedimento e la necessità di applicare la parità di trattamento ai creditori» non è possibile «non assoggettare anche il cessionario del quinto ad un'eventuale riformulazione dell'adempimento al pari degli altri creditori chirografari».

<sup>13</sup> Per il sovraindebitato, il CCI conosce l'esdebitazione “di diritto” (art. 282 CCI) che consegue alla liquidazione controllata (artt. 268-277 CCI) e l'esdebitazione del debitore meritevole ma incapiente (art. 283 CCI), esdebitazione extraprocedurale e “modale” perché destinata a venir meno qualora nei quattro anni successivi al provvedimento sopravvengono altre utilità «rilevanti» atte a pagare i creditori in misura non inferiore al 10 %; altresì, l'effetto esdebitativo consegue alla completa esecuzione del piano di ristrutturazione omologato o del concordato minore omologato (procedura riservata ai soli imprenditori minori e ai professionisti), come si ricava dagli artt. 67 e 74 CCI. La domanda che si pone la dottrina è se il sovraindebitamento, comprensivo anche dell'esito esdebitativo, modifichi direttamente l'obbligazione pecuniaria o incida su altri istituti connessi *de relato* con essa (F. FORCELLINI, *Sovraindebitamento e statuto dell'obbligazione pecuniaria*, in *Europa e Dir. priv.*, 2015, 130) e, in particolare, non direttamente sul rapporto obbligatorio quanto, piuttosto, sulla responsabilità patrimoniale (in questo senso C.

---

CAMARDI, *Il sovraindebitamento dopo il codice della crisi. Il diritto privato che cambia e la dogmatica civilistica*, in *Riv. dir. priv.*, 2020, 530). Ai sensi dell'art. 278 CCI l'esdebitazione consiste nella «liberazione dai debiti e comporta la inesigibilità dal debitore dei crediti rimasti insoddisfatti nell'ambito di una procedura di [liquidazione giudiziale o di] liquidazione controllata». Il tema è se, quanto ai crediti rimasti insoddisfatti, l'obbligazione pecuniaria possa dirsi estinta. Nella Relazione accompagnatoria al CCI, il legislatore afferma che per «liberazione dai debiti» non si intende l'estinzione ma «più riduttivamente, la loro inesigibilità». Anche in tal senso, però, gli interrogativi di tipo sistematico non si esauriscono. Infatti, in primo luogo, come osserva A. SANTAGATA, *La concessione abusiva del credito al consumo*, Torino, 2020, 129, nota 21, «se si opta per l'inquadramento dell'esdebitazione nello schema dell'inesigibilità, ne va comunque riconosciuta l'ontologica diversità rispetto a quel limite al diritto di credito fondato [...] sulla clausola generale di buona fede e sul divieto di abuso del diritto, in una prospettiva, però, limitata ad una comparazione di interessi del (singolo) creditore e del debitore». In secondo luogo, poiché l'inesigibilità – che, al di fuori delle ipotesi tipizzate quali ad es. l'art. 1185 co. 1 c.c. o 1460 c.c., è «riconducibile alle logiche valutative della buona fede» – come scrive F. FORCELLINI, *op. cit.*, 143 – si traduce in un sollievo temporaneo per il debitore, salvo che il creditore perda interesse alla prestazione con conseguente estinzione *ex art.* 1256, co. 2, c.c., e poiché non si colloca sul piano degli impedimenti oggettivi, «essa può configurarsi anche nel caso di obbligazioni pecuniarie» (A. NICOLUSSI, *Le obbligazioni*, Milano, 2021, 36). Ciò che è problematico, tuttavia, è il passaggio dal sollievo temporaneo alla «liberazione» del debitore, la quale non è un effetto che pare del tutto coerente con la categoria dell'inesigibilità applicata alle obbligazioni pecuniarie, rispetto alle quali «il ritardo nell'adempimento non oblitera l'interesse del creditore» (*ibidem*). Da qui l'interrogativo se l'esdebitazione modifichi il rapporto obbligatorio sino all'estinzione oppure costituisca una limitazione *ex lege* alla responsabilità patrimoniale del debitore che risponde con i suoi beni presenti ma non con quelli futuri. Nel primo senso, anche A. NICOLUSSI, *op. cit.*, 251-252, ove l'A. qualifica il sovraindebitamento (*rectius* l'effetto esdebitativo che ne consegue, se ben si interpreta il pensiero dell'A.) come «causa tipizzata di estinzione (parziale) dell'obbligazione»; cfr. anche G. GRISI, *L'esdebitazione del consumatore*, in *Europa e Dir. Priv.*, 2020, 24, ove l'A. si domanda «quale recondita ragione dovrebbe indurre a ritenere inconcepibile che un'obbligazione estinta comporti l'inesigibilità del credito?»; nell'altro senso, oltre a C. CAMARDI, *op. cit.*, *passim*, anche G. D'AMICO, *Esdebitazione e concorso dei creditori nella disciplina del sovraindebitamento*, in G. D'AMICO (a cura di), *Sovraindebitamento e rapporto obbligatorio*, Torino, 2018, 45, o F. PAGLIANTINI, *L'esdebitazione tra normativa vigente e codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (D.Lgs. 14/2019)*, in *Le Nuove Leggi Civ. Comm.*, 2019, 698, che scrive di «affievolimento» del rapporto obbligatorio, anche considerando che il decreto di omologa potrebbe essere revocato, e il beneficio venire meno, e che il creditore può comunque soddisfarsi sul patrimonio dei garanti (art. 279, co. 2, CCI).

Si muove, così, dall'argomento sistematico, e quindi dalla ricostruzione della disciplina civilistica e processualcivilistica, all'argomento teleologico.

La Corte, infatti, evidenzia come la conclusione raggiunta sia coerente con lo scopo della procedura, già sintetizzato dalla Corte stessa in sentenza n. 245 del 2019, ossia con il fine di «ricollocare utilmente all'interno del sistema economico e sociale, senza il peso delle pregresse esposizioni [...] un soggetto – il consumatore – che se, sul piano contrattuale, si connota per una debolezza derivante dalla sua asimmetria informativa, nel quadro della disciplina in esame, che presuppone la condizione patologica del sovraindebitamento, mostra anche i segni di una fragilità economico-sociale» (6.1).

La disciplina in materia di sovraindebitamento si veste, così, di un'indiscussa «funzione sociale»<sup>14</sup> ossia quella di dare «una nuova opportunità a soggetti schiacciati da un peso divenuto insopportabile», come si legge nella relazione illustrativa al CCI.<sup>15</sup> È il cd. *discharge* del debitore che, liberato dai debiti, gode di una nuova *chance* anche per operare sul mercato.

L'argomento teleologico è pregnante e ampiamente condiviso anche in dottrina<sup>16</sup> ma non è da solo bastevole: i chiarimenti in merito all'efficacia della cessione (*pro solvendo*) e alla natura (futura) del credito che ne è oggetto sono – anch'essi – elementi costitutivi della soluzione interpretativa data dalla Corte, che deve essere coerente con le regole che governano il rapporto obbligatorio tra assegnatario e debitore.

Le ragioni di tutela del consumatore non possono prevalere *ipso facto* sulle ragioni di tutela del credito. Infatti, laddove difettassero i requisiti relativi al piano o quelli relativi alla persona del debitore e, comunque, tutte le volte in cui, pur in un contesto di sovraindebitamento, non si aprisse la procedura concorsuale, resterebbero valide le regole civilistiche e la garanzia patrimoniale *ex art. 2740 c.c.*<sup>17</sup>.

---

<sup>14</sup> Corte Cost., 8 aprile 2021, n. 61 (5.1).

<sup>15</sup> V. p. 10; la relazione è accessibile dal sito [www.osservatorio-oci.org](http://www.osservatorio-oci.org).

<sup>16</sup> C. CAMARDI, *op. cit.*, *passim* e 497-498, ove l'A. argomenta in termini di «utilità sociale di riacquisire all'iniziativa economica e alle attività produttive anche quei soggetti che hanno subito un *default* finanziario».

<sup>17</sup> *Ivi*, 529.

### 3. Oltre il caso de quo: traiettorie generali

Come anticipato, poiché attiene al contenuto della proposta di piano, la decisione della Corte incide sul possibile trattamento dei creditori del sovraindebitato i quali, al sorgere dell'obbligazione, confidavano nella soddisfazione integrale del proprio credito – quand'anche per via coattiva – per mezzo del patrimonio del debitore, compreso quello futuro.

Al contrario, l'apertura della procedura è orientata a logiche diverse da quelle della soddisfazione piena e singolare dei creditori.

«Fintantoché il piano non viene omologato», come precisato dalla Corte, «i pagamenti eseguiti dal debitore in favore dei creditori anteriori all'apertura della procedura sono certamente efficaci» (7.2.2.1). Per espresso dettato legislativo (prima con l'art. 13, co. 4, L. 3/2012 e, ora, con l'art. 71, co. 3, CCI), invece, sono inefficaci gli eventuali pagamenti o atti dispositivi posti in essere in violazione del piano omologato.

La detta inefficacia, però, è considerata estendibile dagli interpreti anche al periodo antecedente l'omologa, «essendo evidente che durante la pendenza della stessa [procedura] il debitore non possa eseguire pagamenti di crediti anteriori e porre in essere atti dispositivi in difformità alle previsioni del piano di cui si chiede l'omologazione»<sup>18</sup>.

Come già detto, poi, mentre è vero che le procedure esecutive non sono soggette a una sospensione automatica ma solo eventuale *ex art.* 70, co. 4, CCI (già art. 12-*bis*, co. 2, L. 3/2012), i pagamenti disposti in forza di un'esecuzione non sospesa saranno efficaci sol purché conformi al piano proposto<sup>19</sup>. Da tale brevissima considerazione del

---

<sup>18</sup> A. MANCINI, *La falciatura dei crediti nel piano del consumatore ex art. 8 comma 1 bis L. 3/2012*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), 15 marzo 2022, 10, ove l'A. cita Trib. La Spezia, 22 aprile 2020, che afferma che: «gli effetti degli accordi di cessione del quinto sono sospesi dalla data di deposito del ricorso, ed in ragione dell'esito della procedura, alternativamente, viene meno la sospensione degli effetti degli accordi di cessione del quinto, e quindi riprendono i versamenti rateali a saldo del credito pregresso, alla data in cui la procedura si conclude con provvedimento di inammissibilità, improcedibilità o rigetto dell'omologazione ancorché non passato in giudicato, oppure gli accordi di cessione del quinto si estinguono alla data del passaggio in giudicato del procedimento di omologazione».

<sup>19</sup> Con l'avvertenza che «l'importo dei crediti su cui deve essere computata la percentuale di pagamento prevista dal piano (e quindi la somma da corrispondersi ai

quadro normativo, si evince come l'apertura della procedura di sovraindebitamento<sup>20</sup> incida, già di per sé e prima dell'omologa, sul rapporto creditore-debitore e, così, sulla pretesa di adempimento e sui connessi canoni civilistici – responsabilità patrimoniale generica, irrilevanza dell'impossibilità sopravvenuta per le obbligazioni pecuniarie<sup>21</sup> – per fare spazio a «norme asistematiche dichiaratamente funzionali a recepire»<sup>22</sup>, piuttosto, la già detta «logica del *discharge*».<sup>23</sup>

L'istituto del sovraindebitamento determina uno «svilimento della funzione propria dell'*agere licere* creditorio»<sup>24</sup>, poiché «l'attività posta in essere dal creditore per l'acquisizione dell'utilità promessa attraverso i meccanismi codicistici all'uopo predisposti perde senso ed utilità di fronte alla crisi di insolvenza del debitore»<sup>25</sup>.

È questo lo scenario che induce la dottrina a interrogarsi circa i rapporti tra sistema del diritto civile e sistema del sovraindebitamento e, in particolare, tra disciplina del rapporto obbligatorio e disciplina del fascio di rapporti che fa capo al sovraindebitato.

Sono note la vastità e l'autorevolezza del dibattito sul tema<sup>26</sup>.

---

creditori in esecuzione del piano) è quello esistente alla data del deposito del ricorso, mentre i pagamenti particolari eseguiti successivamente al deposito del ricorso devono essere imputati alla somma da corrispondersi al medesimo creditore in esecuzione del piano», come precisa Trib. La Spezia, cit.

<sup>20</sup> È solo dall'omologazione, invece, che i creditori con causa o titolo posteriore non possono procedere esecutivamente sui beni oggetto del piano.

<sup>21</sup> Sul tema, il punto di vista di E. NIVARRA, *Sovraindebitamento e responsabilità patrimoniale*, in *Europa e Dir. Priv.*, 2020, 315, è quello per cui l'insolvenza «nel momento in cui mette fuori gioco la regola di responsabilità patrimoniale aprendo la strada a quella, alternativa, del concorso, in pari tempo intacca lo statuto dell'obbligazione pecuniaria». Infatti, continua l'A., «il sovraindebitamento ha il potere di convertire la liquidazione (*et similia*) in una fattispecie estintiva del debito residuo. [...] Per questa via, [...], il *ius novum* agisce direttamente sul titolo, riducendone la potenza [*ndr* da titolo attributivo di utilità] alla sola partecipazione alla procedura» (pp. 330-331). Così si risolve l'alternativa tra una «responsabilità patrimoniale “a tempo” del soggetto meritevole [...] o un modello di obbligazione (in particolare, pecuniaria) irriducibile a quello tradizionale», come sintetizzata da M. SPIOTTA, *Genus numquam perit: una ratio decidendi scontata ma ancora attuale?*, in *Giur. It.*, 2022, 1177.

<sup>22</sup> C. CAMARDI, *op. cit.*, 489.

<sup>23</sup> *Ibidem*.

<sup>24</sup> F. FORCELLINI, *op. cit.*, 124.

<sup>25</sup> *Ibidem*.

<sup>26</sup> Cfr. *supra* nota 15.

Tentando di offrire un contributo che possa essere di qualche pregio, ciò che sembra sostenibile è il consolidarsi, ora nella cornice anche formale del Codice della crisi, della figura del sovraindebitato non quale *species* del soggetto debitore, le cui obbligazioni subirebbero *ipso facto*, per effetto del sovraindebitamento, un mutamento di regime, e nemmeno quale figura naturalisticamente diversa da quella di un qualsiasi debitore che abbia più rapporti obbligatori passivi con più creditori quanto, piuttosto, quale figura potenzialmente emergente in ragione dell'iniziativa, propria o dei creditori<sup>27</sup>, di promuovere una procedura di composizione della crisi<sup>28</sup>.

Come osservato in dottrina, infatti, il contesto della procedura determina non un rapporto "genere a specie" tra diritto comune e diritto del sovraindebitamento ma una regola di alternatività tra i sistemi i quali, quindi, insistono sullo stesso ambito di applicazione e non l'uno su un campo applicativo generale e l'altro su di uno ristretto in una logica di reciproca esclusione<sup>29</sup>: il rapporto obbligatorio disciplinato dal Codice civile non necessita di regole speciali ma è la gestione concorsuale del fascio di rapporti che fanno capo al sovraindebitato a richiedere regole proprie<sup>30</sup>.

Tornando con la mente al caso esaminato dalla Corte, allora, è l'apertura della procedura a imporre l'estensione della possibilità di falcidia anche ai debiti per il cui soddisfacimento il creditore abbia ottenuto ordinanza di assegnazione. Se così non fosse, infatti, si innesterebbe nella procedura di gestione del sovraindebitamento,

---

<sup>27</sup> Infatti, mentre l'impulso del debitore può sfociare, sotto il vigente CCI, solo nella procedura "autoritativa" del piano di ristrutturazione dei debiti – già piano del consumatore – e non più nella procedura negoziale di accordo con i creditori, la liquidazione controllata, ai sensi dell'art. 286 CCI, può essere domandata anche dal creditore.

<sup>28</sup> C. CAMARDI, *op. cit.*, 528, ove l'A. scrive che, senza un'iniziativa in tal senso, «il sovraindebitamento nient'altro rimane che una somma di debiti rispetto ai quali si attiva la competizione fra i creditori e la gerarchia dei crediti».

<sup>29</sup> E. NIVARRA, *op. cit.*, 323, per cui «si potrebbe anzi dire [...] che le disposizioni in esame vanno ad occupare, nella geografia delle regole apicali del diritto obbligatorio, uno spazio corrispondente a quello sin qui presidiato dall'art. 2740 c.c.».

<sup>30</sup> Che si connotano in senso prevalentemente processuale, come nota F. FORCELLINI, *op. cit.*, 110: secondo l'A. «il sovraindebitamento si colloca in una zona grigia a metà tra diritto sostanziale e processuale, circostanza questa che induce quantomeno a porre in dubbio la sua capacità di incidere, modificandola, sulla realtà normativa del rapporto obbligatorio» (*ibidem*).

funzionale al vantaggio della *massa* dei creditori, la logica individualistica<sup>31</sup> che è propria del diritto civile: un unico rapporto, intercorrente tra il debitore e uno specifico creditore, emergerebbe dal concorso a danno di tutti i creditori.

A ulteriore precisazione di quanto sin qui detto, nel riferimento alla debolezza del consumatore quale argomento a favore delle più estese possibilità di falcidia (e ristrutturazione) riconosciute dalla Corte non vi è – e sarebbe un errore pensarlo – un contributo all’idea di uno statuto speciale dell’obbligazione pecuniaria del consumatore, diverso da quello, generale, del debitore civile<sup>32</sup>. Il diritto consumeristico, diritto – questo sì – *speciale*, opera sul piano contrattuale, offrendo rimedi alla vulnerabilità del consumatore, dovuta ad asimmetrie informative quando non a un’intenzionale oscurità nelle pratiche commerciali; una volta sorto il rapporto obbligatorio, invece, il diritto consumeristico non fornisce una disciplina speciale sulla responsabilità del debitore-consumatore ma la legge ammette la possibilità di ricorrere a rimedi *alternativi* per gestire la condizione patologica del sovraindebitamento.

Tale ordine di rapporti tra diritto consumeristico e disciplina del sovraindebitamento non rende irrilevante la circostanza per cui alla qualifica di sovraindebitato si affianchi quella di consumatore: la procedura riservata al consumatore, anzi, si connota in modo peculiare per le funzioni attribuitele, in modo espresso o implicito – e già attuate o in potenza – dal legislatore.

Come già esposto, il principio della *par condicio creditorum* esclude che determinate risorse, e nella specie i crediti ceduti o assegnati, possano essere riservate solo ad alcuni creditori. Il consumatore, quindi, può includere, ai fini dell’esecuzione del piano proposto, qualunque delle proprie risorse e non vi sono creditori “riservatari” il cui

---

<sup>31</sup> Scrive invece C. CAMARDI, *op. cit.*, 529, come la procedura di gestione del sovraindebitamento attivi una «logica sistemica gerarchicamente sovraordinata a quella individualistica e quindi tale da comprimere le ragioni personali-egoistiche dei singoli nel nome di quelle collettive, *spersonalizzate* nella procedura prescelta».

<sup>32</sup> «Questo diritto speciale – costruito nell’ottica dell’efficienza del mercato – avrebbe un effetto eversivo del diritto generale delle obbligazioni, perché per garantire (tramite la ristrutturazione dei debiti) il rapido recupero della ragione d’essere del consumatore – ovvero ritornare a consumare il più possibile per alimentare il circuito della domanda e dell’offerta – si interverrebbe sulla fisionomia stessa dell’essere debitore», come scrive E. PELLECCIA, *Chi è il consumatore sovraindebitato? Aperture e chiusure giurisprudenziali*, in *La Nuova Giur. Civ. Comm.*, 2016, 1232.

coinvolgimento sia motivo ostativo all'omologa di un piano: ciò in applicazione, e a conferma, del dettato legislativo che qualifica il contenuto della proposta come "libero" (art. 67 CCI).

L'incapienza del patrimonio del debitore determina un problema distributivo da risolvere tramite un criterio paritario.

Tale regola di parità, svelandosi regola organizzativa e non assoluta,<sup>33</sup> recede però «di fronte all'esistenza di valori superiori, per l'attuazione dei quali è necessario che uno o più crediti vengano preferiti rispetto ad altri»<sup>34</sup>.

Nella materia del sovraindebitamento, è proprio nelle procedure che coinvolgono il consumatore, anche in ragione del numero generalmente ridotto dei creditori, che è più agevole considerare la natura di ciascun credito e l'interesse che ne è alla base.

In tal senso, per favorire la produzione degli effetti esdebitativi e permettere al debitore di uscire dallo stato di *default* che, in molte ipotesi, potrebbe comprometterne «interessi di natura personale»<sup>35</sup>, pare giustificabile bilanciare le istanze di ciascun creditore con la posizione del debitore e non subordinare l'omologa della proposta di piano al rispetto di una regola di stretta *par condicio*.

Poiché attenzionare i singoli crediti in concorso non può non significare anche considerarne le specifiche modalità di insorgenza, vengono in rilievo le disposizioni del CCI che pongono il *focus* sul dovere di valutazione del merito di credito da parte del finanziatore e che la dottrina ritiene valorizzabili anche ai fini di un'eventuale deroga alla *par condicio creditorum*.

Rimanendo nel perimetro tematico individuato dalla sentenza in commento, proprio la stipula di finanziamenti assistiti da cessione del quinto è spesso il risultato di una condotta negligente del finanziatore in punto di valutazione del merito di creditizio del richiedente il prestito e, quindi, è frequente concausa di sovraindebitamento: il finanziatore, infatti, una volta considerata la capacità finanziaria del datore di lavoro e viste le polizze assicurative per il caso di perdita dell'occupazione, o della retribuzione, da parte del lavoratore, ha «scarso incentivo»<sup>36</sup> a

---

<sup>33</sup> F. RIZZO, *Sovraindebitamento e par condicio nel nuovo Codice della crisi delle imprese e dell'insolvenza*, in *Contr. e Impr.*, 2021, 1214.

<sup>34</sup> *Ivi*, 1215. Un esempio è il caso in cui ricorrano cause legittime di prelazione.

<sup>35</sup> *Ibidem*.

<sup>36</sup> A. SANTAGATA, *op. cit.*, 131.

condurre una valutazione approfondita del merito creditizio del finanziato<sup>37</sup>.

Ai sensi dell'art. 68 CCI, anticipato con il Decreto ristori nell'art. 9, co. 3-*bis*, lett. e), L. 3/2012, invece, l'Organismo di Composizione della Crisi (OCC), nella relazione allegata alla proposta di piano, deve indicare «il fatto che, ai fini della concessione del finanziamento, il soggetto finanziatore abbia o meno tenuto conto del merito creditizio del debitore, valutato, con deduzione dell'importo necessario a mantenere un dignitoso tenore di vita, in relazione al suo reddito disponibile»<sup>38</sup>. Altresi, in forza dell'art. 69, co. 2, CCI<sup>39</sup>, il creditore che abbia «colpevolmente determinato la situazione di indebitamento o il suo aggravamento o che ha violato i principi di cui all'articolo 124-*bis*» del TUB non può presentare opposizione o reclamo in sede di omologa».

Allora, poiché il contenuto del piano è libero e il legislatore ammette espressamente un trattamento differenziato tra i creditori<sup>40</sup>, qualora il finanziamento fosse stato concesso in difetto di un'ideale valutazione del merito di credito e, in particolare, qualora gli obblighi restitutori

---

<sup>37</sup> V. anche E. PELLECCIA, *Il "Decreto ristori"*, cit., 1272-1273.

<sup>38</sup> «A tal fine si ritiene idonea una quantificazione non inferiore all'ammontare dell'assegno sociale moltiplicato per un parametro corrispondente al numero dei componenti il nucleo familiare della scala di equivalenza dell'ISEE» di cui al D.P.C.M. 5 dicembre 2013 N. 159 (art. 68, co. 3, CCI). Ora, vi è forse spazio per una riflessione: il fatto che la valutazione del merito di credito debba includere una valutazione di sostenibilità del prestito rispetto al reddito del finanziato, condotta sulla base dei detti parametri numerici, o il fatto che le utilità sopravvenute e rilevanti, tali da far riemergere il vincolo obbligatorio dallo "stato di quiescenza" che consegue al provvedimento di esdebitazione dell'incapiente (v. *supra* nota 15) e tali da far cessare l'inesigibilità (risolutivamente condizionata, come nota C. CAMARDI, *op. cit.*, 519), siano quantificate secondo parametri numerici affini (art. 283, co. 2, CCI) sembrano, entrambi, suggerire l'idea di un'obbligazione della quale si può discutere non solo in termini di esigibilità (e inesigibilità) ma anche di eseguibilità (o inesequibilità) (v. A. NICOLUSSI, *op. cit.*, 34 ss).

<sup>39</sup> La norma è stata modificata con il D.Lgs. 147/2020 che ne ha ridimensionato il "contenuto sanzionatorio". Ai sensi dell'art. 69, co. 2, CCI nella formulazione originaria, il finanziatore che avesse violato l'art. 124-*bis* TUB non avrebbe potuto «presentare opposizione o reclamo in sede di omologa, anche se dissenziente, né far valere cause di inammissibilità che derivino da comportamenti dolosi del debitore»; del medesimo tenore è l'art. 12 co. 3-*ter* introdotto nella L. 3/2012 dal Decreto ristori.

<sup>40</sup> Per A. SANTAGATA, *op. cit.*, 137, il trattamento differenziato del creditore negligente potrebbe tradursi, per l'A., anche nella costituzione di un'apposita *classe*.

fossero tali da impedire al debitore di conservare il tenore di vita dignitoso di cui al disposto normativo, il credito del finanziatore potrebbe essere postergato e il creditore, ove colpito dalla sanzione di cui all'art. 69 CCI, non potrebbe opporsi a tale postergazione<sup>41</sup>.

L'applicazione della sanzione di cui all'art. 69 CCI, tuttavia, richiede che il consumatore superi un onere di prova particolarmente rigoroso<sup>42</sup> e, prima di tutto e preliminarmente, che soddisfi i requisiti personali per accedere alla procedura e che, quindi, la proposta di piano superi il vaglio di ammissibilità rimesso al giudice.

Anche in questo senso, il CCI implementa la tutela del consumatore poiché ridimensiona i requisiti di accesso alla procedura da parte del consumatore stesso.

Sul punto, occorre fare un passo indietro dall'attuale art. 69 CCI all'art. 12-*bis*, co. 3, L. 3/2012, nella sua formulazione originaria, prima cioè delle modifiche operate con il Decreto ristori.

Come noto, l'art. 12-*bis*, co. 3, L. 3/2012 contemplava un «triplice test di meritevolezza»<sup>43</sup>, in forza del quale il consumatore meritevole era colui che non avesse assunto obbligazioni nella consapevolezza di non poterle restituire, che non avesse determinato colposamente il proprio sovraindebitamento e che non avesse fatto un ricorso al credito sproporzionato rispetto alle proprie capacità patrimoniali.

Invero, la tendenza interpretativa era nel senso di favorire la riconducibilità della condotta del consumatore al requisito della meritevolezza, con l'intento di scongiurare il rischio che, a rimanere escluso dalla procedura, fosse il consumatore «onesto ma sfortunato» che avesse assunto obbligazioni per i bisogni della propria famiglia in

---

<sup>41</sup> V. *ivi*, 42. In modo simile, v. F. FORCELLINI, *op. cit.*, 170, ipotizzava una stasi del creditore negligente che «non lo esclude(ss) dalla procedura concorsuale ma lo penalizza(ss) rispetto agli altri partecipanti, costringendolo a soddisfarsi solo nell'eventualità in cui residui qualcosa all'esito dell'esecuzione del piano di ristrutturazione. Una sorta di paralisi (non sostanziale ma) endo-procedimentale». Tuttavia, sulla qualifica della sanzione come processuale, perché «non si traduce in una responsabilità di tipo risarcitorio», v. E. PELLECCIA, *op. ult. cit.*, 1270.

<sup>42</sup> E. PELLECCIA, *op. ult. cit.*, 1271, ove l'A. che nota come l'onere della prova abbia un oggetto duplice: «illegittimità della condotta dell'intermediario e nesso di causa ed effetto tra condotta illegittima e sovraindebitamento».

<sup>43</sup> G. LIMITONE, *La suggestione (e la trappola) della meritevolezza soggettiva nel sovraindebitamento e la legge N. 176/2020: la colpa per il debito e la responsabilità del sovraindebitamento*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), 22 maggio 2021, 1.

un ammontare sproporzionato rispetto alle proprie capacità patrimoniali animato dalla fiducia – ma senza però la certezza – di poterle adempiere. In particolare, poiché la sproporzione tra debiti e capacità patrimoniali è proprio la manifestazione fenomenica del sovraindebitamento, il rischio era quello di considerare condizione ostativa all’accesso alla procedura proprio la situazione che la procedura sarebbe orientata a gestire e di restringere eccessivamente l’area di applicazione della legge<sup>44</sup>.

L’art. 69 CCI – come, prima, l’art. 12-*bis*, co. 3, L. 3/2012 nel testo riformulato dal Decreto ristori – non riporta le tre condizioni di meritevolezza sopra dette, limitandosi ad escludere dall’accesso alla procedura il consumatore che sia stato esdebitato nei cinque anni precedenti la domanda, o che abbia già goduto per ben due volte dell’esdebitazione, ovvero che abbia determinato la condizione di sovraindebitamento con colpa grave, mala fede<sup>45</sup> o frode. Commentando la novella legislativa, la dottrina ha sottolineato il passaggio da una valutazione di meritevolezza a una valutazione di «assenza di (im)meritevolezza»<sup>46</sup>: al di là della varietà delle posizioni in giurisprudenza e in dottrina<sup>47</sup>, il dato normativo permette l’accesso

---

<sup>44</sup> «1) Agli incapaci d’intendere e di volere; 2) ai minorenni; 3) alle persone già indebitate che erano diventate sovraindebitate a causa di un evento futuro e imprevedibile», improvviso e non ipotizzabile al momento della contrazione del debito (il cd. *shock* esogeno)» come scrive LIMITONE, *op. ult. cit.*, 3.

<sup>45</sup> Sul significato di mala fede come dolo, al pari di quanto previsto nell’art. 283, co. 7, CCI, v. S. DE MATTEIS, *L’esdebitazione del sovraindebitato nel Codice della crisi e dell’insolvenza*, in *Corr. Giur.*, 2020, 1390.

<sup>46</sup> Trib. Messina, *cit.*, (4). E però Trib. Benevento, 26 gennaio 2021, sostiene che la L. 3/2012 «ha dato un nuovo assetto all’omologazione del piano, esaltando, in chiave diversa, il requisito della meritevolezza e chiarendo che essa vada inquadrata “nell’assenza di atti in frode e nella mancanza di dolo o colpa grave nella formazione dell’indebitamento”»: ciò a dire che non si prescinde, comunque, da una valutazione di meritevolezza, nel senso che l’esdebitazione non sarebbe, comunque, da concedersi al debitore non meritevole. V. anche A. SANTAGATA, *op. cit.*, 111.

<sup>47</sup> Cfr. G. BIFERALI, *Il piano del consumatore in tempi di crisi economica da emergenza sanitaria*, in *Riv. Dir. Banc.*, 2020, 255, per cui «la figura del debitore meritevole [...] non richiama particolari meriti, ma si atteggia semplicemente nei termini, riduttivi o minimali, di *debitore non immeritevole*» (corsivo nel testo). Più in particolare, a confronto vi è una tesi che sostiene (v. A. NICOLUSSI, *op. cit.*, 413) che «il requisito della “meritevolezza” *ex latere debitoris* introduce una nuova funzione della diligenza (*ex art. 1176 c.c.*) che trascende quella ordinaria di obbligo di conservazione della possibilità di adempiere (concetto inapplicabile alle obbligazioni

alla procedura con il solo limite dei casi comprovati di colpa grave, mala fede o frode e, in sede di omologa, esclude un controllo del giudice in merito a un eventuale ricorso sproporzionato del debitore al credito.<sup>48</sup> Rimanendo su un piano di analisi generale, il concetto di meritevolezza appare delineato in termini neutri e spogliato della precedente connotazione premiale.

Mettendo ora a sistema quando detto, la «gestione sartoriale»<sup>49</sup> dei crediti sopra proposta quale mezzo di attuazione delle finalità protettive assegnate alla disciplina sul sovraindebitamento si muove tra due poli: la meritevolezza del consumatore e la diligenza del finanziatore. Benché si registri anche una tendenza alla sovrapposizione tra i due giudizi,<sup>50</sup> però, le valutazioni da svolgere non sono automaticamente equiparabili – pena un «eccesso di semplificazione»<sup>51</sup> – non foss’altro perché hanno referenti differenti, nel senso che la condotta del finanziatore «deve essere [...] vagliata con riguardo ad una sola attività collocata nella fase precontrattuale; per converso, il contegno del debitore va valutato anche sotto il profilo *evolutivo*»<sup>52</sup>.

---

pecuniarie) per assegnare al debitore anche un obbligo di conservare la propria capacità economica di adempiere)» e una tesi contraria (v. G. BIFERALI, *op. cit.*, 253), per la quale la lettura delle disposizioni del CCI conduce «a ridimensionare la portata generalmente attribuita al requisito della meritevolezza del debitore [...] nel senso che esso non rappresenta un elevato standard di diligenza».

<sup>48</sup> Anche il confronto tra la proposta di ristrutturazione e l’alternativa liquidatoria è operato dal giudice solo qualora uno (o più) dei creditori, con le osservazioni ammesse dall’art. 70, co. 3, CCI, contesti la convenienza del piano (art. 70, co. 7, CCI).

<sup>49</sup> F. RIZZO, *op. cit.*, 1215.

<sup>50</sup> Si legge, in Trib. Verona, 28 giugno 2019, che: «proprio la erogazione del credito aggiuntivo da parte di soggetto istituzionalmente obbligato a verificare il merito creditizio del finanziato, costitutiva circostanza tale da indurre lo stesso [...] a confidare e fare affidamento sul fatto di poter riuscire a far fronte alla complessiva esposizione debitoria accumulata».

<sup>51</sup> E. PELLECCIA, *Il “Decreto ristori”*, cit., 1266.

<sup>52</sup> A. SANTAGATA, *op. cit.*, 113 (corsivo nel testo), ove l’A. esclude che sussista «un inscindibile collegamento» tra i comportamenti assunti dal finanziatore e dal consumatore. Altresì, Trib. Ferrara, 7 aprile 2021, per cui «la legge si guarda bene dall’instaurare questo automatismo: la colpa del finanziatore ha una propria sanzione che si declina nella limitazione dell’impugnazione, mentre la colpa, ora solo grave, del debitore nell’assumere il debito si declina in inammissibilità della proposta di piano». V. anche E. PELLECCIA, *Chi è il consumatore sovraindebitato?*, cit., 1230.

#### 4. *Brevi note in tema di prevenzione del sovraindebitamento*

Muovendo verso le considerazioni finali, è proprio nell'ottica evolutiva di cui appena sopra – nella consapevolezza cioè che esista un *prima* al sovraindebitamento<sup>53</sup> – che la sottolineatura posta sulla debolezza contrattuale del consumatore, tale da riverberarsi in fragilità economico-sociale, assume il senso di una presa d'atto, da parte della Corte, «delle dinamiche di mercato, come luogo nel quale il sovraindebitamento si produce in conseguenza di un certo modo di strutturarsi delle relazioni economiche»<sup>54</sup>.

Si spiega, così, l'interrogativo della dottrina che si domanda se la migliore risposta che il legislatore possa offrire a tutela del consumatore sia l'esdebitazione, nelle sue varie forme e quale effetto delle procedure di sovraindebitamento.

In particolare, a fronte dell'insolvenza quale «problema diffuso»<sup>55</sup> che accomuna l'imprenditore che partecipa alle attività produttive come anche la persona fisica che compie scelte di consumo, il danno da sovraindebitamento, oltre che ripartito tra i creditori secondo le logiche della concorsualità, deve essere, prima ancora, previsto. L'esigenza a cui rispondere è duplice, sociale come anche economica: la fuoriuscita del consumatore dalle relazioni di scambio, infatti, danneggia i creditori ma anche il mercato.

La falciabilità del credito oggetto di cessione può costituire, nota la dottrina, «naturale incentivo per il finanziatore al rispetto dell'obbligo di preliminare verifica del merito creditizio in sede di stipulazione di contratti di cessione del quinto dello stipendio (o della pensione)»<sup>56</sup>. Parimenti, la falciabilità del credito futuro da retribuzione oggetto di assegnazione coattiva, come ammessa dalla sentenza in commento, può incentivare il rispetto della verifica del

---

<sup>53</sup> Un'area «indefinita e non definibile *a priori* (ad esempio in confini temporali o soglie quantitative di debito) nella quale l'indebitamento è ancora il debito che siamo abituati a conoscere e non è ancora sovraindebitamento», come scrive E. PELLECCIA, *Indebitamento e sovraindebitamento: tra codice civile e codice della crisi e dell'insolvenza*, in *La Nuova giur. civ. comm.*, 2019, 825.

<sup>54</sup> C. CAMARDI, *op. cit.*, 497.

<sup>55</sup> *Ivi*, 489.

<sup>56</sup> A. SANTAGATA, *op. cit.*, 135.

merito creditizio nella stipulazione del contratto di finanziamento *tout court*.

In aggiunta a tali considerazioni, poi, l'art. 69 CCI può rivestire un ruolo chiave quale norma «sintomatica di un nuovo modo d'intendere il rapporto creditore-debitore nel contesto della concessione del credito»<sup>57</sup>.

La disposizione, infatti, concorre a dare effettività a quel principio di *responsible lending*<sup>58</sup> rimasto recessivo nella Direttiva 2008/48/CE (cd. Direttiva CCD), la quale, malgrado i lavori preparatori<sup>59</sup>, si limita a porre, in capo al finanziatore, obblighi precontrattuali di tipo informativo (art. 5) e a rimettere al consumatore finanziato la responsabilità di sciogliere «con cognizione di causa» l'alternativa tra concludere o meno il contratto di credito.

Nel dettaglio, l'art. 8 paragrafo 1 della Direttiva richiede al finanziatore di valutare il merito creditizio sulla base di informazioni adeguate, fornite, se del caso, dal consumatore richiedente e, se necessario, ottenute dal finanziatore stesso mediante consultazione di

---

<sup>57</sup> E. PELLECCIA, *Il "Decreto Ristori"*, cit., 1270.

<sup>58</sup> Come chiarisce E. PELLECCIA, *La Direttiva 2014/17 sui contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, 207, l'approccio *responsible borrowing* «pone l'accento sulle regole di trasparenza contrattuale e sull'incremento delle informazioni da fornire al consumatore affinché possa effettuare una scelta consapevole: esso insiste sulla responsabilizzazione del debitore»; l'approccio *responsible lending* «– al quale sono riconducibili le misure che impongono al creditore di selezionare le richieste di finanziamento, eventualmente precludendo l'accesso al credito a soggetti già indebitati o ad alto rischio di insolvenza – sposta invece l'accento sulla responsabilizzazione del creditore». Cfr. anche ID., *L'obbligo di verifica del merito creditizio: spunti di riflessione per un nuovo modo di guardare alla "contrattazione con l'insolvente"*, in *Le Nuove leggi civ. comm.*, 2014, 1092.

<sup>59</sup> L'art. 9 della proposta di direttiva del 31 dicembre 2002, infatti, così recitava: «quando il creditore conclude un contratto di credito o di fideiussione oppure aumenta l'importo totale del credito o la somma garantita, si ritiene che questi abbia stimato preventivamente, con ogni mezzo a disposizione, che il consumatore e, se del caso, il fideiussore, saranno in grado di rispettare gli obblighi derivanti dal contratto». In tale formulazione, si leggeva, quindi, un collegamento tra conclusione del contratto ed esito positivo della valutazione sul merito di credito, espressione di un principio di «prestito responsabile». Per un *excursus* del percorso che ha portato al testo finale della Dir. 2008/48/CE, v. A. SANTAGATA, *op. cit.*, 3 ss.

una banca dati<sup>60</sup>. Il giudizio sull'adeguatezza delle informazioni è lasciato al creditore al quale però non è imposto l'obbligo di eseguire un'attività di verifica sistematica delle informazioni stesse<sup>61</sup>. Per il caso di valutazione negativa del merito di credito, poi, difetta la previsione di un dovere di astensione dalla concessione del prestito. Più in generale, il citato art. 8 si limita a prevedere la valutazione del merito di credito come attività doverosa ma non dispone in merito alle conseguenze per il caso di violazione dell'obbligo<sup>62</sup> e le sanzioni, purché efficaci, proporzionate e dissuasive<sup>63</sup>, sono rimesse agli Stati. Il legislatore nazionale, tuttavia, nel dare attuazione alla Direttiva, non ha esercitato il potere di scelta riservatogli dal regolatore europeo e l'art. 124-*bis* TUB appare norma vaga al pari del disposto europeo che si limita a trasporre.

Successivamente alla Direttiva 2008/48/CE, una previsione in termini di *responsible lending* si ritrova nella Direttiva 2014/17/UE (cd. Direttiva MCD) sui contratti di credito ai consumatori relativi ai beni immobili residenziali. In particolare, l'art. 18 paragrafo 5, alla lett. a), prevede che il finanziatore eroghi il credito al consumatore solo quando i risultati della valutazione del merito creditizio siano tali da indicare

---

<sup>60</sup> Gli Stati membri possono continuare a prevedere come obbligatoria la consultazione delle banche dati.

<sup>61</sup> Così anche nell'interpretazione della Corte di Giustizia UE, 18 dicembre 2014, *CA Consumer Finance SA*, in C-449/13, punto 36 e punto 39. V. anche G. PIEPOLI, *Sovraindebitamento e credito responsabile*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, 41 ss.; L. MODICA, *Concessione "abusiva" di credito ai consumatori*, in *Contr. e Impr.*, 2012, 492 ss. Ma *contra* M.M. FRANCISSETTI BROLIN, *L'art. 124-bis del TUB e gli incerti riflessi civilistici del "merito creditizio" nel credito al consumo: dalla culpa in contrahendo ai vizi del volere*, in *Contr. e Impr./Eur.*, 2014, 542, ove l'A. fa riferimento a «un'attività complessa di verifica».

<sup>62</sup> «Questione non astratta, giacché essa si riflette sulla enucleazione delle condotte che è possibile esigere dal finanziatore – *astensione* dal finanziamento, qualora l'accertamento del merito creditizio conduca alla formulazione di un giudizio negativo; *esplicazione* dei contenuti del contratto di credito; *avviso* o "messa in guardia" rispetto alla "non sostenibilità" del finanziamento – e sulla individuazione dei rimedi adeguati alla loro violazione», come sottolinea E. PELLECCIA, *La Direttiva 2014/17/UE*, cit., 211-212 (corsivo nel testo).

<sup>63</sup> Art. 23 Dir. 2008/48/CE.

che gli obblighi derivanti dal contratto saranno verosimilmente adempiuti secondo le modalità prescritte dal contratto stesso<sup>64</sup>.

Invero, in giurisprudenza<sup>65</sup> e in dottrina<sup>66</sup>, si riscontra la tendenza a traslare il principio del prestito responsabile nel sistema del credito al

---

<sup>64</sup> Che significa, anche, non con modalità straordinarie e, quindi, senza ricorrere a un ulteriore indebitamento. V. però E. PELLECCCHIA, *“Il Decreto ristori”*, cit., 1269, ove l’A. sottolinea come l’art. 120-undecies TUB, recependo l’art. 18 Dir. 2014/17, abbia omissis di trasporre in norma nazionale la lett. a) del § 5. Però, v. M. FRANCHI, *Il ruolo del merito creditizio nella rinnovata disciplina in tema di composizione della crisi da sovraindebitamento: la chiusura di un cerchio?*, in *Riv. Dir. Banc.*, 2021/2022, 516, secondo il quale il principio del prestito responsabile di cui all’art. 18 par. 5, «pur non avendo avuto letterale trasposizione nel testo unico bancario, pare suscettibile di trovare comunque copertura nell’art. 120-septies TUB, secondo cui il finanziatore è tenuto a comportarsi “con diligenza, correttezza e trasparenza, tenendo conto dei diritti e degli interessi del consumatore”»; per questa tesi, l’A. cita G. FALCONE, *“Prestito responsabile” e valutazione del merito creditizio*, in *Giur. Comm.*, 2017, 147 ss.

<sup>65</sup> Ne è un esempio la pronuncia della Corte di Giustizia UE, Sez. I, 6 giugno 2019, *Michel Schyns c. Belfius Banque*, in C-58/18, che chiarisce l’interpretazione da dare all’art. 5(6) Dir. 2008/48/CE, a norma del quale l’intermediario ha l’obbligo di fornire chiarimenti sul prodotto. Secondo la CGUE, l’art. 5(6) deve essere interpretato nel senso che non osta a una normativa nazionale che imponga ai creditori o agli intermediari del credito l’obbligo di ricercare, nell’ambito dei contratti di credito che essi offrono abitualmente, il tipo e l’importo del credito più adatti, tenuto conto della situazione finanziaria del consumatore alla data di conclusione del contratto e dello scopo del credito.

<sup>66</sup> L’orientamento è nel senso di applicare anche al credito al consumo disposizioni di cui alla Direttiva 2014/17/UE, come la definizione di valutazione del merito di credito contenuto nell’art. 4 n. 17, come «valutazione delle prospettive che le obbligazioni debitorie risultanti dal contratto siano rispettate» e, in questo senso, v. A. SANTAGATA, *op. cit.*, 44; F. GRASSO, *Art. 120-undecies*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e finanziaria. Vol. III*, Padova, 2018, 2023; A. DE CHIARA, *Art. 124-bis*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *op. cit.*, 2163. La lettura integrata della Direttiva CCD e della Direttiva MCD si ritrova anche nei provvedimenti delle Autorità, v. EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *EBA Analysis of RegTech in the EU Financial Sector*, EBA/REP/2021/17, June 2021, [https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document\\_library/Publications/Reports/2021/1015484/EBA%20analysis%20of%20RegTech%20in%20the%20EU%20financial%20sector.pdf](https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2021/1015484/EBA%20analysis%20of%20RegTech%20in%20the%20EU%20financial%20sector.pdf), ove si legge (4.5) che «the obligation to assess the creditworthiness of individuals is one of the regulatory tools usually considered a duty of “responsible lending” and is included in the Consumer Credit Directive (CCD) and the Mortgage Credit Directive (MCD) and is further specified in the EBA Guidelines on loan origination and monitoring». Sul punto, v. G. FALCONE, *Controlli*

consumo, rendendo le due direttive il più possibile omogenee nell'applicazione, anche sulla scorta di una maggiore consapevolezza in merito ai limiti di un approccio *responsible borrowing* che si affidi al paradigma informativo senza tenere in considerazione le evidenze della *behavioural economics* e i limiti alla presunzione del consumatore quale soggetto ragionevole e avveduto.

Rimane che i meccanismi sanzionatori sono rimessi alla discrezionalità degli Stati, con esiti divergenti da caso a caso e da ordinamento a ordinamento.

Anche una previsione quale l'art. 69 CCI, allora, può contribuire a elevare la disciplina sul sovraindebitamento del consumatore a «complemento» *necessario*<sup>67</sup> per accedere a una dimensione preventiva, che non può mancare laddove si intenda «circoscrivere le dimensioni stesse del sovraindebitamento»<sup>68</sup> e, così, «il peso che i dispositivi civilistici [...] possono essere costretti a sopportare»<sup>69</sup> quando l'indebitamento muti in sovraindebitamento.

Come è logico, tuttavia, l'efficacia preventiva non sta nella sanzione, che opera *ex post*, ma nella disciplina che la sanzione può presidiare.

Occorre, pertanto, che il legislatore prenda sul serio le specifiche problematiche in materia di valutazione del merito di credito.

Ad esempio, l'attività di *credit scoring* impiega, sempre più diffusamente, algoritmi di elaborazione dati.

Si assiste, in altre parole, a un'estensione del novero dei dati coinvolti nello *scoring* e a un'evoluzione nelle tecniche di valutazione, da metodologie statistiche ad altre che incrementano notevolmente il livello di automazione dell'attività di *credit scoring* perché in grado, non solo di fornire un punteggio, ma di elaborare una decisione a partire dalla costruzione di relazioni complesse tra i dati trattati: la macchina è in grado di cogliere un nesso, «fra una determinata caratteristica dei clienti e una costante della loro vita quotidiana»<sup>70</sup>, che può essere considerata potenzialmente positiva o negativa in termini di *credit*

---

di conformità e RegTech nella concessione del credito, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2022, 112-113.

<sup>67</sup> C. CAMARDI, *op. cit.*, 531.

<sup>68</sup> *Ibidem.*

<sup>69</sup> *Ivi*, 532.

<sup>70</sup> S. LANNI, *Pregiudizi algoritmici e vulnerabilità*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 3/2021 Suppl., 59.

*scoring assessment* e tale, quindi, da condizionare la valutazione in merito a una domanda di prestito, nel senso della concessione piuttosto che del diniego.

Quanto ai dati, a quelli tradizionali relativi al reddito, all'esposizione debitoria o, comunque, alla storia creditizia del richiedente (cd. dati *hard*) si affiancano dati, per lo più tratti dall'attività *online*, che interessano la persona del richiedente in senso più ampio e che, ciò nonostante, sono considerati rilevanti nella valutazione circa l'affidabilità creditizia del richiedente stesso (cd. dati *soft* o *web soft*). Il *data set* di riferimento può coincidere con il *mare magnum* dei *Big Data* e, in questa prospettiva, un ulteriore scenario è legato al possibile impiego di algoritmi dotati di funzionalità di *machine learning*: a partire dai dati di apprendimento (cd. *dati input*) l'algoritmo è in grado di auto-apprendere «modificando il peso delle variabili considerato (o aggiungendone addirittura di nuove) in risposta alla elaborazione di nuovi dati»<sup>71</sup>.

In dottrina ciò che si evidenzia – anche al di là del dibattito circa gli effetti benefici o dannosi delle varie metodologie sull'accessibilità al credito<sup>72</sup> – è l'opacità del metodo e, di riflesso, dei risultati. In tal senso, è stato osservato come il debitore, per il novero e le modalità di trattamento dati, versi in una condizione di «palese incapacità di fare

---

<sup>71</sup> A. GRECO, *Credit scoring 5.0, tra Artificial Intelligence Act e Testo Unico Bancario*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 3/2021 Suppl., 78. Si tratta, quella di *machine learning*, di una funzionalità che connota gli algoritmi come forme di intelligenza artificiale. A tal proposito, corre l'obbligo di precisare come, nella riflessione europea, i sistemi di intelligenza artificiale utilizzati per valutare il merito di credito siano qualificati come sistemi di intelligenza artificiale “ad alto rischio” e come, da tale inquadramento, dovrebbe discendere una specifica regolamentazione, v. art. 6 e *considerando* 37, EUROPEAN COMMISSION, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council laying down harmonised rules on Artificial Intelligence (Artificial Intelligence Act) and amending certain union legislative acts*, COM(2021)206 finale, <https://eur-lex.europa.eu/legalcontent/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52021PC0206>.

<sup>72</sup> F. MATTASSOGLIO, *La valutazione “innovativa” del merito creditizio del consumatore e le sfide per il regolatore*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2020, 199-200, ove l'A. afferma che non vi sono ad oggi «prove empiriche certe circa l'effettivo miglioramento della valutazione del merito creditizio connesso a un aumento del numero delle informazioni».

pronostici sul rischio di sovraindebitamento legato all'operazione richiesta»<sup>73</sup>.

Senza voler suggerire un'equivalenza tra un processo automatizzato di *credit scoring* e l'assenza di un qualunque grado di colpa in capo al consumatore richiedente, pare lecito assumere come le modalità e le tecniche di *credit scoring* non siano neutre rispetto alla valutazione della condotta del consumatore<sup>74</sup> che voglia accedere a una procedura di gestione del proprio sovraindebitamento.

È anche rispetto alla disciplina del CCI, allora, che rilevano i lavori di discussione della Proposta di direttiva relativa ai contratti di consumo,<sup>75</sup> pensata per abrogare la Direttiva 2008/48/CE.

In particolare, il primo paragrafo dell'art. 18 della Proposta fornisce un esplicito criterio orientativo dell'attività di valutazione del merito creditizio, che deve essere condotta nell'interesse del consumatore, per evitare pratiche irresponsabili in materia di concessioni di prestito e sovraindebitamento e tenere adeguatamente conto dei fattori pertinenti ai fini della verifica delle prospettive di adempimento.

---

<sup>73</sup> M. FRANCHI, *op. cit.*, 530. Anche C. CAMARDI, *op. cit.*, 532, ove l'A. sottolinea come l'eventualità che il merito creditizio venga accertato attraverso meccanismi automatizzati di profilazione degli utenti possa sottrarre al consumatore «il diritto di esercitare in autonomia le proprie libertà, cioè di fruire delle possibilità normative prospettate dall'ordinamento [ndr tra cui le procedure di sovraindebitamento] senza subire processi di esclusione o di emarginazione preconfezionati senza la possibilità del contraddittorio».

<sup>74</sup> M. FRANCHI, *op. loc. ult. cit.*, ove l'A. continua affermando che l'utilizzo delle dette metodologiche sposta – *rectius* dovrebbe spostare – «ulteriormente e necessariamente il sistema nella direzione del *responsible lending* e della responsabilizzazione del creditore».

<sup>75</sup> La Commissione, il 30 giugno 2021, pubblicava una proposta per la quale v. EUROPEAN COMMISSION, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on consumer credits*, COM(2021) 347 final, 30 June 2021, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM:2021:347:FIN>. Nella seduta del 9 giugno 2022, il Consiglio dell'Unione Europea concordava un proprio orientamento generale e, con esso, una bozza di compromesso che apporta modifiche rilevanti alla versione originaria formulata dalla Commissione (<https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-9433-2022-REV-1/it/pdf>). Successivamente, il Parlamento europeo, con relazione del 19 luglio 2022, esprimeva la propria posizione sulla Proposta di direttiva, cfr. <https://www.dirittobancario.it/art/credito-al-consumo-il-parlamento-ue-sulla-proposta-di-direttiva/>.

Sono informazioni pertinenti per valutare la capacità di rimborso del consumatore quelle relative al reddito e alle spese del consumatore; può trattarsi, più in generale, di informazioni basate sulla situazione economica e finanziaria del consumatore purché, comunque, sempre necessarie e «proporzionate».<sup>76</sup>

Avendo il pregio di porre l'attenzione sul tema della provenienza e della natura delle informazioni trattabili in sede di *credit scoring*, quella così tracciata è una regola di condotta che appare cruciale proprio a fronte della diffusione di tecniche valutative che fanno impiego di fonti alternative di dati. Più in generale, indicando “cosa” deve pesare nella valutazione preliminare alla concessione del merito di credito, la previsione proposta potrebbe facilitare l'attività di relazione dell'OCC *ex art. 68 CCI*.

Ricollegandosi al paragrafo 1, poi, il successivo paragrafo 4 prescrive che il credito sia erogato solo qualora il risultato della valutazione indichi che gli obblighi assunti dal debitore saranno probabilmente soddisfatti «secondo le modalità prescritte dal contratto in questione»<sup>77</sup>.

---

<sup>76</sup> Il Consiglio ha proposto di indicare che la proporzionalità delle informazioni si valuti «rispetto alla natura e ai rischi del credito per il consumatore»; il Parlamento europeo, con emendamento n. 134, ha inteso precisare che i «dati», termine preferito rispetto a «informazioni», siano «necessari e proporzionati alla natura, alla durata, al valore, alla complessità e ai rischi del credito per il consumatore».

<sup>77</sup> In materia di credito al consumo verrebbe, quindi, ad aversi una disposizione di tenore analogo all'art. 18 par. 5 della Dir. 2017/14/UE. Una formulazione come quella dell'art. 18 della Proposta di direttiva, inoltre, rinvia al dibattito in ordine alla sussistenza o meno, a certe condizioni, di un dovere di astensione dal concedere il finanziamento richiesto, dovere che, in difetto di un'esplicita previsione, è sinora solo ipotizzato, in giurisprudenza e in dottrina, con esiti discordi. Ad esempio, U. NATOLI, *Il “contratto adeguato”. La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Milano, 2012, 149 ss., trae dal collegamento tra l'art. 124 e 124-bis del TUB un dovere di *mise en garde* sul rischio da sovraindebitamento; altra parte della dottrina, ricorre all'analogia con gli obblighi di adeguatezza imposti all'intermediario, da attuarsi anche tramite una condotta negativa di astensione, v. A. DE CHIARA, *op. cit.*, 2164. Per una ricostruzione del dibattito attorno alla configurabilità o meno di un dovere di astensione in capo al finanziatore, v. A. SANTAGATA, *op. cit.*, 66 ss.

Poiché il testo della Direttiva è ancora in fase di discussione<sup>78</sup>, non è possibile trarre conclusioni definitive.<sup>79</sup>

Per effetto di una nozione di meritevolezza ridefinita in chiave oggettiva e dell'esplicita previsione, a livello europeo, di un principio di prestito responsabile, però, non sembra azzardato considerare un

---

<sup>78</sup> L'art. 18, paragrafo 6, ad esempio, prende in specifica considerazione l'ipotesi in cui la valutazione del merito di credito comporti il ricorso alla profilazione o ad altro trattamento automatizzato. In tal caso, spetterebbe agli Stati membri assicurare che il consumatore abbia diritto a) di chiedere e ottenere l'intervento umano per riesaminare la decisione; b) di ottenere una spiegazione chiara e *comprensibile* – secondo la precisazione operata dal Consiglio – della valutazione, che includa la logica della decisione, i rischi inerenti il trattamento automatizzato, l'importanza e gli effetti della decisione così condotta; c) di esprimere la propria opinione sulla valutazione e sulla decisione. Tuttavia, disattendendo il parere espresso sulla proposta della Commissione dal Garante Europeo per la protezione dei dati (v. [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52021XX1006\(01\)&from=SV](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52021XX1006(01)&from=SV)), il testo dell'art. 18, anche con le modifiche apportate dal Consiglio, non attribuisce al consumatore il diritto di ottenere, non solo un intervento, ma una valutazione umana e non accorda al consumatore il diritto di essere informato in tutti i casi in cui la valutazione si basi su un trattamento automatizzato e non solo in caso di rigetto della domanda di prestito. Il Parlamento, invece, ha proposto di emendare l'art. 18 includendo un obbligo di comunicazione preventiva ove la valutazione sul merito di credito comporti il ricorso alla profilazione o a altro trattamento automatizzato di dati personali e, per l'interessato, il diritto di chiedere e ottenere una valutazione umana per riesaminare la decisione, ove quest'ultima sia negativa, il diritto di chiedere e ottenere una spiegazione chiara della valutazione, comprensiva *anche* dell'indicazione delle categorie dei dati trattati nell'ambito della valutazione e della ponderazione di ciascuna categoria di dati nella decisione, di chiedere e ottenere un riesame della valutazione e di ricevere informazioni sulla procedura di riesame. Il dibattito sull'art. 18 si ricollega, così, a quello sull'effettiva portata delle garanzie di cui all'art. 22 GDPR, per il quale v. F. PIZZETTI, *La protezione dei dati personali e la sfida dell'intelligenza artificiale*, in ID. (a cura di), *Intelligenza artificiale, protezione dei dati personali e regolazione*, Torino, 2018, 34 ss.; S. WACHTER, B. MITTELSTADT, L. FLORIDI, *Why a Right to Explanation of Automated Decision-Making Does Not Exist in the General Data Protection Regulation*, in *International Data Privacy Law*, 7(2)/2017, 2, 76 ss.; G. MALGIERI, G. COMANDÉ, *Why a Right to Explanation of Automated Decision-Making Exists in the General Data Protection Regulation*, in *International Data Privacy Law*, 7(4)/2017, 243 ss.).

<sup>79</sup> Attualmente, il Consiglio e il Parlamento hanno raggiunto un accordo provvisorio che è in fase di approvazione.

ragionamento che rapporti in termini di «proporzionalità inversa»<sup>80</sup> colpa del finanziatore e assenza di colpa in capo al debitore, se non automatico, quanto meno più facilmente sostenibile, e così più facilmente superabile l'onere della prova circa il nesso di causa tra la condotta del finanziatore e il sovraindebitamento che l'art. 69, co. 2, CCI pone in capo al consumatore sovraindebitato.

Laddove poi sia svolta una valutazione algoritmica del *credit scoring*, è «la necessaria *accountability* della selezione operata per il tramite del modello automatizzato»<sup>81</sup> a «rappresentare davvero la frontiera della responsabilità del finanziatore»<sup>82</sup>.

In questo senso, offre ancora uno spunto il già citato art. 18, il cui paragrafo 3 delinea in capo al finanziatore l'obbligo di adottare procedure per la valutazione del merito di credito e, quindi, di documentarle e tenerle aggiornate.

Infine, benché il Consiglio avesse reputato di escluderle dal campo di applicazione della nuova direttiva, la direzione presa sembra essere quella dell'inclusione nel futuro strumento normativo anche delle piattaforme che intermediano operazioni di *lending-based crowdfunding*<sup>83</sup> (o *lending peer-to-peer*): si tratta di operazioni in cui il finanziamento avviene per il tramite di una piattaforma *online* alla quale accedono, in veste di utenti, sia i richiedenti (*borrower*), ossia coloro che immettono una domanda di credito, sia i prestatori (*lender*), ossia coloro che mettono a disposizione una provvista<sup>84</sup>.

---

<sup>80</sup> L. MODICA, *La ristrutturazione dei debiti del consumatore*, in E. PELLECCIA, L. MODICA (a cura di), *La riforma del sovraindebitamento nel Codice della crisi e dell'insolvenza*, Pisa, 2020, 126.

<sup>81</sup> G. FALCONE, *Controlli di conformità e RegTech*, cit., 121.

<sup>82</sup> *Ibidem*.

<sup>83</sup> Per la definizione di piattaforma di *crowdfunding* la Proposta di direttiva della Commissione rinviava all'art. 2, § 1, lett. d), del Reg. (UE) 2020/1503 dedicato ai servizi di *crowdfunding* rivolti alle imprese, a norma del quale la detta piattaforma si definisce come «un sistema informativo pubblicamente accessibile basato su *internet*, gestito o amministrato da un fornitore di servizi di *crowdfunding*».

<sup>84</sup> Poiché il finanziatore non è soggetto professionale, la Direttiva 2008/48/CE non può trovare applicazione. La Direttiva, infatti, presuppone che il finanziatore sia un operatore professionale abilitato mentre, nel *peer-to-peer lending*, il finanziatore è un prestatore non professionale che si affida alla valutazione condotta dal soggetto gestore della piattaforma *online* di intermediazione. Quest'ultima non è soggetto autorizzato all'esercizio del credito e l'attività di *credit scoring* che la piattaforma svolge non ricade nella disciplina speciale che opera quando la valutazione del merito

La decisione nel senso dell'esclusione o, al contrario, dell'inclusione non è di poco momento perché una percentuale elevata delle domande di credito immesse sulle piattaforme è funzionale a ripianare pregresse esposizioni e ciò – oltre all'impiego quasi esclusivo di tecniche di *credit scoring* algoritmiche – contribuisce a rendere l'attività di *lending crowdfunding* rischiosa<sup>85</sup>. Altresì, anche una sanzione quale quella posta in capo al finanziatore dall'art. 69 CCI si rivela inapplicabile poiché punta ad aggravare il rischio del prestito che, tuttavia, il soggetto piattaforma non assume in proprio ma che grava sui singoli soggetti che accedono alla piattaforma in veste di *lender*<sup>86</sup>.

---

di credito è condotta da banche e intermediari finanziari. In tema di *peer-to-peer lending*, v. U. FILOTTO (a cura di), *Peer-to-peer lending: mito o realtà? Italia ed esperienze internazionali a confronto*, Roma, 2016; G. BIFERALI, *Il social lending. Problemi di regolamentazione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2017, 443 ss.; M. BOFONDI, *Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi*, *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers di Banca d'Italia)*, 375/2017; E. MACCHIAVELLO, *La problematica regolamentazione del lending-based crowdfunding in Italia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, 63 ss.; A. SCIARRONE ALIBRANDI, G. BORELLO, R. FERRETTI, F. LENOCI, E. MACCHIAVELLO, F. MATTASSOGLIO, F. PANISI, *Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, in *Quaderni FinTech Consob*, 5/2019; E. BANI, *Le piattaforme di peer to peer lending: la nuova frontiera dell'intermediazione creditizia*, in M.T. PARACAMPO (a cura di), *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Vol. II, Torino, 2019, 125 ss.

<sup>85</sup> Così anche pregiudicandone l'espansione sul mercato del credito. V. sul tema Z. SHTUDINER, G. KLEIN, M. ZWILLING, *Why do peer-to-peer (P2P) lending platforms fail? The gap between P2P lenders' preferences and the platforms' intentions*, in *Electronic Commerce Research*, 2021, reperibile al link <https://link.springer.com/article/10.1007/s10660-021-09489-6>, ove gli AA. mettono altresì in evidenza come il tasso di interesse applicato al prestito non traduca, in effetti, la maggiore o minore rischiosità dell'investimento e ciò in ragione del conflitto di interessi tra i prestatori, che ambiscono a contenere il rischio del prestito o a percepire una remunerazione che ripaghi il rischio assunto, e la piattaforma, incentivata, invece, ad attrarre richiedenti anche con la prospettiva di un tasso di interesse contenuto: «*the results confirm [...] the existence of a discrepancy between the investor's desires and the motivation of the P2P companies*» (21).

<sup>86</sup> Di fatto, nelle condizioni generali di accesso alla piattaforma, è spesso previsto che la somma richiesta dal *borrower* sia mutuata, per intermediazione della piattaforma, da più utenti *lender* ciascuno per una quota. Il credito non è falcidiato *ex post* nel contesto di un sopraggiunto sovraindebitamento, gestito in una procedura concorsuale, ma è frazionato *ab origine* secondo una tecnica di ripartizione del rischio che pure non assicura al *lender* la restituzione del capitale prestato, maggiorato degli

Al contrario, l'introduzione di regole di condotta di nuovo conio nella disciplina dei contratti di credito – anche più largamente intesi sino al *peer-to-peer lending* – potrebbe riflettersi in «strumenti sanzionatori in grado di coordinarsi con le procedure concorsuali dedicate»<sup>87</sup> al consumatore sovraindebitato. Contestualmente, l'estensione degli obblighi di valutazione del merito di credito anche a contratti tradizionalmente estranei al contratto di “prestito al consumo” potrebbe contribuire a «un più generale riassetto del mercato del credito»<sup>88</sup> costruito anche sulla possibilità di prevenire e prevedere il rischio di *default* del finanziato.

## 5. Conclusione

Quanto detto finora permette di formulare alcune conclusioni.

La prima, che pure ha l'apparenza di un dato preliminare, ha a che fare con la tipologia della sentenza che ha offerto lo spunto per le considerazioni esposte.

Pur essendo “sostanzialmente additiva”<sup>89</sup>, la sentenza in commento ha la forma di un provvedimento interpretativo di rigetto.

Tale aspetto è significativo in quanto rivela come la Corte non abbia ritenuto di dover introdurre una nuova e *speciale* previsione di falcidia (o ristrutturazione) dei crediti dell'assegnatario *ex art. 553 c.p.c.* in deroga agli istituti civilistici ma abbia, invece, ritenuto sufficiente ed esaustivo esplicitare una norma già vigente nel sistema del sovraindebitamento e coerente con l'ordinamento – comprensivo anche delle disposizioni civilistiche – nel quale anche quel sistema *alternativo* si inserisce.

Tale soluzione interpretativa riflette, invero, sul piano del particolare, una vicenda di generale “normalizzazione” dei rapporti tra la disciplina civilistica del rapporto obbligatorio e la disciplina del

---

interessi, perché volta a rimediare, programmaticamente, alla probabile inaccuratezza della valutazione sul *credit scoring* svolta dalla piattaforma e che assume a presupposto la possibile incapienza del patrimonio del *borrower* già al momento del sorgere dell'obbligazione restitutoria.

<sup>87</sup> M. FRANCHI, *op. cit.*, 530.

<sup>88</sup> C. CAMARDI, *op. cit.*, 507.

<sup>89</sup> G. FAROLFI, *Assegnazione del credito e sovraindebitamento per la Consulta prevale la concorsualità*, in *Il Fallimento*, 2022, 769.

sovraindebitamento, quest'ultima non più intesa quale deroga *speciale* a regole che ne uscirebbero depotenziate. Il passaggio dal susseguirsi di interventi legislativi alla forma “codice”, e quindi la coesistenza del nuovo Codice della crisi e del Codice civile, traduce sul piano formale tale assetto sostanziale.

Al detto “assestamento” si affianca, anche, una diversa concezione della ripartizione, dal debitore ai creditori, del rischio del sovraindebitamento<sup>90</sup> non più quale conseguenza eccezionale di un altrettanto eccezionale accesso del sovraindebitato alle procedure di composizione della crisi ma quale dinamica, appunto, “normale” e coerente con l'attenuazione dei requisiti posti all'apertura delle procedure e con la riduzione dello spazio di valutazione del giudice.<sup>91</sup>

Infine, però, tale normalizzazione non può tradursi nell'accettare il fatto dell'indebitamento privato quale «realità consustanziale» all'attuale economica capitalista<sup>92</sup> e conseguenza inevitabile dello smantellamento dello stato sociale<sup>93</sup>.

Emerge, invece, la necessità di ragionare e intervenire in ottica preventiva, raccogliendo lo spunto della dottrina che rileva come il sovraindebitamento sia «un problema per affrontare il quale sono necessarie strategie integrate, di prevenzione e gestione»<sup>94</sup>.

---

<sup>90</sup> C. CAMARDI, *op. cit.*, 507.

<sup>91</sup> E tuttavia, la coesistenza tra diritto comune e regole della concorsualità imporrebbe, per essere effettiva, una trasformazione sostanziale dei rapporti tra debitore e creditore (o creditori) nel segno della cooperazione per evitare che una situazione di indebitamento sfoci in una procedura di sovraindebitamento. In tal senso, come si argomenta ampiamente in dottrina (v. E. PELLECCCHIA, *Indebitamento e sovraindebitamento*, cit., 824 ss.), il debitore dovrebbe avvertire il creditore circa le proprie difficoltà di adempimento prima che sfocino in impossibilità di adempiere, per quanto relativa, e, dall'altra parte, il creditore, dovrebbe aprire a una trattativa, facendosi carico, in ottica di buona fede oggettiva, di quanto resogli noto dal debitore e, comunque, anche nel proprio interesse atteso che – a conferma dell'interdipendenza dei rapporti tra debito e credito – una trattativa singolare e tempestiva permette al creditore, con buona probabilità, una soddisfazione più vicina, nel *quantum*, a quella integrale e migliore, quindi, a quella che conseguirebbe nel concorso, tendenzialmente paritario, con gli altri creditori dell'ormai sovraindebitato e, comunque, fa sì che siano le parti a individuare «il punto di equilibrio» (v. *ivi*, 825).

<sup>92</sup> A. PALUCHOWSKI, *I mutevoli orizzonti del diritto della crisi*, in [www.dirittodellacrisi.it](http://www.dirittodellacrisi.it), 14 giugno 2022.

<sup>93</sup> E. PELLECCCHIA, *Il “Decreto ristori”*, cit., 1289.

<sup>94</sup> *Ibidem*.

## **Piano di ammortamento alla francese: liceità, meritevolezza e trasparenza della relativa clausola**

**SOMMARIO:** 1- Il tema di indagine. 2- Contenuto del contratto e pretesa legittimità dell'omessa esplicitazione del regime finanziario adottato in uno con la mancata allegazione o inclusione del piano di ammortamento. 3- Incertezza in ordine al tasso di interesse, all'importo della rata e all'ammontare complessivo degli interessi dovuti. Indeterminatezza ed indeterminabilità dell'oggetto del contratto. 4- La pretesa rilevanza decisiva delle Disposizioni sulla trasparenza in tema di disciplina dell'obbligazione di interessi. 5- Disciplina e natura del piano di ammortamento e sua rilevanza in assenza di esplicitazione di comprensibili criteri di calcolo del tasso e di formazione della rata. 6- Ammortamento alla francese e libertà d'iniziativa economica. 7- Ammortamento alla francese e autonomia negoziale. Nullità della pattuizione ex art. 1322, comma 1 c.c. 8- Segue: Ammortamento alla francese. Immeritevolezza della pattuizione ex art. 1322, comma 2 c.c. 9- Ammortamento alla francese. Trasparenza e obblighi di informazione.

### *1. Il tema di indagine*

La decisione del Collegio di Coordinamento n. 14376 dell'8 novembre 2022, che qui si annota, parrebbe volere porre un punto fermo nell'orientamento dell'ABF su di un argomento oggetto, di recente, di un nutrito dibattito sia in giurisprudenza<sup>1</sup> che in dottrina<sup>2</sup>, senza che sia ancora intervenuta una pronuncia della Suprema Corte .

---

<sup>1</sup> Trib. Bari-Rutigliano, 29 ottobre 2008, in *Contratti*, 2009, 22; Trib. Milano, 30 ottobre 2013, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, II, 51; Trib. Modena, 11 novembre 2014, in *Il caso.it*; Trib. Treviso, 5 novembre 2012, in *Foro padano*, 2014, I, 218, con nota di CECCHETTO, *Ammortamento «alla francese» e forma scritta nei contratti bancari: questioni vecchie e nuove*; Trib. Cremona, 28 marzo 2019, in *Il Caso.it*, Sez. Giurisprudenza, 21760 - pubb. 31/05/2019; App. Bari, Rel. C. Romano, 3 novembre 2020, in *assoc.tu.it*; Trib. Milano, 14 marzo 2019, n. 2490, in *Merito extra*, n. 2017.056ZU.1; Trib. Massa, 7 novembre 2018, n. 797, in *assoc.tu.it*; Trib. Roma, 4 gennaio 2019, n. 130, in *Merito extra*, n. 2017.04QUN.3; Trib. Roma, 2 gennaio 2019, n. 48, in *Merito extra*, n. 2017.04QO9.3; Trib. Torino, 18 febbraio 2022. in *assoc.tu.it*. Parimenti numerose le pronunce dell'Arbitro Bancario. Tra le tante; ABF (Napoli), 5 maggio 2016, n. 4082; ABF (Napoli), 20 settembre 2017, n. 11342; ABF (Milano), 12 gennaio 2016, n. 221; ABF (Milano), 14 aprile 2015, n. 2834.

<sup>2</sup> COLANGELO, *Mutuo, ammortamento «alla francese» e nullità*, in *Foro It.*, 2014, I, 1237, (a 4 della versione informatica); ID., *Interesse semplice, interesse composto*

La controversia trattata prende le mosse da un contratto di prestito personale con piano di restituzione rateale, privo del documento rappresentativo del piano di ammortamento specificamente adottato nel rapporto. Di detto contratto il ricorrente lamenta il difetto di trasparenza. Esula dal tema dell'indagine sottoposta all'esame del Collegio, in quanto non sollevata dal ricorrente la violazione del divieto di anatocismo, altro terreno elettivo di scontro tra le varie opinioni in tema di ammortamento alla francese.

Il difetto di trasparenza, per come denunciato dal ricorrente, è oggetto di disamina sotto il duplice profilo di responsabilità contrattuale e precontrattuale. Da un canto parte ricorrente pone in luce come il termine “piano di ammortamento alla francese” non fornisca «alcuna

---

*e ammortamento francese*, ivi, 2015, V, 469; C. CAMARDI, *Mutuo bancario con piano di ammortamento «alla francese», nullità delle clausole sugli interessi e integrazione giudiziale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, II, 55 (in commento a Trib. Milano, 30 dicembre 2013); CACCIAFESTA, *A proposito dell'articolo “Sull'anatocismo nell'ammortamento francese”*; in *Banche e Banchieri*, 2015, 528 ss.; ID., *In che senso l'ammortamento francese (e non solo esso) dia luogo ad anatocismo*, in *Politeia*, 2015, 24 ss.; SANGIOVANNI, *Tasso fisso e tasso variabile nei piani di ammortamento alla francese*, in *Corr. Giur.*, 2016, 345 ss.; R. MARCELLI, *Finanziamenti con ammortamento alla francese. Nella celata velocità di estinzione si configura la ‘sorpresa’ ex art. 1195 c.c., 2023*, in *assocutu.it*; ID., *Finanziamenti con piano di ammortamento: vizi palesi e vizi occulti*, in *Dir. banc. fin.*, n. 2/2020); ID., *L'ammortamento alla francese nei prestiti a larga diffusione: l'opacità delle rate infrannuali*, in *Contratti*, 2021, 4; ID., *L'anatocismo nei finanziamenti con ammortamento graduale. matematica e diritto: due linguaggi che stentano ad incontrarsi*, in *Banca borsa tit. cred.*, 5, 2021, 700 ss.; N. DE LUCA, *Mutuo alla francese: anatocismo, indeterminatezza od altro. Di sicuro, c'è qualcosa che non va*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2, 2021, 233 ss., in nota a App. Roma, 30 gennaio 2020, n.731, sez. IV.; R. PEZZELLA, *Anatocismo bancario: spunti di riflessione in tema di interessi composti e costi occulti nei mutui con "ammortamento alla francese"*; in *Banca Finanza Assicurazioni*, 09.09.2022; M. MAGGIOLO, *Mutuo con ammortamento alla francese ed estensione della iscrizione ipotecaria agli interessi: la parola alla Cassazione*, in *Giustiziacivile.com*, 04.07.2021; F. QUARTA, *Il credito ai consumatori tra contratto e mercato. Percorsi di studio sul prestito «responsabile»*, Napoli, 2020, 61 ss.; ID., *Trasparenza e determinatezza dell'oggetto nei contratti di finanziamento con «ammortamento alla francese». Commento a Collegio di Coordinamento ABF*, 8 novembre 2022, n. 14376, in corso di pubblicazione in questa *Rivista*; DIDONE, *Ammortamento alla francese e «anatocismo secondario»*, in *dirittobancario.it*, Approfondimenti, luglio 2021; DOLMETTA, *A margine dell'ammortamento «alla francese»: gravosità del meccanismo e sua difficile intelligenza*, in *Banca borsa tit. cred.*, 5, 2022, 641 ss.

indicazione sulle modalità adottate per il calcolo degli interessi, in quanto tale tipologia di ammortamento si caratterizzerebbe solo per la presenza di una rata costante». Afferma quindi che il contratto in parola non specifica «se gli interessi debbano essere calcolati con la formula dell'interesse composto o con quella dell'interesse semplice, rendendo così indeterminato il prezzo del finanziamento». D'altro canto, sempre il ricorrente lamenta che «l'intermediario avrebbe utilizzato per il calcolo degli interessi la formula dell'interesse composto, che pur non essendo di per sé illegittima, risulterebbe più onerosa rispetto alla formula dell'interesse semplice». Conseguentemente il ricorrente inferisce che «l'intermediario, prima della sottoscrizione del contratto, avrebbe dovuto informare il cliente del maggiore costo implicito di questa tipologia di ammortamento rispetto ad altre modalità di restituzione del finanziamento (quali l'ammortamento a rata costante a “regime semplice” e l'ammortamento c.d. “italiano”). Il che integrerebbe a pieno titolo la «violazione dei doveri di trasparenza posti in capo alla banca nella fase precontrattuale».

Il Collegio rigetta il ricorso giungendo all'affermazione del seguente principio di diritto: «In caso di finanziamento con ammortamento alla francese, la mancata consegna del piano di ammortamento al momento della conclusione del contratto non comporta violazione alcuna da parte dell'intermediario né rende indeterminato l'oggetto del contratto qualora nel contratto medesimo siano riportati tutti gli elementi e le informative previsti dalla normativa in materia».

Il commento alla presente decisione, seguirà pedissequamente lo schema logico adottato nella motivazione dalla stessa, riservando anche un approfondimento ad una tema di decisiva importanza di cui la decisione del Collegio non si occupa: la meritevolezza della pattuizione di un piano di ammortamento alla francese. Parrebbe arguirsi dalle conclusioni, a cui il Collegio giunge, che dia per scontata la sua ricorrenza, ciò malgrado un suo eventuale difetto priverebbe di significativa rilevanza la questione.

In punto di fatto, per quel che risulta dal testo della decisione e nella materiale impossibilità di consultare i documenti allegate dalle parti, è d'uopo precisare che:

trattavasi un contratto di prestito personale risalente al giugno del 2017, con debito di restituzione regolato con rimborsi rateali a mezzo

di cessione del credito del quinto dello stipendio e con estinzione del rapporto in via anticipata;

nella documentazione esaminata dal Collegio pare risultare «assente il documento rappresentativo del piano di ammortamento specificamente adottato nel rapporto»;

sempre dalla documentazione agli atti del procedimento si evince, a detta del Collegio, come il contratto di finanziamento oggetto del ricorso riporti «il TAN; l'importo complessivo degli interessi dovuti; l'importo della rata costante; il TAEG»;

«l'art. 7 delle condizioni contrattuali» prevede poi «il diritto del cliente di ottenere, gratuitamente e su sua richiesta, una tabella di ammortamento del prestito, in conformità a quanto previsto dalle Disposizioni di Trasparenza».

Sempre in punto di fatto si afferma inoltre che il contratto in questione faccia «espreso riferimento all'esistenza di un piano di ammortamento alla francese» e che «nel modulo SECCI» venga «chiaramente specificato che gli interessi sono calcolati sul capitale residuo». La mancata menzione della variabilità del tasso poi induce a ritenere che si tratti di tasso fisso.

## *2. Contenuto del contratto e pretesa legittimità dell'omessa esplicitazione del regime finanziario adottato in uno con la mancata allegazione o inclusione del piano di ammortamento*

Il Collegio procede in via preliminare ad individuare la disciplina applicabile alla fattispecie richiamando in primo luogo la nota previsione di cui all'art. 117 TUB, comma 4 in relazione al contenuto obbligatorio dei contratti.

Particolare attenzione il Collegio dimostra per le Disposizioni di Trasparenza della Banca d'Italia pro tempore vigenti<sup>3</sup>, soffermandosi sulla disciplina riservata al credito ai consumatori e rimarcando come

---

<sup>3</sup> Si legge alla sez. III, par. 3 delle Disposizioni di Trasparenza della Banca d'Italia: «I contratti indicano il tasso d'interesse e ogni altro prezzo e condizione praticati, inclusi, per i contratti di credito, gli eventuali oneri di mora. Sono indicate, oltre alle commissioni spettanti all'intermediario, le voci di spesa a carico del cliente, ivi comprese le spese relative alle comunicazioni di cui alla sezione IV (Comunicazioni alla clientela). Il contratto riporta tutte le condizioni applicate, incluse le condizioni generali di contratto».

ivi, nell'enumerare «gli elementi che dovevano essere indicati all'interno dei contratti di credito», non si faccia menzione alcuna alla necessità di allegare anche il piano di ammortamento, nel caso concreto mancante. Di contro, evidenzia il Collegio come, «in caso di ammortamento del capitale di un contratto di credito a durata determinata» nel testo negoziale si «debba unicamente indicare il diritto del consumatore di ricevere, in qualsiasi momento del rapporto, su sua richiesta e senza spese, una tabella di ammortamento»<sup>4</sup>.

Ad ulteriore conforto della valenza *in omissis* delle Disposizioni di Trasparenza della Banca d'Italia vigenti all'epoca, il Collegio fa presente che le stesse non prevedano «alcun obbligo di indicare, nei contratti di finanziamento, la formula utilizzata per il calcolo degli interessi o di allegarvi il piano di ammortamento», ma si limitano «ad imporre l'indicazione del “tasso d'interesse e ogni altro prezzo e condizione praticati”». Così pure- stigmatizza il Collegio- le disposizioni in parola non sanciscano alcun obbligo dell'intermediario «di consegnare o far sottoscrivere copia del piano di ammortamento al cliente al momento della sottoscrizione del contratto».

Sulla base di tale stringata ricognizione normativa, ritiene il Collegio che alla luce delle previsioni pattizie relative risultino «univocamente e chiaramente» determinati «il tasso di interesse, l'importo della rata e l'ammontare complessivo degli interessi dovuti» nonché conoscibile «in ogni momento» dal cliente su sua semplice richiesta «la ripartizione di ciascuna rata tra quota capitale e quota interessi richiedendo gratuitamente una tabella di ammortamento ai sensi dell'art. 7 delle richiamate condizioni contrattuali». Conseguentemente il Collegio ne trae la conclusione, invero un po' affrettata, che «dall'analisi della normativa primaria e secondaria» non emerga «alcun riferimento

---

<sup>4</sup> Precisano nel dettaglio le citate Disposizioni: “In caso di ammortamento del capitale di un contratto di credito a durata determinata, il contratto indica, oltre alle informazioni precedentemente elencate, il diritto del consumatore di ricevere in qualsiasi momento del rapporto, su sua richiesta e senza spese, una tabella di ammortamento. La tabella di ammortamento riporta: gli importi dovuti, le relative scadenze e le condizioni di pagamento; il piano di ammortamento del capitale, che rappresenta la ripartizione di ciascun rimborso periodico; gli interessi e gli eventuali costi aggiuntivi; se il tasso non è fisso ovvero se i costi aggiuntivi possono essere modificati nel corso del rapporto, è indicata in modo chiaro e conciso la circostanza che i dati riportati nella tabella sono validi fino alla successiva modifica del tasso di interesse o dei costi aggiuntivi, conformemente a quanto previsto nel contratto”.

espresso alla necessità che il contratto e/o la tabella di ammortamento esplicitino il regime finanziario o la base di calcolo degli interessi (capitale da restituire o capitale in scadenza per ciascuna rata)». Il che escluderebbe *in nuce* la possibilità di ravvisare «alcun profilo di antiigiuridicità del comportamento dell’intermediario in relazione alle informazioni fornite nel contratto».

*3. Incertezza in ordine al tasso di interesse, all’importo della rata e all’ammontare complessivo degli interessi dovuti. Indeterminatezza ed indeterminabilità dell’oggetto del contratto*

Le conclusioni a cui perviene la pronuncia sul punto, per come sopra rappresentate, non sono condivisibili.

Pure a dare per scontato che sia stata effettivamente prevista in contratto «una rata costante, composta da una quota interessi decrescente, calcolata sul debito residuo risultante al periodo precedente, e da una quota capitale crescente, pari alla differenza tra l’importo della rata e quello della quota interessi», non pare perciò stesso dirsi superata la denunciata incertezza in ordine al tasso di interesse, all’importo della rata e all’ammontare complessivo degli interessi dovuti. Né efficacia salvifica può riconoscersi all’ulteriore circostanza, richiamata in pronuncia, secondo cui «il prodotto imprenditoriale» proposto al mercato, applicava «un piano di ammortamento “alla francese” con il regime finanziario dell’interesse semplice, tenendo così distinto per l’intero periodo il capitale dagli interessi».

All’uopo la stessa definizione di ammortamento alla francese data dalla Banca d’Italia non supera la soglia della mera genericità, se è vero che si limita a contraddistinguerlo in ragione di questi emblematici termini: «la rata prevede una quota capitale crescente e una quota interessi decrescente. All’inizio si pagano soprattutto interessi; a mano a mano che il capitale viene restituito, l’ammontare degli interessi diminuisce e la quota di capitale aumenta»<sup>5</sup>.

Invero, con riguardo alla restituzione di un finanziamento per determinare il numero di rate, sia pur costanti, e per stabilire la loro

---

<sup>5</sup> Lo rileva puntualmente DOLMETTA, *A margine dell’ammortamento «alla francese»*, cit., 642.

composizione e la loro entità pare sia possibile ricorrere a diversi sistemi di ammortamento ovvero scegliere tra il regime dell'interesse semplice e quello interesse composto. Conseguentemente in sede di interpretazione e qualificazione di una fattispecie come quella sottoposta all'esame del Collegio non si può giungere a soluzioni affrettate in tema di certezza del tasso di interesse applicato e del complessivo costo del credito effettivamente praticato al cliente in forza della scelta del piano di restituzione. Ciò tanto più allorché, come nel caso di specie, il contratto di finanziamento sia volutamente orfano sin dalla sua predisposizione di un piano di ammortamento, che chiarisca al cliente già in sede di conclusione, e non in un momento successivo ed a domanda, l'*ubi consistat* della sua composizione rateale. Non può invero trascurarsi come proprio nel piano di ammortamento cd. alla francese la composizione della rata sia caratterizzata dal regime di capitalizzazione composta<sup>6</sup>. Il che, a tacer d'altro, implica una maggiorazione del costo del credito incidente direttamente sul monte interessi<sup>7</sup> che, in assenza di allegazione al contratto di un piano di ammortamento e comunque di esplicitazione di detto costo a mezzo di apposita previsione contrattuale, non è dato conoscere con esattezza.

A ciò aggiungasi che il Collegio con il suo argomentare non pare riconoscere valenza al principio secondo cui all'interno della rata debba

---

<sup>6</sup> In argomento v. CACCIAFFESTA, *In che senso l'ammortamento alla francese (e non solo esso) dia luogo ad antocismo*, cit., 120. Sul regime di capitalizzazione composta nel mutuo ad ammortamento alla francese v. anche CALIRI, *Matematica finanziaria*, Torino, 2001, 169 e 173; LEVI, in *Corso di Matematica finanziaria e attuariale*, Milano, 1964, 227; VIANELLI, GIANNONE Jr., *Matematica finanziaria*, Bologna, 1965, 125. In senso contrario RUTIGLIANO, FACCINCANI, *Brevi note per riconoscere, "si spera definitivamente", l'assenza di anatocismo nel mutuo con piano di ammortamento "alla francese"*, in *Banche e banchieri*, 2017, n. 3, 333 ss. La tesi per i giuristi della ricorrenza di un connaturale effetto anatocistico nell'ammortamento alla francese è stata vigorosamente sostenuta da COLANGELO, *Interesse semplice, interesse composto e ammortamento alla francese*, cit., 469.

<sup>7</sup> R. MARCELLI, *L'ammortamento alla francese. Matematica e diritto: quando la scienza vien piegata a negar se stessa*, in *Il Caso.it*, 13 novembre 2018, secondo cui «L'impiego del TAN nella formula inversa  $R=C/\sum 1/(1+i)^k$  di determinazione dell'importo della rata configura l'espressione di una convenzione anatocistica, in quanto stabilisce l'equivalenza fra 100 oggi e  $100*(1+i)^k$  fra k periodi, contraria al divieto di pattuizione anatocistica espresso dall'art. 1283 c.c. e implicito nell'art. 120 TUB».

essere riconosciuta autonomia funzionale all'interesse pecuniario<sup>8</sup>, autonomia più volte affermata in termini generali dal nostro ordinamento. Il che non è privo di rilievo ai fini che ci occupano. A tal proposito giova rammentare che nel mutuo ad ammortamento la restituzione del debito si realizza secondo un assetto organizzativo composto di più «rate» di importo conglobante sia una quota del capitale erogato a prestito che una quota interessi. A carico del mutuatario di somme di danaro sono poste due distinte obbligazioni. La prima è quella di restituire la somma ricevuta in prestito (art. 1813 c.c.). La seconda è quella di corrispondere gli interessi al mutuante, salvo diversa pattuizione (art. 1815 c.c.). Nei mutui cd. ad ammortamento, la formazione delle varie rate nella misura composita predeterminata di capitale ed interessi attiene ad una mera modalità dell'adempimento delle due obbligazioni<sup>9</sup>. Nella rata concorrono infatti la graduale restituzione della somma ricevuta in prestito e la corresponsione degli interessi. Trattandosi di una pattuizione che ha il solo scopo di scaglionare nel tempo le due distinte obbligazioni del mutuatario, essa non è idonea a mutare la natura né ad eliminare l'autonomia delle stesse.

---

<sup>8</sup> Afferma puntualmente Cass., 20 settembre 1991, n. 9800, in *Giustizia Civile – Massimario annotato della Cassazione*, 1991, fasc. 9: «L'accessorietà, peraltro, attiene solo al momento genetico della obbligazione di interessi, nel senso che la decorrenza degli interessi presuppone la nascita dell'obbligazione principale e cessa con l'estinzione di questa e non esclude, pertanto, che, una volta sorto, il credito degli interessi costituisca un'obbligazione pecuniaria autonoma da quella principale». Vedi anche Trib. Napoli, 11 maggio 2005, in *Corriere del merito*, 2005, 880.

<sup>9</sup> Per tutte: Cass., 22 maggio 2014, n.11400, in *Diritto e giustizia.*, 23 maggio 2014, con nt. di TARANTINO, *Rata non pagata: no agli interessi moratori sul credito scaduto per interessi corrispettivi*, secondo cui: «Nei mutui ad ammortamento, la formazione delle rate di rimborso, nella misura composita predeterminata di capitale ed interessi, attiene alle mere modalità di adempimento di due obbligazioni poste a carico del mutuatario, aventi ad oggetto l'una la restituzione della somma ricevuta in prestito e l'altra la corresponsione degli interessi per il suo godimento, che sono ontologicamente distinte e rispondono a diverse finalità». Sull'autonomia degli interessi compresi nella rata di mutuo ai fini della violazione del divieto di cui all'art. 1283 c.c. vedi anche oltre alla sentenza citata: Cass., 20 febbraio 2003, n. 2593, in *Diritto e pratica delle società*, 2003, 62 con nt. di VACCARO BELLUSCIO, *Divieto di anatocismo esteso ai contratti di mutuo*; Cass. 22 maggio 2014, n. 11400, in *Diritto e Giustizia*, 2014, 2014, 70; Cass., 29 gennaio 2013, n. 2072, in *Foro It.*, 2014, 1246 con nt. di COLANGELO, *Mutuo, ammortamento "alla francese" e nullità*; conf. App. Brescia, sez. I, 29 gennaio 2021, n.91, in *De jure*; Trib. Firenze, sez. III, 21 febbraio 2022, n.486, in *De jure*.

La dottrina e la giurisprudenza avevano a lungo discusso se gli interessi conservassero all'interno della rata di restituzione di un mutuo ad ammortamento la loro autonomia e non si conglobassero con il capitale. La questione era insorta con riguardo sia al divieto di anatocismo che all'estensione della prelazione ipotecaria gli interessi (art. 2855 c.c.), non essendo indifferente sotto entrambi i profili che la «rata» rappresentasse o meno un *unicum* inscindibile dal punto di vista giuridico o che, di contro, al suo interno potessero considerarsi come voci autonome le somme imputate a capitale e quelle invece ascrivibili ad interessi<sup>10</sup>.

La querelle, sottoposta più volte all'esame dei giudici di legittimità, era stata oggetto di una soluzione confacente al dettato normativo del codice civile<sup>11</sup>, chiarendo come la formazione delle varie rate o semestralità in una misura composita predeterminata attenesse «ad una modalità dell'adempimento del debitore finalizzata alla graduale estinzione del mutuo» e non potesse «eliminare, o radicalmente modificare, la realtà del relativo contratto, che ha pur sempre ad oggetto un capitale produttivo di interessi»<sup>12</sup>.

---

<sup>10</sup> In argomento va peraltro rilevato come l'autonomia giuridica, oltre che economica, della quota capitale rispetto alla quota interessi all'interno di ogni rata è sicuramente presupposta sia dalla giurisprudenza favorevole che da quella contraria all'anatocismo con specifico riferimento alla maturazione di interessi moratori sull'importo ascrivibile a titolo di interessi (corrispettivi), contenuto all'interno di ogni rata scaduta. Anzi proprio il riconoscimento della legittimità dell'anatocismo in tema di mutuo ad ammortamento, postulando l'applicazione dell'interesse sugli interessi e non sul capitale, comporta il riconoscimento della preesistenza all'interno della rata di un'autonoma quota imputata ad interessi prodotti dal capitale. Sul punto di recente Trib. Firenze, sez. III, 21 febbraio 2022, n.486.

<sup>11</sup> V. Cass., 29 agosto 1998, n. 8657, in *Fall.*, 1999, 777 ss. In tal caso, sarebbe occorso scindere, nell'ambito del credito conglobato, le componenti relative al capitale e quelle relative agli interessi, «riconoscendo al credito per capitale rango ipotecario, e a quello per interessi rango ipotecario o prelatizio sulla base della disciplina dettata dal citato art. 2855 cod. civ.». Così Cass., 2 marzo 1988, n. 2196, in *Fall.*, 1988, 557 ss., che testualmente reputa «priva di consistenza la tesi dell'unicità della rata o semestralità di mutuo» alla luce, tra l'altro, della considerazione che lo stesso art. 55 del vecchio t.u. del 1905 «distingue tra capitale, accessori e spese». V. anche più di recente Cass., 28 giugno 2002, n. 9497, in *Giust. civ.*, 2003, I, 2509; Cass., 2 marzo 2018, n.4927, in *Redazione Giuffrè*, 2019, ove si affronta anche il problema della collocazione degli interessi moratori.

<sup>12</sup> Cass., 2 marzo 1988, n. 2196.

Questa precisazione mantiene tutta la sua attualità anche con riguardo alla vicenda sottoposta all'esame del Collegio, avuto riguardo in particolare agli interessi corrispettivi. Detti interessi costituiscono, invero, in forza della generale previsione di cui all'art. 1815 c.c., un'autonoma obbligazione ben distinta dall'obbligazione di restituzione del capitale (art. 1813 c.c.) integrante - quanto meno in significativa parte - l'oggetto del contratto di finanziamento. Se così è, costituiva un preciso obbligo delle parti ed in particolare della banca predisponente fare sì che l'oggetto del contratto, se non determinato fosse quanto meno determinabile ex art. 1346 c.c. sulla base di elementi già predeterminati nel contratto e non affidati al libero e postumo arbitrio della banca predisponente.

Nel caso che ci occupa non pare revocabile in dubbio che, in difetto per giunta di allegazione *ab initio* della tabella di ammortamento o dell'inserimento all'interno del contratto di un piano di restituzione, non risulti precisato con esattezza il criterio di calcolo<sup>13</sup> da adottarsi per comprendere a pieno da parte del cliente quale sarà la (variabile) consistenza della obbligazione di interessi per come integrante la singola rata del piano di restituzione.

In mancanza, quindi, di esplicitazione del criterio di calcolo e di allegazione del piano, il valore attribuito dalla banca all'obbligazione di interessi, quale parte integrante l'oggetto del contratto, risulta non solo non determinato, ma neppure determinabile, con conseguente nullità del contratto stesso per violazione dell'art. 1346 c.c.<sup>14</sup>.

---

<sup>13</sup> Cass. sez. un., 12 maggio 2020, n.8770, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, 6, II, 767 ove, in tema di oggetto del contratto, si afferma, sia pur con riguardo alla tematica peculiare dei derivati: «L'oggetto del contratto IRS è determinato (o determinabile) ove venga indicata la misura qualitativa e quantitativa dell'alea, calcolata secondo criteri riconosciuti ed oggettivamente condivisi (che non si limitino al criterio del mark to market, ma investano, altresì, gli scenari probabilistici), perché il legislatore autorizza solo questo genere di scommesse sul presupposto dell'utilità sociale di quelle razionali, intese come specie evoluta delle scommesse di pura abilità».

<sup>14</sup> Pare propendere per questa soluzione, DOLMETTA, *A margine dell'ammortamento «alla francese»*, cit., 648, che testualmente afferma: «In effetti, una formula di questo tipo – che pure opportunamente fa intendere come quello della «rata costante» sia aspetto solo eventuale, non già identificativo del fenomeno francese - non risulta nemmeno sufficiente ad assicurare il pur necessario rispetto della determinatezza dei patti contrattuali ex art. 1346 c.c.».

Né, ovviamente in supplenza, potrebbe intervenire la determinazione postuma da parte della banca.

#### *4. La pretesa rilevanza decisiva delle Disposizioni sulla trasparenza in tema di disciplina dell'obbligazione di interessi*

Sotto un diverso, ma non meno importante angolo visuale, decisamente angusta appare poi la prospettiva prescelta dal Collegio allorché perimetra il quadro normativo di riferimento con esclusivo riguardo all'art. 117 TUB, comma 4 e, soprattutto, alle Disposizioni di trasparenza della Banca d'Italia *pro tempore* vigenti<sup>15</sup>, peraltro valorizzando nel corpo della motivazione il dato regolamentare a discapito di fonti legislative gerarchicamente superiori. Particolare valore e significanza salvifica riconosce il Collegio alle indicazioni date dalla Banca di Italia (*pro tempore* vigenti) nello «specifico ambito del credito dei consumatori» nella Sez. VII, par. 5.2.1 nella parte in cui viene specificato che il contratto debba «unicamente indicare il diritto del consumatore di ricevere, in qualsiasi momento del rapporto, su sua richiesta e senza spese, una tabella di ammortamento». Il tutto al fine di ritenere, *a contrario*, perfettamente legittima «la mancata indicazione della formula utilizzata per il calcolo degli interessi» o la mancata allegazione «del piano di ammortamento» o inclusione all'interno del contratto di un piano di rimborso, pur in presenza di un tasso di interesse fisso.

La deduzione del Collegio lascia ancora una volta perplessi.

Va preliminarmente evidenziato come detta omissione nella disciplina regolamentare non si rinvenga più nelle successive Disposizioni del 19 giugno 2019 dove, sia pur con riguardo al documento di sintesi, è previsto che «Per i contratti di mutuo che sono o potrebbero rimanere a tasso fisso per tutta la durata del contratto, il documento di sintesi riporta in calce il piano di ammortamento».

Pure a volere dare per scontata la natura regolamentare delle disposizioni in tema di trasparenza adottate dalla Banca d'Italia, si pone un problema di gerarchia delle fonti e di potere di disapplicazione da parte del giudice (e quindi dell'arbitro). Detto potere, come è noto, trova in primo luogo giuridico fondamento nella previsione dell'art. 5

---

<sup>15</sup> Sono quelle del 30 settembre 2016.

dell'allegato E del RD 2248 /1865 che, fermo rimanendo il principio secondo cui «l'atto amministrativo non potrà essere revocato o modificato se non sovra ricorso alle competenti autorità amministrative» (art. 4, comma 2°, all. E, r.d. 2248/1865), prevede che «in questo, come in ogni altro caso, le autorità giudiziarie applicheranno gli atti amministrativi ed i regolamenti generali e locali in quanto siano conformi alle leggi ». Proprio l'inciso « in ogni altro caso » supporta il convincimento di un generale potere di disapplicazione da parte del giudice ordinario, che vada al di là della tradizionale distinzione tra diritti soggettivi ed interessi legittimi ed abbracci qualsivoglia questione attribuita alla sua giurisdizione con una c.d. *cognitio incidenter tantum*<sup>16</sup>.

D'obbligo è poi il richiamo all'art. 4, comma 1°, prel., ove è previsto che «i regolamenti non possono contenere norme contrarie alle disposizioni di legge ». In virtù di tale disposizione la disapplicazione del regolamento, è legittima, qualora questo sia in contrasto con una fonte di diritto sovraordinata, in ossequio al principio della gerarchia delle fonti<sup>17</sup>.

---

<sup>16</sup> In argomento VERRIENTI, voce *Giurisdizione ordinaria e pubblica amministrazione*, in *Digesto (discipline pubblicistiche)*, Torino, VIII, 1991, 478; TANDA, *Attività amministrativa e sindacato del giudice civile e penale*, Torino, 1999, 206 ss. Invece, nel senso che il potere di disapplicazione sarebbe esperibile solo qualora vi sia una lesione di un diritto soggettivo a mezzo di un atto amministrativo e quindi di esclusiva competenza del giudice civile cfr. GALLENCA, *Indipendenza della pubblica amministrazione e giudice penale nel sistema della giurisdizione amministrativa*, Milano, 1990, 386; COCCO, *L'atto amministrativo invalido elemento delle fattispecie penali*, Milano, 1996, 28 ss.; in giurisprudenza Cass., sez. un., 31 gennaio 1987, n. 3, in *Cassazione penale*, 1987, 2095; Cass., 13 marzo 1985, in *Cassazione penale*, 1985, 1197.

<sup>17</sup> Sul punto v: Cass., sez. lav., 13 gennaio 1981, n. 296, in *Giustizia Civile – Massimario annotato della Cassazione*, 1981; Cass., 12 maggio 1971, n. 1357, in *Giur. it.*, 1972, I, 371; Cass., 20 gennaio 2011, n. 1342, in *Vita not.*, 2011, 1083; Cass., sez. lav., 25 luglio 2016, n.15328, in *Giustizia Civile – Massimario annotato della Cassazione*, 2016. In dottrina per tutti GUASTINI, voce *Legalità (principio di)*, in *Digesto (discipline pubblicistiche)*, IX, Torino, 1994, 91 ss. Nello specifico con riguardo al potere regolamentare della Banca d'Italia osserva puntualmente attenta dottrina in relazione proprio all'orientamento dell'ABF che qui si censura: «Maggior credito non può essere riconosciuto all'ulteriore affermazione dell'ABF, per cui l'assenza di un obbligo informativo del meccanismo francese discende dal silenzio serbato in proposito dalle disposizioni della Vigilanza. Ché un simile rilievo, in sé e per sé considerato, sembra assegnare a queste disposizioni, che hanno natura

La giurisprudenza di legittimità ha, dal suo canto, più volte affermato come gli atti della Banca d'Italia, in quanto gerarchicamente subordinate alle norme di legge, non possano derogare oppure introdurre deviazioni rispetto al principio di diritto comune della determinatezza dell'oggetto dei contratti e dei negozi unilaterali<sup>18</sup>. In tale eventualità è stato ribadito l'obbligo del giudice ordinario di prendere atto della illegittimità e di disapplicare gli atti in parola<sup>19</sup>.

Peraltro, come è stato puntualmente<sup>20</sup> rilevato, sono le stesse Istruzioni della Banca d'Italia a richiamare il principio per cui i «documenti informativi» sono redatti «secondo criteri e presentati con modalità che garantiscano la correttezza, la completezza e la comprensibilità della informazioni, così da consentire al cliente di capire le caratteristiche e costi del servizio, confrontare con facilità i prodotti, adottare decisioni ponderate e consapevoli»<sup>21</sup>. In tal guisa l'argomentazione *a contrario* tratta dalla suddetta omissione delle Disposizioni sulla trasparenza, pare potersi ritenere superata.

Né particolare rilievo in questo contesto può assegnarsi alla circostanza che le Disposizioni in parola prevedano, una volta concluso il contratto, soltanto «il diritto del consumatore di ricevere, in qualsiasi momento del rapporto, su sua richiesta e senza spese, una tabella di ammortamento». Pare decisamente una forzatura ermeneutica dedurre da tale previsione che, in ragione di ciò, il contratto sia validamente concluso pur in assenza di una determinazione o di una determinabilità esatta dell'obbligazione di interessi, oggetto del contratto. Ciò in buona sostanza significa inammissibilmente riconoscere alla banca il potere unilaterale di determinare nel corso del rapporto tale valore, senza che il cliente possa nulla fare e debba limitarsi, a seguito della presa di

---

regolamentare, il valore della forza di legge: ovvero – secondo una variante, peraltro, di semplice espressione verbale - di interprete esclusivo (e comunque non sindacabile) delle norme per clausole generale: con compiuto sovvertimento, dunque, della gerarchia delle fonti» (DOLMETTA, *A margine dell'ammortamento «alla francese»*, cit., 647)

<sup>18</sup> Cass., 28 settembre 2020, n. 20464 in *Diritto & Giustizia* 2020, 29 settembre, con nota di G. SATTÀ, Il valore della formula della Banca d'Italia per il calcolo del TEG.

<sup>19</sup> Cass., sez. un., 20 giugno 2018, n.16303, in *Foro It.*, 2019, I, 591, in tema di commissione di massimo scoperto ed usura.

<sup>20</sup> DOLMETTA, *A margine dell'ammortamento «alla francese»*, cit., 648.

<sup>21</sup> DOLMETTA, *A margine dell'ammortamento «alla francese»*, cit., 648.

conoscenza, in forza di sua specifica richiesta postuma, ad adempiere ad una obbligazione di interessi secondo le modalità a lui non note e non determinate o determinabili al momento della conclusione del contratto.

Concludendo sul punto si ritiene che la disciplina concreta della pattuizione degli interessi nelle obbligazioni pecuniarie non possa che ricavarsi da una lettura complessiva ed unitaria di tutte disposizioni che regolano nell'ambito dell'ordinamento i prestiti di danaro e quindi anche dalla legge n. 108\1996 e dall'art. 644 c.p., dagli artt. 116, 117,120, 124, 125 bis. 127 TUB, dagli artt. 1283, 1815 c.c. Il che deve intervenire sulla base di un'interpretazione sistematica del dato normativo in quanto «non vi sono - difatti - norme che non presuppongono il sistema e che ad un tempo non concorrono a formarlo»<sup>22</sup>.

##### *5. Disciplina e natura del piano di ammortamento e sua rilevanza in assenza di esplicitazione di comprensibili criteri di calcolo del tasso e di formazione della rata*

Meritevole di un sia pur conciso approfondimento appare a questo punto la natura giuridica del cd. piano di ammortamento.

Dello stesso non si rinviene citazione nel codice civile, che, con riguardo al mutuo, all'art. 1819 si limita a far menzione della restituzione rateale delle cose mutate in occasione della decadenza del beneficio del termine. Anche nel TUB, se pur è presupposta la restituzione rateale in tema di credito fondiario (artt. 38 e 40) e di credito al consumo (art. 121, ove il riferimento più propriamente è alla dilazione di pagamento), manca una definizione del piano di ammortamento.

Alla «tabella di ammortamento» invece fa riferimento espresso la direttiva 2008/48/CE nella parte relativa ai contratti di credito ai consumatori, dove con riguardo al contenuto del contratto all'art. 10 lett. i), si precisa che «*la tabella di ammortamento indica gli importi dovuti nonché i periodi e le condizioni di pagamento di tali importi; la tabella contiene la ripartizione di ciascun rimborso periodico per*

---

<sup>22</sup> Così P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, Napoli, 2006, 591.

*mostrare l'ammortamento del capitale, gli interessi calcolati sulla base del tasso debitore e, se del caso, gli eventuali costi aggiuntivi»<sup>23</sup>.*

Come è stato puntualmente rilevato dalla Corte di giustizia in particolare, l'articolo 10 di tale direttiva nell'elencare le informazioni che devono essere inserite nel contratto «opera una piena armonizzazione per quanto riguarda gli elementi che devono essere obbligatoriamente inclusi nel contratto di credito»<sup>24</sup>.

Alla Direttiva in parola si è data attuazione in Italia a mezzo del D.Lgs. 13 agosto 2010, n. 14, che ha modificato la disciplina apprestata dal TUB. Mentre con l'art. 123 TUB si è riprodotto esattamente l'elenco dei contenuti che i professionisti del credito sono chiamati a rispettare nei loro annunci pubblicitari, con gli artt. 124 e 125-*bis* TUB (attinenti all'informativa precontrattuale e ai contratti) si è abbandonata la tecnica della riproduzione testuale dell'elencazione contenuta negli artt. 5 e 10 della Direttiva 2008/48/CE, delegando a tal uopo la Banca d'Italia a mezzo di sue disposizioni<sup>25</sup>.

La Banca di Italia vi ha provveduto solo in parte a mezzo delle Disposizioni di Trasparenza alla Sez. VII, par. 5.2.1 puntualmente citate nella decisione in commento. In dette Disposizioni manca una definizione di «tabella di ammortamento» o di piano che dir si voglia pur contenuta nella citata Direttiva. Come in precedenza precisato, è la stessa Banca d'Italia, che nelle Disposizioni successive a quelle *pro tempore* in vigore alla data della decisione che si annota, ad imporre alle Banche, sia pur inspiegabilmente relegandolo negli angusti spazi del documento di sintesi, che quest'ultimo riporti in calce il piano di ammortamento «per i contratti di mutuo che sono o potrebbero rimanere a tasso fisso per tutta la durata del contratto»<sup>26</sup>.

---

<sup>23</sup> Precisa altresì in prosieguo la Direttiva 2008/48/CE: «qualora il tasso non sia fisso o i costi aggiuntivi possano essere modificati nell'ambito del contratto di credito, la tabella di ammortamento contiene in modo chiaro e conciso un'indicazione del fatto che i dati della tabella sono validi solo fino alla modifica successiva del tasso debitore o dei costi aggiuntivi conformemente al contratto di credito».

<sup>24</sup> Corte giustizia UE, sez. I, 26 marzo 2020, n.779, in *Redazione Giuffrè*, 2020.

<sup>25</sup> Così puntualmente QUARTA, *Trasparenza e determinatezza*, cit., 7.

<sup>26</sup> La limitazione in parola trova un plausibile fondamento nella circostanza che solo per i mutui a tasso fisso sia possibile prevedere *ex ante* l'esatto ammontare della quota *pro rata* per interessi di cui dovrà farsi carico il mutuatario. Lo rileva SANGIOVANNI, *Tasso fisso e tasso variabile nei piani di ammortamento alla francese*, cit., 345 ss.

Detto questo sotto il profilo definitorio del piano o tabella di ammortamento, non bisogna dimenticare in punto di disciplina da un canto che l'obbligo di forma scritta prevista dall'art. 117 TUB senza distinzioni di sorta non possa non riguardare il piano di ammortamento ed in particolare la tecnica adottata e le caratteristiche essenziali del piano<sup>27</sup>, allorchè detto piano costituisca un allegato del contratto a cui lo stesso rinvii. D'altro canto neppure si può ignorare l'esistenza di un obbligo per la banca di rendere nei confronti del cliente, che sia anche consumatore, informazioni precontrattuali tali da «consentire il confronto delle diverse offerte di credito sul mercato» ( art. 124, comma 1 TUB). La Banca dovrà anche fornire «chiarimenti adeguati» (art. 124, comma 5 TUB) anche in ordine «agli effetti specifici», che può avere sul consumatore un determinato piano di ammortamento «includere le conseguenze del mancato pagamento»<sup>28</sup>. Anche sotto tale profilo riesce difficile immaginare un piano di ammortamento idoneo alla bisogna che non sia redatto in forma scritta.

Giova poi aggiungere che alla luce del delineato quadro normativo se è pur vero che non sussiste alcun obbligo di allegare in sede di conclusione del contratto un piano o tabella di ammortamento, non è parimenti revocabile in dubbio che in forza del concluso contratto di finanziamento «nessuna somma può essere richiesta o addebitata al consumatore se non sulla base di espresse previsioni contrattuali» ex art. 125 *bis* TUB, comma 5. Inoltre ai sensi del successivo comma 6 dello stesso articolo ricorre l'obbligo di inserire nel TAEG pubblicizzato tutti costi a carico del consumatore ivi compresi ovviamente gli interessi, a pena di nullità delle clausole che tali costi, implicitamente o esplicitamente, non prevedano.

Sulla base di tali premesse, in disparte la scelta della banca di allegare o meno al contratto un piano di ammortamento e pur riconosciuta l'inesistenza di un obbligo, riesce difficile immaginare un contratto di finanziamento, per giunta concluso con un consumatore, in

---

<sup>27</sup> Così QUARTA, *Credito irresponsabile e soluzioni al sovraindebitamento*, cit., 1825, che evidenzia come «servirebbe forse qualcosa di più della mera allegazione di un gruppucolo di fogli con tabelle e numeri».

<sup>28</sup> Sul punto si rinvia a QUARTA, *Credito irresponsabile e soluzioni al sovraindebitamento*, cit., 1824 ss. Sugli obblighi informativi nei confronti del consumatore v. CAPOBIANCO, *Contrattazione bancaria e tutela dei consumatori*, Napoli, 2000, 112 s.

cui non sia prevista per iscritto l'esatta determinazione del «costo del credito» in ogni sua componente. In tali componenti rientra sicuramente la specifica implementazione riveniente dalla scelta di un piano di rimborso, come quello alla francese, che comporta, a tacer d'altro, un maggiore importo dell'obbligazione di interessi. Il tutto risulta in perfetta coerenza con l'art. 10, comma 2 lett f) della Direttiva 2008/48/CE nella parte in cui impone come contenuto del contratto non solo l'indicazione del «tasso debitore», ma anche «le condizioni che ne disciplinano l'applicazione». Se così è l'allegazione o meno della tabella o piano che sia, finisce con l'essere un falso problema. Anzi sotto un certo profilo, conviene sicuramente alla banca includere nel testo contrattuale un prospetto o una specifica clausola e contrabbandarli come pieno adempimento agli obblighi di trasparenza

Operata questa rapida ricognizione normativa, occorre comunque distinguere l'ipotesi in cui il piano di ammortamento risulti allegato al contratto di finanziamento quale concreta esplicitazione del rimborso rateale pattuito, dall'ipotesi in cui, per dimenticanza o per scelta della banca, ciò non accada.

Certo è che l'eventuale previsione di un piano di ammortamento allegato al testo contrattuale<sup>29</sup> ed a cui le parti facciano rinvio, se mai previa sottoscrizione del documento relativo, pare non potersi ricondurre nell'alveo di un «accordo esecutivo»<sup>30</sup> subvalente rispetto al contratto, ma è a tutti gli effetti parte o clausola del contratto sino dalla sua conclusione. In questi sensi si condivide l'orientamento della giurisprudenza che ritiene il piano di ammortamento di un contratto di mutuo avere valenza di clausola negoziale<sup>31</sup>. Sostengono altresì i fautori

---

<sup>29</sup> La Corte di Giustizia europea, nella sentenza 9 novembre 2016 (Causa C-42/15 Home Credit Slovaechi:Eu:2016:842) in <https://eur-lex.europa.eu> ha affermato che l'art. 10, paragrafo 2, lettera h) e i), della direttiva 2008/48 deve essere interpretato nel senso che il contratto di credito a tempo determinato, che prevede l'ammortamento del capitale mediante versamenti consecutivi di rate, non deve precisare, sotto forma di tabella di ammortamento, quale parte di ogni rata sarà destinata al rimborso di tale capitale. Ha altresì precisato che siffatte disposizioni, in combinato disposto con l'articolo 22, paragrafo 1, della direttiva in parola, ostano a che uno Stato membro preveda un obbligo del genere nella sua normativa nazionale.

<sup>30</sup> L'espressione è di C. CAMARDI, *Mutuo bancario con piano di ammortamento "alla francese"*, cit., 51 ss.

<sup>31</sup> Cass., 19 aprile 2002, n. 5703, in *Rep. Foro It.*, 2002, voce *Mutuo*, n. 15. Sul punto Cass., 25 novembre 2010, n. 23972 in *Diritto & Giustizia*, 2010 ne trae la

del prefato orientamento che nell'ipotesi in cui gli effetti del contratto abbiano a caducarsi anteriormente alla sua naturale scadenza, il piano in parola configuri il dato negoziale al quale occorre rifarsi in via esclusiva per calcolare somme riscosse dal mutuante da imputare alla restituzione del capitale o al pagamento degli interessi<sup>32</sup>. A mezzo di detto piano, che costituisce a tutti gli effetti un piano di rimborso rateale, le parti predispongono di intesa la restituzione del capitale con contestuale «determinazione dell'entità dei frutti percentualizzati per ogni singola scansione del pagamento»<sup>33</sup>.

Nell'ipotesi in cui il piano di ammortamento, come nel caso di specie, non risulti allegato al contratto due sono le possibili ipotesi: o esso costituisce elaborazione unilaterale da parte della banca che successivamente lo comunica al cliente a sua richiesta o meno, senza che intervenga accettazione da parte di costui; ovvero lo stesso viene, successivamente alla conclusione del mutuo, concordato dalle parti in apposito documento sottoscritto.

Nel secondo caso, l'accordo successivo costituisce a tutti gli effetti un contratto modificativo del precedente contratto e, se redatto in forma scritta, vincola le parti che lo hanno sottoscritto.

Nel primo caso, invece, questa comunicazione, quale negozio unilaterale di determinazione della prestazione dovuta dalla controparte non potrà in alcun modo impegnare il cliente, che non abbia espressamente prestato il suo assenso per tutte le ipotesi in cui integri o, peggio, contrasti con le pattuizioni contrattuali in tema di tasso, durata del prestito ed ammontare della rata, ovvero miri ad integrarle in ipotesi di mancata previsione. L'assenso a che il piano di ammortamento di unilaterale formazione produca i suoi effetti nella

---

conseguenza che «in caso di estinzione del contratto anteriormente alla sua naturale scadenza, rappresenta l'elemento contrattuale al quale occorre far riferimento in via esclusiva ai fini del calcolo delle somme riscosse dal mutuante imputabili alla restituzione del capitale ovvero al pagamento degli interessi». In senso contrario QUARTA, *Trasparenza e determinatezza*, cit., 8, secondo cui occorrerebbe «riesaminare le posizioni della giurisprudenza nostrana». In dottrina sul piano di ammortamento v. DAGNA, *Profili civilistici dell'usura*, Padova, 2008, 147; FAUSTI, *Il mutuo*, in *Trattato CNN diretto da Perlingieri*, Napoli, 2004, 113 s. Sulla nozione tecnica di ammortamento si rinvia a SORRENTINO, *Ammortamento*, in *Novissimo Digesto Italiano*, I, Torino, 1965, 577.

<sup>32</sup> Cass., 19 aprile 2002, n.5703, in *Redazione Giuffrè*, 2019.

<sup>33</sup> Cass., 22 aprile 1981, n. 2352, in *Redazione Giuffrè*, 2019.

sfera giuridica del destinatario, avuto riguardo alla concreta fattispecie, al pari di un'accettazione di quella che potrebbe qualificarsi alla stregua di una proposta modificativa dell'originario tessuto negoziale, dovrà essere redatto in forma scritta in ossequio alla previsione di cui all' art. 117 TUB.

Ovviamente nulla osta a che intervenga comunicazione che espliciti, se mai in forma tabellare, (solo) ciò che sia già contenuto ed espresso, compiutamente *et claris verbis*, nel contratto di mutuo *inter partes*, senza nulla aggiungere o modificare, trattandosi di mero diligente adempimento di obblighi in precedenza assunti. Se però, come per l'ipotesi oggetto della decisione in commento - dato il tasso, la durata e il numero delle rate- le modalità di ammortamento non sono state meglio specificate in contratto, in tanto la comunicazione esplicativa potrà avere un qualche effetto nei confronti del cliente in quanto tra le forme prescelte di ammortamento e di specificazione del contenuto della rata, non chiarite nel testo contrattuale, venga individuata quella meno gravosa per il debitore in ossequio al principio generale del *favor debitoris*<sup>34</sup>, nell'ipotesi concreta ricavabile anche da una

---

<sup>34</sup> Di detto principio è stata fatta applicazione nei rapporti bancari dalla Corte costituzionale (Corte cost., 5 aprile 2012, n.78 in *Giust. civ.*, 2012, I, 1146; in *Guida al diritto*, 2012, 30 con nt. di SACCHETTINI; in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, II, 423 ss., ivi con nt. di DOLMETTA, Dopo la sentenza della Corte Costituzionale n. 78/2012 (retroattività di leggi bancarie, prescrizione della ripetizione per titolo invalido di versamenti in c/c e diritto vivente dell'anatocismo); di TAVORMINA, Sull'applicazione delle Sezioni Unite n. 24418/2010 dopo la sentenza della Corte costituzionale n. 78/2012: dinamiche processuali; di SEMERARO, Retroattività e affidamento: la irragionevolezza del comma 61 (art. 2 d.l. n. 225/2010, conv. l. n. 10/2011); di SALANITRO, Retroattività e affidamento: la ragionevolezza del comma 61 (art. 2 d.l. n. 225/2010, conv. l. n. 10/2011); di MANCINI, Prescrizione della ripetizione di interessi anatocistici: dalla Cassazione all'intervento della Corte costituzionale, in *Giur. Comm.*, 2012, II, 1176) in occasione della dichiarazione di incostituzionalità dell'art. 2, comma 61 d.l. 29 dicembre 2010 n. 225 (comma aggiunto dalla legge di conversione 26 febbraio 2011, n. 10). Sul punto v. anche VACCARO BELLUSCIO, *Violazione dell'art. 1283 c.c. e nullità parziale del contratto: il problema dell'integrazione tra favor debitoris e tutela dell'equilibrio contrattuale*, in *Corr. Giur.*, 2012, 271. In tema di esdebitazione e di valutazione della ricorrenza del presupposto di cui al comma 2 dell'art. 142 l. fall. v. Cass., 27 marzo 2018, n.7550, in *Redazione Giuffrè*, 2019.

*interpretatio contra stipulatorem ex art. 1370 c.c.*<sup>35</sup> della clausola contrattuale normalmente predisposta dalla banca.

Peraltro con riguardo al contratto che vede come soggetto finanziato un consumatore<sup>36</sup> trova applicazione l'art. 5 della Direttiva 93/13, ove è previsto per le ipotesi di clausole oscure o inintelligibili che nel caso di dubbio prevalga l'interpretazione più favorevole al consumatore, ed ancora prima l'art. 35 del codice del consumo in tema di forma e interpretazione<sup>37</sup>.

Conseguentemente alla luce tali considerazioni ed in assenza di esplicitazione di comprensibili criteri di calcolo del tasso e di formazione della rata contenute in contratto, appare oggetto di non particolare ponderazione una decisione che ritenga del tutto superfluo e non richiama l'allegazione al contratto di un piano o tabella di ammortamento, idonea a supplire tale indeterminatezza ed indeterminabilità di parte dell'oggetto del contratto.

#### 6. Ammortamento alla francese e libertà d'iniziativa economica

Nella decisione in commento si ritiene poi che «la scelta dell'intermediario finanziario di proporre un piano di ammortamento «alla francese», sia espressione della «libertà imprenditoriale dell'operatore bancario e finanziario», malgrado si riconosca ivi la sua nota maggiore onerosità rispetto ad altre tipologie di ammortamento. La legittimità di siffatto *agere* imprenditoriale viene, senza particolare riflessione, rinvenuta evocando in sinergia i «principi di cui all'art. 41 Cost. e all'art. 1422 c.c. (libertà d'iniziativa economica in un contesto di libera concorrenza; autonomia negoziale)» in forza dei quali l'intermediario finanziario «sarebbe libero di praticare le *pricing*

---

<sup>35</sup> Per l'applicazione dell'art. 1370 in tema di rapporti bancari v. Trib. Roma, sez. XVII, 12 febbraio 2018, n. 3138 in *Redazione Giuffrè*, 2019, in tema di dubbio ermeneutico tra fideiussione e contratto autonomo di garanzia (*Garantievertrag*).

<sup>36</sup> In argomento v. MINERVINI, *La trasparenza delle condizioni contrattuali (contratti bancari e contratti con i consumatori)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, I, 94

<sup>37</sup> Si legge ivi testualmente al primo comma: «Nel caso di contratti di cui tutte le clausole o talune clausole siano proposte al consumatore per iscritto, tali clausole devono sempre essere redatte in modo chiaro e comprensibile. Si precisa poi al secondo comma: «In caso di dubbio sul senso di una clausola, prevale l'interpretazione più favorevole al consumatore».

*policies* che ritiene più opportune in ragione del contesto di mercato in cui opera.<sup>38</sup>».

In disparte la singolare assertività dei toni, pare che il Collegio si sia dimenticato che il primo comma dell'art. 41 Cost. non consenta all'intermediario di esercitare la propria libertà d'iniziativa economica «senza rispettare la libertà economica degli altri»<sup>39</sup> e che tale libertà non possa prescindere da quanto statuito nei commi 2 e 3 dello stesso art. 41 cost.. Il riferimento è d'obbligo ai limiti al suo esercizio imposti dal divieto di contrasto «con l'utilità sociale» o di arrecare «danno alla salute, all'ambiente, alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana»<sup>40</sup> in un contesto in cui la sudditanza economica e, talvolta, socio culturale di clienti e consumatori risulta altrettanto notoria.

Parimenti non irrilevante appare rammentare come il controllo dell'esercizio del credito trovi il suo riconoscimento di rango costituzionale nell'art. 47 cost. e la dottrina prevalente abbia da tempo ritenuto che detta norma altro non sia che una specificazione dell'art. 41 cost.<sup>41</sup>, con l'unica differenza rinvenibile nella circostanza che il

---

<sup>38</sup> La decisione è in linea con l'orientamento dell'ABF, che si era già pronunciato più volte negli stessi termini e di cui si è detto. Tra le altre: Collegio di Torino, n. 5149/2022; Collegio di Milano, n. 6906/2022; n. 6244/2022; n. 8487/2022; n. 7442/2022; n. 6650/2022.

<sup>39</sup> Così puntualmente DOLMETTA, *A margine dell'ammortamento «alla francese»*, cit., 651.

<sup>40</sup> Ha affermato di recente il Giudice delle leggi: «Non è infatti configurabile una lesione della libertà d'iniziativa economica allorché l'apposizione di limiti di ordine generale al suo esercizio corrisponda all'utilità sociale, oltre, ovviamente, alla protezione di valori primari attinenti alla persona umana, ai sensi dell'art. 41, comma 2, Cost.» ( C. Cost., 23 novembre 2021, n.218, in *Foro Amministrativo*, 2022, 4, II, 469).

<sup>41</sup> In questi sensi per tutti V. SPAGNOLO VIGORITA, *Principi Costituzionali sulla disciplina del credito*, in *Rassegna di diritto pubblico.*, 1962, 348. Orientata in questo senso anche la giurisprudenza della S.C. che in una nota pronuncia ha avuto modo di affermare: «L'esercizio dei pubblici poteri di disciplina, coordinamento e controllo nel settore del credito, di cui all'art. 47 cost., è coerente con gli interventi pubblici previsti dall'art. 41 cost. sull'attività economica affinché questa sia indirizzata e coordinata a fini sociali, analogamente a quanto avviene per altre attività economiche la cui natura privatistica è universalmente riconosciuta» (Cass., sez. un. pen., 23 maggio 1987, in *Foro It.*, 1987, II,481, con nota di G. GIACALONE, *Vecchio e nuovo nella qualificazione giuridica dell'attività bancaria*, in *Corriere giur.*, 1987, 1067; in *Banca borsa tit. di cred.*, 1987, II, 545; in *La Giustizia penale*, 1987, II, 609). La tesi che alle aziende bancarie potessero essere imposte, con atti amministrativi, scelte

Costituente avrebbe consentito la disciplina ed il controllo del credito anche attraverso il ricorso a strumenti diversi della legge. Attualmente, a seguito dell'avvento della legislazione comunitaria e dei connessi superiori principi della concorrenza, è intervenuta un'assimilazione definitiva tra l'imprenditorialità dell'attività bancaria e qualsiasi altra attività economica, sicché i principi-cardine della relativa disciplina non possono che desumersi necessariamente dall'art. 41 cost.<sup>42</sup> e quindi non solo dal primo comma della norma in questione, ma anche dal secondo e terzo comma.

Sotto diverso e non meno pregnante profilo nella misura in cui è la stessa Costituzione all'art. 47 cost. ad ascrivere tra i compiti della Repubblica quello, in particolare, di disciplinare, coordinare e controllare l'esercizio del credito, l'esercizio di quest'attività si differenzia da altre attività economiche la cui iniziativa è libera (art. 41, comma 1, cost.). I limiti posti alla normale fruttuosità del danaro ad esempio dagli artt. 1224-1283 -1815- 2855 c.c., 644 c.p., 117, 120 e 124 TUB , lungi dal rappresentare un anacronismo, o peggio, un'insanabile contraddizione del sistema delineato dall'art. 1282 c.c., sono, di contro, espressione di un interesse pubblico al normale e regolare esercizio del

---

aziendali capaci di realizzare una selezione nell'esercizio del credito coerente con gli obiettivi di politica economica espressi dal governo è legata alla configurazione dell'ordinamento creditizio come ordinamento sezionale la cui elaborazione si deve a M.S. GIANNINI, *Istituti di credito e servizi di interesse pubblico*, in *Moneta e Credito*, 1949., 105 ss. Di contro non è mancato chi ha individuato proprio nell'art. 47 cost. un *prius* rispetto all'art. 41 cost, ciò in quanto «disciplina uno dei fattori antecedenti e condizionanti il fenomeno regolato dall'art. 41» ed ha sostenuto che l'iniziativa economica e la disciplina ed il controllo della funzione creditizia sarebbero due fenomeni economici diversi e nettamente distinti (F. Merusi, *Rapporti economici*, in *Commentario della Costituzione*, a cura di Branca, III, artt. 45-47, Bologna - Roma, 1980, 183.)

<sup>42</sup> Così I. BORRELLO, *Il controllo del credito*, in *Trattato di diritto amministrativo Cassese (a cura di)*, Milano, 2001, 2810. Nel senso che quando le attività di cui all'art. 47 cost. comportino l'adozione di interventi incidenti sull'attività di impresa, tali interventi debbano essere adottati nel rispetto dei principi di cui all'art. 41 cost.: A. PREDIERI, *Pianificazione e costituzione*, Milano, 1963, 354; D. SORACE, *Il governo dell'economia*, in *Manuale di diritto pubblico*, a cura di G. Amato e A. Barbera, Bologna, II, Mulino, 1994, 925. Sul punto vedi anche C. Stato, sez. IV, 29 settembre 1969, n. 434, in *Foro It.*, 1969, III, 470; C. Stato, sez. VI, 7 dicembre 1988, n. 1314, in *Foro It.*, 1989, III, 22.

credito<sup>43</sup>, il tutto in una logica di rispetto dei precetti di cui all'art. 47 della Costituzione. Il che peraltro è perfettamente in linea con quell'orientamento della Corte costituzionale che considera esattamente «limitato» e «relativo» qualsiasi diritto individuale, anche di rango costituzionale<sup>44</sup>.

Per completezza di censura a tutto ciò deve aggiungersi come difetti in motivazione un doveroso tentativo di bilanciamento del principio di libertà di iniziativa economica, di cui l'art. 1322 c.c. è espressione, con quelli non meno pregnanti, di solidarietà sociale (art. 2 cost.) e eguaglianza sostanziale art. 3 cost.).

*7. Ammortamento alla francese e autonomia negoziale. Nullità della pattuizione ex art. 1322, comma 1 c.c.*

Quanto sopra precisato esclude, diversamente da quanto opini l'arbitro bancario, che il regolamento degli interessi in gioco possa essere affidato esclusivamente all'autonomia delle parti in forza della previsione di cui all'art. 1322 c.c. ed in particolare consenta all'intermediario l'assoluta libertà «di praticare le *pricing policies* che ritiene più opportune in ragione del contesto di mercato in cui opera»<sup>45</sup>.

Meritevole quindi di un critico approccio appare il pieno ed incondizionato riconoscimento di un diritto di cittadinanza nel nostro ordinamento alla clausola che prevede l'ammortamento alla francese, ritenuta di contro dal Collegio legittima espressione dell'«autonomia negoziale». Sul punto la motivazione addotta si appalesa insufficiente, limitandosi ad un mero richiamo all'art. 1322 c.c.<sup>46</sup> quale norma fondante l'autonomia negoziale, senza distinzione di comma.

Manca invero qualsivoglia indicazione di come ed in che termini una clausola che nell'ambito di un contratto di finanziamento con piano di

---

<sup>43</sup> Vedi in termini C. Cost., 23 marzo 1983, n. 73 in tema di aggio bancario in *Rivista Italiana di Diritto e Procedura Penale*, 1983, 1532; in *Rassegna Avvocatura dello Stato*, 1983, I, 269; in *Giur. it.* 1984, I, 1, 36; in *Banca borsa tit. cred.*, 1984, II, 1.

<sup>44</sup> Vedi per tutte la pur risalente ma sempre attuale pronuncia della C. Cost., 19 giugno 1958, n. 36, in *Giurisprudenza costituzionale*, 1958, 486 ss.

<sup>45</sup> Così la pronuncia del Collegio che si annota.

<sup>46</sup> Per il vero la pronuncia richiama, incorrendo in un chiaro *lapsus calami*, l'art. 1422 c.c. in luogo dell'art. 1322 c.c.

rimborso rateale preveda un piano di ammortamento alla francese superi sia la verifica, della rispondenza della conformazione del tipo, operata attraverso l'adozione della suddetta clausola, ai limiti imposti dalla legge, ai sensi dell'art. 1322, comma 1, c.c., «da intendersi come l'ordinamento giuridico nella sua complessità, comprensivo delle norme di rango costituzionale e sovranazionale»<sup>47</sup>, sia il controllo di meritevolezza, di cui all'art. 1322, comma 2, c.c.<sup>48</sup>.

Nella motivazione della decisione non si rinviene neppure quel non esaustivo richiamo alla previsione di cui all'art. 1282 c.c., attraverso il quale in altre pronunce dell'Arbitro si è ritenuto di superare la valutazione imposta appunto dall'art. 1322 c.c. Ciò in quanto, secondo dette pronunce «la norma dell'art. 1282 c.c. ammette la possibilità che gli interessi maturino su capitali non ancora esigibili, posto che prevede che il “titolo” o la “legge” possano derogare al “principio generale”»<sup>49</sup>.

Al riguardo, come è stato puntualmente rilevato, il fatto che una norma di legge ammetta la possibilità che le parti possano diversamente prevedere la regolamentazione dei loro rapporti in deroga alla prescrizione positivamente adottata, «non significa – non certo in modo automatico e diretto, perlomeno – che qualunque disciplina, che sia appunto diversa da quella scritta nella norma, vada bene senz'altro e in modo compiuto»<sup>50</sup>.

Cominciamo con il dire che una pattuizione di tal fatta non trovi giustificazione nella previsione di cui all'art. 1194 c.c., comma 2<sup>51</sup>.

---

<sup>47</sup> Così con riguardo clausola *claims made* Cass., sez. un., 24 settembre 2018, n.22437, in *Resp. civ. prev.*, 2019, 1, 163 (con nota di MIOTTO) ed in *Giur. Comm.*, 2019, 6, II, 1362.

<sup>48</sup> Per l'ammissibilità della valutazione di meritevolezza in relazione alla singola clausola v. R. FORNASARI, *La meritevolezza della clausola claims made*, in *Resp. civ. prev.*, 2017, 4, 1372-1389. In argomento i vedi anche tra gli altri; G.B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966, 252-253; SANFILIPPO, *Controlli di meritevolezza e Statuti di Società. Una tecnica in cerca di autonomia*, in [www.orizzontideldirittocommerciale.it](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it). La tesi è stata fatta propria dalle Sezioni unite in relazione alla clausola *claims made*: Cass., sez. un., 24 settembre 2018, n.22437.

<sup>49</sup> Collegio di Torino, n. 5149/2022; Collegio di Milano, n. 6906/2022; n. 6244/2022; n. 8487/2022; n. 7442/2022; n. 6650/2022.

<sup>50</sup> DOLMETTA, *A margine dell'ammortamento «alla francese»*, cit., 651.

<sup>51</sup> L'ABF, con motivazione non esauriente, di fronte all'evidenza del maggior costo del credito indotta dal metodo di ammortamento prescelto, lo giustifica ( e legittima) in ragione della diversa costruzione della rata, con prioritaria imputazione dei pagamenti periodici agli interessi, sostenendo, che ciò rappresenti la naturale

Detta norma presuppone, in stretta connessione con l'art. 1282 c.c., che, per procedere all'imputazione dei pagamenti in conto interessi e non già in conto capitale, siano simultaneamente liquidi ed esigibili tanto il credito per capitale quanto il credito accessorio per interessi<sup>52</sup>, della cui autonomia delle relative obbligazioni si è già detto.

Certo è che proprio in base all'art. 1282 c.c. gli interessi corrispettivi risultano dovuti «sul solo presupposto della liquidità e dell'esigibilità del credito»<sup>53</sup>. Al riguardo la possibilità di deroga prevista per il tramite dell'inciso «salvo che la legge o il titolo stabiliscano diversamente», trova giustificazione nella contrapposizione tra interessi corrispettivi, che ivi trovano disciplina e gli interessi moratori di cui all'art. 1224 c.c. Mentre per i primi, in quanto liquidi ed esigibili, non è necessario un atto di messa in mora, per i secondi tale atto è imposto dall'art. 1224 c.c. in ragione della loro illiquidità<sup>54</sup>. Ed è proprio in quest'ottica della

---

applicazione della regola fissata dall'art. 1194 c.c., secondo cui il debitore non può imputare il pagamento al capitale, anziché agli interessi e alle spese, senza il consenso del creditore ( tra le ABF, Collegio di Bari, n. 6280/20; ABF, Collegio di Napoli, n. 9749/2018 e n. 4082/2016; ABF, Collegio di Bologna, n. 15544/2017) .

<sup>52</sup> Afferma la S.C. (Cass., 26 maggio 2016, n.10941, in *Giustizia Civile – Massimario annotato della Cassazione*, 2016): «Il principio di cui all'art. 1194 c.c., secondo cui ogni pagamento deve essere imputato prima agli interessi e poi al capitale salvo un diverso accordo con il creditore, postula che il credito sia liquido ed esigibile, atteso che solo questo, per sua natura, produce interessi ex art. 1282 c.c.». In senso conforme Cass., 16 aprile 2003, n. 6022, in *Redazione Giuffrè*, 2019. In dottrina in termini generali sull'imputazione di pagamento v. tra gli altri C.M. BIANCA, *Imputazione del pagamento*, in *Enciclopedia giuridica italiana*, XVI, Roma, 1989, 1 ss.; DAMIANI, *Imputazione del pagamento*, in *Commentario del Codice Civile diretto da E. GABRIELLI, Delle obbligazioni. Artt. 1173-1217*, a cura di Cuffaro, Torino, 2012, 525 ss.

<sup>53</sup> Così FORNACIARI, *Obbligazioni pecuniarie, ritardo, mora del debitore e interessi*, in *Scritti offerti dagli allievi a Francesco Paolo Luiso per il suo settantesimo compleanno*, Torino, 2017, 207.

<sup>54</sup> In argomento efficacemente DOLMETTA, *A margine dell'ammortamento «alla francese»*, cit., 652. Sulla distinzione tra corrispettivi e moratori e sulla disciplina apprestata dall'art. 1282 c.c. e dall'art. 1224 c.c. v.: ASCARELLI, *Obbligazioni pecuniarie*, nel *Comm. c.c. Scialoja Branca*, Bologna – Roma, 1963, 565 ss., 575 ss.; INZITARI, *Delle obbligazioni pecuniarie*, nel *Comm. c.c. Scialoja Branca*, Bologna – Roma, 2011, 265 ss. Sulla distinzione in giurisprudenza Cass. sez. lav., 12 marzo 1981, n.1411, in *Giustizia Civile – Massimario annotato della Cassazione*, 1981, fasc. 3, secondo cui «Funzione primaria degli interessi è, nelle obbligazioni pecuniarie, quella corrispettiva, quale frutti civili della somma dovuta, e nei contratti di scambio, caratterizzati dalla contemporaneità delle reciproche prestazioni, quella compensativa

necessità o meno di un atto di messa in mora per la produzione d'interessi che «la norma dell'art. 1282 ammette la possibilità di un «diverso» dalla prescrizione che detta («salvo che la legge o il titolo stabiliscano diversamente»)»<sup>55</sup>.

Sul punto la giurisprudenza ha più volte ribadito che i requisiti di liquidità e di esigibilità del credito, necessari perché questo produca interessi ai sensi dell'art. 1282 c.c., possano sì essere esclusi, ma in forza di «circostanze e modalità di accertamento dell'obbligazione in ragione della natura pubblicistica del soggetto debitore»<sup>56</sup>, che non ricorre nel caso di specie. Con riguardo al mutuo proprio l'esistenza di un piano di rimborso esclude *in nuce*, in assenza di decadenza dal beneficio del termine, che possa parlarsi di esigibilità degli interessi (e del capitale). L'appostazione a valle del rimborso del capitale impedisce che lo stesso, benché liquido, possa ritenersi esigibile per espressa pattuizione delle parti.

*Electa* la via della postergazione del rimborso del capitale, *non datur recursum ad alteram* e cioè a quella dell'imputazione prioritaria a titolo di interessi in forza dell'art. 1194, comma 2 c.c. Operata, quindi, quella pattuizione relativa all'ammortamento ed alla composizione delle rate e divenuto in tal guisa inesigibile una certa parte di capitale, non può poi sostenersi *de plano* la legittimità del computo di interessi corrispettivi proprio su quella parte di capitale non suscettibile di esazione e per giunta in forza dell'art. 1194 comma 2 c.c. Ciò anche in ragione della circostanza che, una volta esclusa l'applicabilità dell'art. 1194 c.c. del credito non esigibile, torna applicabile la regola generale di cui all'art. 1193 c.c. In forza di detta previsione il «negozio di imputazione dei pagamenti» insito nella clausola che prevede un piano

---

del mancato godimento dei frutti della cosa, consegnata all'altra parte prima di riceverne la controprestazione; funzione secondaria degli interessi è quella risarcitoria, propria degli interessi di mora, i quali presupponendo l'accertamento del colpevole ritardo o la costituzione in mora "ex lege" del debitore, debbono essere espressamente demandati, indipendentemente dalla domanda di pagamento del capitale» (conf. Cass., 23 gennaio 2008, n.1377, in *Giustizia Civile – Massimario annotato della Cassazione*, 2008, 1, n. 75).

<sup>55</sup> DOLMETTA, *A margine dell'ammortamento «alla francese»*, 652.

<sup>56</sup> Da ultimo Cass., 26 febbraio 2018, n. 4515, in *Guida al diritto.*, 2018, 23, 60. In senso conforme: Cass., 23 febbraio 2000, n. 2071, in *Giustizia Civile – Massimario annotato della Cassazione*, 2000, n. 454; Cass., 9 novembre 2012, n.19452, in *Giustizia Civile – Massimario annotato della Cassazione*, 2012, 11, n. 1283.

di ammortamento alla francese<sup>57</sup> deve necessariamente confrontarsi con la regola generale che, invece, assegna in via esclusiva al debitore la facoltà di scelta in ordine al credito da estinguere con il suo pagamento.

Questa interpretazione dell'art. 1194 c.c. con riguardo al ricorrenza dei requisiti della liquidità ed esigibilità del credito richiama poi la «regola generale di formazione del debito di interessi» prevista dall'art. 821 comma 3 c.c., che, come è stato puntualmente rilevato «non fa alcun cenno di un'eventuale possibilità di diverse impostazioni degli interessi da parte dei privati»<sup>58</sup>.

Se è vero che il capitale risulta produttivo di interessi legali, che si acquistano "giorno per giorno" secondo il criterio di proporzionalità fissato dall'art. 821, comma 3 c.c., la regola appare perfettamente in linea con un computo degli interessi in forma semplice ed in progressione aritmetica sul capitale ricevuto in prestito per i giorni relativi al suo godimento. Conseguentemente il debito di interessi andrebbe conteggiato sulla quota di capitale scaduta (e goduta), e non già sul capitale residuo<sup>59</sup>.

Sul punto, parte della giurisprudenza<sup>60</sup>, di contro, ritiene che il piano di ammortamento alla francese non determini violazione della regola dell'interesse semplice, di cui all'art. 821 c.c., in quanto la regola codicistica prescrive la progressione giornaliera dell'accumulo dei frutti non che tale progressione sia aritmetica (interesse semplice) anziché geometrica (interesse composto). Sta di fatto, però che, qui non è tanto questione di scelta del regime di calcolo dell'interesse (semplice o composto), ma su quale quota di capitale, in ipotesi di rimborso graduale, l'interesse corrispettivo debba essere calcolato e liquidato o, se si preferisce, quale parte del capitale erogata possa produrre i frutti civili esigibili dal creditore.

La produzione, del frutto o interesse che sia, secondo l'art. 821 c.c. è in ragione del godimento del capitale e della sua durata.

---

<sup>57</sup> DOLMETTA, *A margine dell'ammortamento «alla francese»*, cit., 656 ss.

<sup>58</sup> DOLMETTA, *A margine dell'ammortamento «alla francese»*, cit., 656 ss.

<sup>59</sup> Pone in luce come la capitalizzazione composta determini una spirale ascendente di lievitazione degli interessi, in chiaro contrasto con il principio di proporzionalità di cui all'art. 821 c.c. Trib. Massa, 13 novembre 2018. Sul punto si rinvia alle argute osservazioni di COLANGELO, *Interesse semplice, interesse composto e ammortamento alla francese*, cit., 569 ss.

<sup>60</sup> Trib. Torino, 18 febbraio 2022.

Conseguentemente, per essere qualificato come «interesse corrispettivo», inteso come frutto civile<sup>61</sup>, deve essere rapportato al capitale goduto e scaduto sino a quella data e non a godersi e non ancora scaduto, anche perché del «*doman non c'è certezza*»<sup>62</sup>: basti pensare alla frequentissima decadenza del beneficio del termine di restituzione comminata dalle banche al mutuatario non in regola con il rimborso rateale ed al conseguente insorgere degli interessi di mora, ovvero all'estinzione anticipata richiesta dal mutuatario, come nel caso in commento.

L'idea che gli interessi corrispettivi costituiscano, nella definizione che può trarsi dal codice civile, un *posterius* rispetto al godimento del capitale da conteggiarsi in relazione all'adempimento dell'obbligazione (principale) di restituzione di quest'ultimo, trova poi ulteriore riscontro nell' art. 1185 c.c., nella misura in cui al secondo comma prevede per il debitore il diritto di ripetere nei limiti della perdita subita, ciò di cui il creditore si è arricchito per effetto del pagamento anticipato. Il che non potrebbe accadere se il codice avesse consentito il conteggio di detta tipologia di interessi su di una quota di capitale non ancora esigibile.

A ciò aggiungasi che nell'ambito delle regole che disciplinano il regime dell'adempimento, non va trascurata la rilevanza, con riguardo alla tematica in discussione, dell'art. 1195 c.c. che sancisce il divieto dell'imputazione sfavorevole al debitore connotata dal cd. effetto sorpresa. Condivisibilmente è stato rilevato come tale effetto ben può rivenire «da clausole predisposte in via unilaterale dall'impresa poi

---

<sup>61</sup> Critica sulla nozione di interesse come frutto civile M. SEMERARO, *Interessi monetari e frutti civili: osservazioni a margine di alcune fattispecie*, in *Giust. civ.*, 9, 2012, 411 ss. Afferma, di contro, Cass., 24 maggio 2021, n. 14166, in *Giustiziacivile.com*, 14.07.2021 con nota di M. MAGGIOLO, *Mutuo con ammortamento alla francese ed estensione della iscrizione ipotecaria agli interessi: la parola alla Cassazione*: «Secondo il principio espresso nell'art. 820 c.c., (comma 3), e nell'art. 821 c.c., (comma 3), infatti, gli interessi - quali frutti civili del capitale dato in "godimento" "si acquistano", e cioè maturano, "giorno per giorno, in ragione della durata del diritto"».

<sup>62</sup> È un verso della «Canzona di Bacco», composta da Lorenzo de' Medici, detto *il Magnifico*, in occasione del carnevale del 1490.

creditrice, in via di interpretazione estensiva del termine «quietanza»<sup>63</sup> anche a prescindere dal dolo del creditore. Questa evenienza pare ricorrere nel caso sottoposto al Collegio nella misura in cui il contratto di finanziamento predisposto dall'intermediario riporta solo «il TAN; l'importo complessivo degli interessi dovuti; l'importo della rata costante; il TAEG»<sup>64</sup>, senza alcuna specificazione di come nell'ambito della singola rata avvenga l'imputazione ad interessi o a capitale.

Inquadrata la fattispecie in detti termini non pare superare quella verifica, prevista dall'art. 1322 c.c., comma 1, in ordine alla «rispondenza della conformazione del tipo», operata a mezzo dell'inserimento delle clausole che inseriscono o richiamano un piano di ammortamento alla francese, «ai limiti imposti dalla legge, da intendersi come l'ordinamento giuridico nella sua complessità, comprensivo delle norme di rango costituzionale e sovranazionale»<sup>65</sup>. Come precisato dalla Suprema Corte, un'indagine di tal fatta deve riguardare la «causa concreta del contratto - sotto il profilo della liceità e dell'adeguatezza dell'assetto sinallagmatico rispetto agli specifici interessi perseguiti dalle parti -, ma non si arresta al momento della genesi del regolamento negoziale, investendo anche la fase precontrattuale ..... e quella dell'attuazione del rapporto...»<sup>66</sup>. Se non può essere revocato in dubbio che le parti possano determinare il "contenuto del contratto", ai sensi dell'art. 1322 c.c., comma 1, esse sono comunque tenute a farlo "nei limiti imposti dalla legge"<sup>67</sup>. A ciò consegue la nullità del patto di interessi (corrispettivi), in tal guisa concepiti per difetto di causa in concreto in quanto «non può essere consentito al creditore di pretendere il pagamento di interessi "in

---

<sup>63</sup> Così DOLMETTA, *A margine dell'ammortamento «alla francese»*, cit., 658. In argomento vedi anche DOLMETTA, *Trasparenza dei prodotti bancari. Regole*, Bologna, 2013, 180, nota 6.

<sup>64</sup> Così nella pronuncia Collegio di Coordinamento, che si commenta.

<sup>65</sup> In questi termini sia pur con riguardo alla problematica delle clausole *claim made* per tutte Cass., sez. un., 24 settembre 2018, n. 22437.

<sup>66</sup> Cass., sez. un., 24 settembre 2018, n.22437.

<sup>67</sup> V. in tema di fidejussioni a valle di intese dichiarate parzialmente nulle dall'Autorità garante: Cass., sez. un., 30 dicembre 2021, n. 41994, in *Foro It.*, 2022, 2, I, 499; in *Resp. civ prev.*, 2022, 3, 821.

corrispettivo” di un vantaggio della liquidità di cui il debitore non abbia ancora goduto»<sup>68</sup>.

Ciò, ovviamente, presuppone che al di fuori dello schema ricavabile dalla lettura congiunta degli artt. 821, 1185, 1193, 1194, 1195 e 1282 c.c. nei termini sopra esplicitati non sia possibile ipotizzare una nozione alternativa di interesse corrispettivo e di correlata imputazione di pagamento, e perciò stesso immediatamente esigibile, parametrata in relazione ad un capitale, il cui obbligo di restituzione non sia ancora scaduto. Tale conclusione, risulta avvalorata, come pure è stato precisato<sup>69</sup>, in particolare dall’art. 1185 comma 2 c.c., che consente, come in precedenza chiarito, la restituzione a seguito dell’ingiustificato arricchimento conseguito dal creditore in ipotesi di pagamento anticipato rispetto alla scadenza del termine dell’obbligazione.

#### 8. *Segue: Ammortamento alla francese. Immeritevolezza della pattuizione ex art. 1322, comma 2 c.c.*

Residua poi il non trascurabile profilo della meritevolezza<sup>70</sup> della pattuizione, di cui si è detto, ai sensi del secondo comma dell’art. 1322 c.c.

Una nozione alternativa di interesse corrispettivo e di correlata imputazione di pagamento, come quella in concreto fatta propria dal Collegio di coordinamento, non va esente, a parere di chi scrive, da una valutazione di immeritevolezza. Anche in questo caso, peraltro, alcuna motivazione di segno contrario si ravvisa nella decisione in commento. Il Collegio non si è proprio posto il problema.

---

<sup>68</sup> Così DE LUCA, *Mutuo alla francese: anatocismo, indeterminatezza od altro*, cit., 238.

<sup>69</sup> DE LUCA, *Mutuo alla francese: anatocismo, indeterminatezza od altro*, cit., 238.

<sup>70</sup> Come è noto le Corti di merito e la Corte di Cassazione ritengono praticabile il giudizio di meritevolezza, sia in relazione a contratti atipici, sia a singole clausole atipiche inserite in contratti tipici, al fine di controllare lo scambio realizzato tramite l’accordo, o gli effetti di tali clausole sullo schema tipico. Emblematiche sul punto sono le pronunce della S.C. in tema clausole "on claims made basis". Oltre alla pronuncia delle Sezioni unite, di cui alla precedente nota, si vedano: Cass., 13 maggio 2020, n.8894, Cass. 13 novembre 2019, n.29365 entrambe in *De jure*. In dottrina T. FURNASARI, *La meritevolezza della clausola claims made*, cit., 1372 ss., che opera un approfondito confronto tra le interpretazioni ed applicazioni del giudizio ex art. 1322, comma 2, c.c. relativo ad un intero contratto ed una singola clausola atipica.

Come è noto il giudizio di meritevolezza in questione non si esaurisce nella liceità del contratto, del suo oggetto o della sua causa, ma si estende alla valutazione del risultato con esso in concreto perseguito. In questi termini la giurisprudenza ha ravvisato l'immeritevolezza del risultato perseguito allorché sia contrario a principi di solidarietà, parità e non prevaricazione che il nostro ordinamento pone a fondamento dei rapporti privati<sup>71</sup>.

Non è qui la sede per affrontare *funditus* la tematica del giudizio di meritevolezza, basti in questa sede richiamare quanto a suo tempo affermato dalla Suprema Corte con riguardo ai contratti noti «atipici» “*My Way*” e “*4 You*”<sup>72</sup>. La S.C. ha chiarito nell’occasione come detto giudizio debba essere effettuato non secondo il parametro del proibito, quanto secondo quello dell’agiuridico, sicché un contratto che sia immeritevole risulta improduttivo di effetti *ab initio*. Lo stesso viene assimilato a quello di nullità in relazione agli obiettivi perseguiti, in quanto anche il giudizio ex art. 1322, comma 2, c.c. costituisce un controllo a tutela dell’interesse generale dell’ordinamento<sup>73</sup>. Nell’occasione, dopo aver riconosciuto al giudizio di meritevolezza ex art. 1322, comma 2, c.c. una precipua rilevanza ed un ruolo rispetto ai principi cardine del sistema, si è precisato come lo stesso attenga alla

---

<sup>71</sup> Afferma sul punto Cass., sez. un., 24 settembre 2018, n.22437, che lo scrutinio di meritevolezza, di cui al capoverso del citato art. 1322 c.c., guarda «alla complessità dell’ordinamento giuridico, da assumersi attraverso lo spettro delle norme costituzionali, in sinergia con quelle sovranazionali (nel loro porsi come vincolo cogente: art. 117 Cost., comma 1) e segnatamente delle Carte dei diritti, le quali norme non imprimono all’autonomia privata una specifica ed estraniante funzionalizzazione, bensì ne favoriscono l’esercizio, ma non già in conflitto con la dignità della persona e l’utilità sociale (artt. 2 e 41 Cost.), operando, dunque, in una prospettiva promozionale e di tutela».

<sup>72</sup> V. tra le altre: Cass., 10 novembre 2015, n. 22950, in *Società*, 2016, 725, con nota di M. COSTANZA, *For you for nothing o immeritevolezza*; Cass., 26 luglio 2016, n. 15409, in *De jure*. Con riguardo all’analogo caso dei contratti *4you*, v. Cass., 30 settembre 2015, n. 19559, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, 2, II, 137, con nota di A. TUCCI, *Meritevolezza degli interessi ed equilibrio contrattuale*; Cass., 26 maggio 2016, n. 10942, in *Guida al diritto*, 2016, 45, 75. Nello stesso senso: Cass., 3 gennaio 2017, n. 37; Cass., 19 luglio 2017, n. 17869, Cass., 27 ottobre 2017, n. 25630, tutte in *De jure*; Cass., 3 maggio 2017, n.10708, in *Riv. not.*, 2018, 5, II, 1062.

<sup>73</sup> Cass., sez. un., 12 dicembre 2014, n. 26242 e 26243, in *Nuova giur. civ.*, 2015, I, 299, con note di C. SCOGNAMIGLIO, RIZZO e PAGLIANTINI.

verifica della causa concreta dell'accordo<sup>74</sup> con conseguente necessità di una valutazione non con riguardo agli interessi che, in astratto, l'accordo miri a realizzare, ma con riferimento alla loro effettiva configurazione nel rapporto di scambio oggetto di pattuizione.

Sulla base di tali principi riesce difficile comprendere come ad un finanziamento con pattuizione di ammortamento alla francese nei termini sopra specificati possa riconoscersi meritevolezza di tutela.

Nel caso in questione, alla luce delle considerazioni in precedenza svolte abbiamo da un canto una chiara opacità informativa in ordine ad un metodo di calcolo nei confronti di chi non abbia bene a mente nozioni di matematica finanziaria, che non pare costituisca materia di studio nelle scuole dell'obbligo. D'altro canto, in sede di attuazione del rapporto, è pacifico che la banca, che percepisce anzitempo gli interessi su di un capitale il cui godimento altrui non è ancora scaduto, consegua una posizione di forza, idonea come è noto a precludere la portabilità del mutuo<sup>75</sup> o a sconsigliare sotto il profilo della convenienza la pur legittima voglia di una estinzione anticipata<sup>76</sup>, in ragione che nella maggior parte dei casi a residuare è solo buona parte del capitale, avendo già il debitore onorato gli interessi.

A ciò aggiungasi ai fini di una valutazione dell'equilibrio del rapporto che, da un canto all'anticipato pagamento degli interessi non corrisponde alcun risparmio per il mutuatario in quanto il monte interessi rimane invariato. D'altro canto l'impiego del regime composto riferito al capitale residuo, anticipando il pagamento degli interessi maturati, «realizza un significativo 'prolassamento' nel rimborso del capitale, dal quale l'intermediario finanziario trae ulteriori non trascurabili benefici sul piano del trattamento giuridico con riguardo

---

<sup>74</sup> Sterminata la dottrina sull'argomento v. tra gli altri GAZZONI, *Atipicità del contratto, giuridicità dei negozi e funzionalizzazione degli interessi*, in *Riv. dir. civ.*, 1978, I, 67 ss.

<sup>75</sup> La disciplina relativa è stata introdotta dal d.l. 31 gennaio 2007 n. 7 (convertito in legge 40/2007, la cosiddetta legge Bersani-bis).

<sup>76</sup> È prevista dall'art. 120 *ter* del D.lgs. 1 settembre 1993, n. 385. Per i consumatori v. art. 120 *quaterdecies* dello stesso decreto ( inserito dall'articolo 11-octies, comma 1, lettera a) del D.L. 25 maggio 2021, n. 73, convertito con modificazioni dalla ) ove è previsto: «Il consumatore può rimborsare anticipatamente in qualsiasi momento, in tutto o in parte, l'importo dovuto al finanziatore e ha diritto a una riduzione del costo totale del credito, in misura pari all'importo degli interessi e dei costi dovuti per la vita residua del contratto».

all'ipoteca ed alla prelazione del debito di interessi (art. 2855), alla prescrizione (art. 2948 c.c.), al privilegio (art. 2749) e alla cessione del credito (art. 1263 c.c.)»<sup>77</sup>.

Né di contro, come è stato puntualmente rilevato<sup>78</sup>, siffatti più che significativi vantaggi e rendite di posizione, trovano certo quanto adeguato bilanciamento nella previsione di una rata costante nel rimborso da parte del mutuatario. La ricorrenza di siffatto «beneficio» va valutata in concreto, avuto riguardo all'effettiva utilità riveniente al mutuatario dall'assoggettamento suo malgrado al suddetto piano di ammortamento. Questa valutazione, di cui peraltro non vi è traccia nella concreta fattispecie sottoposta all'esame del Collegio, presuppone un'analisi del merito creditizio del mutuatario, che tenga conto del meccanismo di formazione del suo reddito e lo ponga in relazione con il regolare adempimento del debito restitutorio<sup>79</sup>.

Non pare però, che il pur positivo esito di tale valutazione possa controbilanciare il patito quanto significativo ingrossamento del debito di restituzione e gli altri corposi vantaggi di cui si giova la banca. Si pensi ad esempio, tra gli altri, alla perdita di convenienza di un'estinzione anticipata di un debito, malgrado il principio del *favor debitoris*, tutte le volte in cui, giunto ad una fase avanzata del rimborso, il debitore dovrà constatare che sino a quella data ha rimborsato solo buona parte del debito di interessi e quindi non conviene più procedere al rimborso del capitale rimasto pressoché intonso. Il che conclama sotto ulteriore e diverso profilo un giudizio di immeritevolezza di un patto avente lo scopo di attribuire alla banca predisponente un vantaggio ingiusto e sproporzionato, senza adeguata contropartita per il mutuatario<sup>80</sup> nonché di porre quest'ultimo in una posizione di indeterminata soggezione rispetto all'altra<sup>81</sup>.

---

<sup>77</sup> Così puntualmente MARCELLI, *L'anatocismo nei finanziamenti con ammortamento graduale*, cit., 700 ss., in nt. 35, a cui è da aggiungere l'ipotesi della prelazione di interessi in caso di pegno ex art. 2788 c.c.

<sup>78</sup> DOLMETTA, *A margine dell'ammortamento «alla francese»*, cit., 660.

<sup>79</sup> DOLMETTA, *op. ult. cit.*, 660.

<sup>80</sup> Cass., 30 settembre 2015, n.19559, in *Banca borsa tit. cred.*, 2, 2016, 141 ss. con nt. di A TUCCI, *Meritevolezza degli interessi ed equilibrio contrattuale*; conf. Cass., 10 novembre 2015, n. 22950, in *De jure*.

<sup>81</sup> In argomento Cass., 19 febbraio 2000, n.1898, in *Giust. civ.*, 2001, I, 2481.

### 9. Ammortamento alla francese. Trasparenza e obblighi di informazione

Afferma il Collegio in conclusione del suo argomentare in ordine alla scelta dell'intermediario finanziario di proporre ( ed adottare) un piano di ammortamento alla francese: «Argomentando altrimenti si imporrebbe in capo all'intermediario un obbligo informativo tanto esteso ed approfondito che, oltre ad apparire largamente irrealistico, non sarebbe esigibile neppure in capo al contraente qualificato, non essendo in alcun modo previsto dalla legge, generale e speciale, né potendo essere desunto dal generale principio di buona fede in *contrahendo* di cui all'art. 1337 c.c.».

Il convincimento, che è ricorrente già in altre e precedenti pronunce dell'ABF<sup>82</sup> in materia, lascia ancora una volta perplessi. Il Collegio argomenta, nuovamente *a contrario*, desumendo dalla mancanza di una previsione espressa contenuta nell'art. 1337 c.c. che imponga all'intermediario tale obbligo informativo, l'assenza del medesimo. La tesi viene apoditticamente predicata in motivazione, del tutto ignorando la valenza dell'art. 1337 come clausola generale<sup>83</sup>. Puntuale è stata la critica della dottrina<sup>84</sup> con riguardo ad analoga affermazione contenute in altre pronunce dell'Arbitro: «se tale norma contemplasse in modo espresso un simile obbligo non sarebbe – all'evidenza – una clausola generale, ovvero, com'è di uso comune dire, un concetto giuridico

---

<sup>82</sup> Tra le altre: Collegio di Torino, n. 5149/2022; Collegio di Milano, n. 7312; n. 6906/2022.

<sup>83</sup> Sul punto la dottrina è sterminata. V. tra gli altri in termini generali: BESSONE, *Rapporto precontrattuale e doveri di correttezza*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1972, 962 ss.; BENATTI, *La responsabilità precontrattuale*, Milano, Giuffrè, 1963, 11; MERUZZI, *La trattativa maliziosa*, Padova, Cedam, 2002; D'AMICO, *Principi costituzionali e clausole generali: problemi (e limiti) nella loro applicazione in diritto privato (in particolare nei rapporti contrattuali)*, in *Principi e clausole generali nell'evoluzione dell'ordinamento giuridico*, Milano, 2017, 49 ss. Nello specifico: SALODINI, *Obblighi informativi degli intermediari finanziari e risarcimento del danno. La Cassazione e l'interpretazione evolutiva della responsabilità precontrattuale*, in *Giur. Comm.*, 2006, 626 ss. (in nt. a Cass., 29 settembre 2005, n.19024). La giurisprudenza di legittimità è poi costante nell'affermare la natura di clausola generale della previsione di cui all'art. 1337 c.c.: Cass., 29 settembre 2005, n.19024, *cit.* proprio in materia di intermediazione finanziaria; conf. *ex multis* Cass., 14 febbraio 2022, n. 4715, in *Guida al diritto.*, 2022, 12.

<sup>84</sup> DOLMETTA, *A margine dell'ammortamento «alla francese»*, *cit.*, 662.

indeterminato». Se l'obbligo di comportarsi secondo buona fede nelle trattative impone ai comuni mortali «il dovere di trattare in modo leale, astenendosi da comportamenti maliziosi o anche solo reticenti e fornendo a controparte ogni dato rilevante, conosciuto o anche solo conoscibile con l'ordinaria diligenza, ai fini della stipulazione del contratto»<sup>85</sup>, per quale ragione mai deve ritenersi lecito l'omettere di specificare come ed in che termini si giunga alla quantificazione dell'obbligazione di interessi in un contratto di finanziamento?

Né pare che la legittimità di tale omissione possa rinvenire fondamento, come pretenderebbe il Collegio, nella pronuncia in commento nell'assenza di una specifica previsione in tal senso nell'art. 124 TUB. Detta norma al primo comma riconosce testualmente il diritto a conseguire «le informazioni necessarie per consentire il confronto delle diverse offerte di credito sul mercato» nel chiaro intento di consentire una decisione informata e consapevole in merito alla conclusione del contratto o alla valutazione dell'offerta. Orbene come può il consumatore operare il confronto del costo del credito se non gli viene fornita compiuta modalità di calcolo degli interessi, che è cosa diversa dalla mera indicazione del TAN?

Il Collegio ha del tutto poi omissso di valutare che, in disparte la generale previsione di cui all'art. 1337 c.c., l'art. 127, comma 1 TUB individua un'ulteriore clausola generale con riguardo all'*agere* dell'impresa bancaria: la «trasparenza delle condizioni contrattuali» e la «correttezza dei rapporti con la clientela». Difficile è immaginare come possa essere «trasparente» l'espressione «ammortamento alla francese» e facile la sua comprensione per il cliente- consumatore, in assenza di esplicitazione alcuna da parte dell'intermediario predisponente il testo contrattuale, su cui pure incombono quei specifici dovere di trasparenza e correttezza<sup>86</sup>.

Non pare poi fuor di luogo rammentare in questa sede la peculiare rilevanza della Direttiva sul credito al consumo n. 2008/48/CE che prevede, tra le informazioni precontrattuali, all' art. 5, comma 1, lett. f, non solo il «tasso debitore» ma soprattutto «le condizioni che ne

---

<sup>85</sup> Così Cass., 29 settembre 2005, n.19024, *cit.*

<sup>86</sup> In questi termini v. anche DOLMETTA, *op. ult. cit.*, 662. Sulla clausola generale di «trasparenza bancaria», il rinvio è d'obbligo a DOLMETTA, *Disciplina di trasparenza e principio di trasparenza*, in *Arbitro bancario e finanziario*, dir. da Conte, Milano, 2021, 193 ss.

determinano l'applicazione». Dette previsioni sono poi ribadite, a scanso di equivoci, dalla stessa Direttiva in sede di disciplina delle «informazioni da inserire nei contratti di credito» di cui all'art. 10, comma 2, lett. f, di cui si è già detto.

Il Collegio, pur avendo preso contezza del richiamo in ricorso alla specifica disciplina<sup>87</sup> dettata dalla predetta Direttiva, non si preoccupa poi di tenerla in alcun cale, ciò malgrado ponga a fondamento della sua decisione in particolare le Disposizioni di Trasparenza della Banca d'Italia *pro tempore* vigenti, Sez. VII, par. 5.2.1, che pur riportano fedelmente la su citata lett. f degli artt. 5 e 10 dir. 2008/48/CE<sup>88</sup>.

Difficile quindi comprendere, ancora una volta, come possa il Collegio ritenere sufficiente la mera indicazione del tasso debitore, in assenza di qualsivoglia chiarimento, in sede precontrattuale prima e contrattuale poi in ordine alle «condizioni», che di quel tasso «ne disciplinano l'applicazione».

Né in soccorso può essere invocata, come pure fa il Collegio la pronuncia della Corte di Giustizia sentenza della Corte di Giustizia UE Home Credit Slovakia del 9.11.2016 (causa C42/15). È pur vero che secondo la Corte di Giustizia nella citata pronuncia - alla luce della citata direttiva non è prevista l'allegazione della «c.d. tabella di ammortamento, contenente il prospetto di ripartizione tra capitale e interessi di ciascun rimborso periodico» e che la sua assenza non comporta «indeterminatezza del contratto». È altrettanto vero che per la stessa Corte è comunque «necessario che tutti gli elementi di un contratto di credito ai consumatori siano riportati su uno o più supporti cartacei o comunque durevoli». Detta pronuncia si fonda poi sulla disamina del solo articolo 10, paragrafo 2, lettera h), della direttiva in parola che disciplina l'importo, il numero e la periodicità dei pagamenti che il consumatore deve effettuare e, eventualmente, l'ordine della distribuzione dei pagamenti ai vari saldi dovuti ai diversi tassi debitori ai fini del rimborso. Non ha nulla a che vedere con quanto previsto dell'art. 10, paragrafo 2, lett. f), di cui si è detto, che prevede appunto l'obbligatoria indicazione delle condizioni che disciplinano l'applicazione del tasso debitore in riproduzione in sede contrattuale

---

<sup>87</sup> P. 2 della decisione in commento.

<sup>88</sup> Lo rileva, QUARTA, *Trasparenza e determinatezza*, cit., 7. La suddetta disciplina viene riproposta al § 4.2.2.1 della Sez. VII delle Disposizioni di trasparenza oggi in vigore.

dell'analogia disposizione dell'art. 5, comma 2 lett., f) della stessa direttiva con riguardo appunto alla disciplina precontrattuale. Inserita l'affermazione contenuta nella citata pronuncia in detto contesto, risulta chiaro, che, una volta indicate dette condizioni in termini comprensibili per il consumatore in contratto, non è necessario allegare al contratto la tabella o il piano di ammortamento che dir si voglia. Il che, ovviamente, porta ad escludere però che la mera indicazione del TAN, se mai accompagnata dalla ( magica) espressione «ammortamento alla francese» o «rata costante», consenta di ritenere esplicitate nel corpo del testo contrattuale, poi, e in sede precontrattuale prima, le «condizioni di applicazione» del tasso debitore<sup>89</sup>.

---

<sup>89</sup> Afferma sul punto efficacemente QUARTA, *Trasparenza e determinatezza*, cit., 8 ss. «Una «clausola» di tal fatta (*i.e.* il piano di ammortamento) potrebbe ambire a vincolare entrambe le parti soltanto se costituente sviluppo univoco, su basi prettamente matematiche, delle fondamentali condizioni economiche già compiutamente evidenziate in contratto». Il che non pare ricorrere nel caso sottoposto all'esame del Collegio.



## Lo «*shadow banking system*» tra vecchi fenomeni e trend emergenti

**SOMMARIO:** 1. Premessa. – 2. Una panoramica generale sull’attuale perimetro dello «*shadow banking system*». – 3. Dalle ceneri della crisi finanziaria all’attuale quadro regolamentare del sistema bancario ombra: la fase evolutiva. – 3.1 L’emersione del fenomeno nel panorama europeo. – 4. La natura dello «*shadow banking system*» tra entità ed attività. – 4.1 L’individuazione dei soggetti attori dello «*shadow banking system*». – 4.2 La definizione delle attività riconducibili al sistema bancario ombra. – 5. Alcune riflessioni sugli schemi di regolazione del *FinTech* e sulle modalità di gestione di nuovi rischi sistemici: il *crowdfunding*. – 6. L’ipotesi di nuova era del sistema bancario ombra: brevi cenni sul c.d. «*shadow banking system 2.0*» e il ruolo della “finanza decentralizzata”.

### 1. Premessa

Può ormai considerarsi assodato che, a seguito dello scoppio della crisi globale finanziaria del 2007-2008, le istituzioni globali ed europee abbiano avviato un profondo processo di valutazione e di ripensamento degli schemi di regolazione del settore bancario e finanziario, con l’obiettivo di risolvere, o quantomeno attenuare, le carenze regolamentari fortemente poste in luce dallo scoppio della crisi stessa<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Per un primo, seppur sintetico inquadramento, sull’evoluzione della crisi finanziaria globale cfr. G. NAPOLITANO, *Il nuovo Stato salvatore: strumenti di intervento e assetti istituzionali (Emergency Economic Stabilization Act of 2008, 3 ottobre; decreto legge 9 ottobre 2008, n. 155; decreto legge 13 ottobre 2008, n. 157)*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2008, XI, 1083 ss.; G. DI GASPARE, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, Padova, 2011, 225 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Globalizzazione, crisi finanziaria e mercati: una realtà su cui riflettere*, in *Concorrenza e Mercato*, 2012, 867 ss. Per un approfondimento dettagliato sulle fasi evolutive del percorso di riforma del quadro regolamentare del sistema finanziario dopo il fallimento di *Lehman Brothers*, v. A. BROZZETTI, “Ending of too big to fail” *tra soft law e ordinamento bancario europeo. Dieci anni di riforme*, Bari, 2018, *passim*. In particolare l’A., dopo aver messo in rilievo “la mancanza di unitarietà, uniformità e la presenza di diversi regimi regolatori” che ha contraddistinto la disciplina del sistema finanziario prima dello scoppio del caso *Lehman Brothers*, si è a lungo soffermata sulle fasi successive allo scoppio della crisi, esaminando le principali tappe che hanno portato all’avviamento di un ampio programma di riforma delle regole della finanza.

Tale dato tuttavia non è l'unico che la crisi finanziaria ha messo in rilievo.

Il decennio successivo allo scoppio della crisi si è infatti caratterizzato per una costante perdita di fiducia da parte dei risparmiatori/investitori, conseguenza di una ormai conclamata diffidenza nei confronti del sistema bancario tradizionale<sup>2</sup>. Le cause di tale fenomeno appaiono certamente da ricercare nella crescente difficoltà di accesso al credito e nell'ormai noto *trend* che ha visto la compressione dei margini di interesse andando così a colpire i risparmi, sovente con tassi negativi, ma non solo<sup>3</sup>. Il forte timore da parte dei risparmiatori di vedersi coinvolti nei meccanismi di gestione e risoluzione delle crisi bancarie ha sempre più incrinato la fiducia che questi riponevano negli enti creditizi<sup>4</sup>.

In tale contesto, si è dunque assistito ad una migrazione verso organismi finanziari alternativi che, seppur presenti sul mercato, godono di forme di regolazione parcellizzate e comunque, di fatto, lontane dal sistema di vigilanza prudenziale che caratterizza il sistema bancario tradizionale, soprattutto a seguito dello scoppio della crisi<sup>5</sup>. La moltitudine, per certi aspetti poco uniforme, di tali entità finanziarie è

---

<sup>2</sup> Sul dibattito sulla fiducia dei risparmiatori e quindi sulla solidità percepita del sistema bancario italiano nel suo complesso si v. C. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche*<sup>2</sup>, Bologna, 2016, 102; EAD., *Nuove regole per la gestione delle crisi bancarie: risparmiatori vs contribuenti*, in *Analisi giur. econ.*, 2016, II, *passim*. Sul punto anche M. ONADO, *Alla ricerca della banca perduta*, Bologna, 2017, *passim*; E. MONTANARO, M. TONVERONACHI, *Vulnerabilità del sistema bancario italiano. Diagnosi e rimedi*, in *Moneta e credito*, 2017, LXX, 299 ss.

<sup>3</sup> *Ex multis* E. BRANCACCIO, *Draghi indica il futuro ma dribbla una domanda: chi pagherà questa crisi?*, articolo pubblicato sul *Il Sole 24 Ore, Econopoly* del 29 marzo 2020.

<sup>4</sup> È infatti ormai da considerarsi fatto noto che, al diffondersi delle prime informazioni circa la difficoltà di un ente creditizio di adempiere regolarmente le proprie obbligazioni, la risposta da parte dei depositanti sia la folle «corsa agli sportelli». Sul punto cfr. C. BRESCIA MORRA, *Nuove regole per la gestione delle crisi bancarie: risparmiatori vs contribuenti*, cit., 284; B. BORTOLOTTI, H. SONG SHIN, *Da Mary Poppins a Northern Rock. Spunti sulle corse agli sportelli moderne*, in *Merc. conc. reg.*, 2009, I, 79 ss.

<sup>5</sup> Sul tema della vigilanza bancaria si veda C. BRESCIA MORRA, *La nuova architettura della vigilanza bancaria in Europa*, in *Banca imp. soc.*, 2015, I, 73 ss., EAD., *Le forme della vigilanza*, in AA. VV., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, F. CAPRIGLIONE (a cura di), 2015, 175 ss.

stata nel tempo ricondotta ad insieme, utilizzando la suggestiva locuzione di «*shadow banking system*», individuando con essa qualsiasi forma di intermediazione creditizia che si svolge in un ambiente in cui gli *standard* regolamentari e/o di vigilanza sono più flessibili, rispetto a quelli applicati alle banche tradizionali. Al riguardo, appare quindi evidente come l'assenza, o quanto meno la riduzione, in suddetto sistema dei presidi posti a salvaguardia del modello tradizionale, abbia posto in luce alcune criticità, non soltanto in termini di stabilità del mercato finanziario, ma anche di corretta competitività tra i due modelli finanziari e in ultima analisi di tutela dell'investitore.

Se per un verso allo «*shadow banking system*» è stato nel tempo attribuito il pregio di rendere il settore dei servizi finanziari più diversificato e resiliente, fornendo ulteriori opportunità di accesso al credito da parte di imprese e privati; dall'altro, non ci si può esimere dal constatare che l'insorgere incondizionato di tale fenomeno potrebbe generare rischi “di tipo bancario”, che possono avere effetti sistemici, quali, ad esempio, una leva finanziaria eccessiva e/o una non corretta valutazione del rischio di credito<sup>6</sup>.

La stretta interconnessione tra sistema tradizionale e sistema bancario ombra, ha inoltre generato nel tempo un clima di forte timore circa la possibilità di contagi tra i diversi settori finanziari, timore peraltro rafforzato dalla stretta interdipendenza esistente tra i due modelli e dalla ormai conclamata vulnerabilità del sistema ombra.

È noto che le banche ombra siano più vulnerabili alla c.d. “corsa al ritiro” degli investimenti. Esse, infatti, a causa dell'assenza di presidi regolamentari analoghi a quelli posti a salvaguardia del sistema bancario tradizionale, risultano maggiormente esposte alle situazioni in cui un numero imponente di investitori ritirino, contestualmente ed improvvisamente, il loro sostegno finanziario e ciò, peraltro, in assenza

---

<sup>6</sup> Cfr. D. R. MUÑOZ, *Shadow Banking: The Blind Spot in Banking and Capital Markets Reform*, in *ECFR*, 2016, XIII, 157 ss. Un recente articolo sull'*Economist* dal titolo “*Beware the bossy state*”, del gennaio 2022, ha messo in rilievo il nuovo ruolo che gli Stati hanno scelto di svolgere all'interno dell'economia mondiale. Sulla natura e sul ruolo attribuito ai rischi connessi ai nuovi prodotti finanziari sempre più “*compositi ed opachi*” nel corso della crisi del 2008-2009, oltre che sulla necessità di un “*rafforzamento della supervisione e della regolazione sulle «shadow banking activities»*” cfr. A. BROZZETTI, “Ending of too big to fail” *tra soft law e ordinamento bancario europeo. Dieci anni di riforme*, cit., 25-26.

di quelle garanzie tipiche poste a salvaguardia del sistema bancario tradizionale. Si pensi alla tutela offerta ai depositanti mediante il meccanismo di assicurazione dei depositi ed ancora alla possibilità di accedere al credito di ultima istanza presso la banca centrale.

In definitiva, gli operatori che operano nel c.d. “sistema bancario ombra” sono stati qualificati come soggetti maggiormente esposti sia al “rischio di credito” che al “rischio di liquidità” e ciò in ragione dell’esperienza maturata durante la crisi del 2007-2008, nel corso della quale è stato possibile verificare l’inadeguatezza della valutazione del merito creditizio da parte di tali operatori finanziari e l’insorgere di problemi legati alla liquidità e derivanti dal fatto che lo «*shadow banking system*» operi con un’elevata leva finanziaria e quindi il capitale di cui dispone a fronte dei prestiti effettuati è molto basso.

In tale contesto, appare quindi preliminare una ricognizione sull’attuale perimetro di riferimento dello «*shadow banking system*»<sup>7</sup>,

---

<sup>7</sup> Il fenomeno dello *shadow banking system* trova un primo riconoscimento nella letteratura straniera. Tra i molti si invita alla letteratura di Z. POZSAR, M. SINGH, *The Non-Bank-Bank Nexus and the Shadow Banking*, IMF Working Paper 11/289, 2011, reperibile al link <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/The-Nonbank-Bank-Nexus-and-the-Shadow-Banking-System-25421>; P. MEHLING, Z. POZSAR, J. SWEENEY, D. H. NEILSON, *Bagehot Was a Shadow Banker: Shadow banking, Central banking, and the Future of Global Finance*, 2013, reperibile al link <https://ssrn.com/abstract=2232016>; E. BENGTSSON, *Shadow banking and financial stability: European money market funds in the global financial crisis*, in *Journal of International Money and Finance*, 2013, XXXII, 579; T. ADRIAN, A. B. ASHCRAFT, *Shadow Banking: a Review of the literature*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports n. 580, 2012, reperibile al link [https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff\\_reports/sr580.pdf](https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr580.pdf); L. E. KRODES, *What Is Shadow Banking?*, in *International Monetary Fund's Finance & Development section*, 2013, reperibile al link <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2013/06/pdf/basics.pdf>; L. ERRICO, A. HARUTYUNYAN, E. LOUKOIANOVA, R. WALTON, Y. KORNIYENKO, G. AMIŽIĆ, H. ABUSHANAB, H. SHIN, *Mapping the Shadow Banking System Through a Global Flow of Funds Analysis*, IMF Working Paper n. 10, 2014, reperibile al link <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1410.pdf>; D. M. PRATES, M. FARHI, *The shadow banking system and the new phase of the money manager capitalism*, in *Journal of Post Keynesian Economics*, 2015, XXXVII, 568. Più recentemente il fenomeno è stato indagato anche dalla nostra dottrina. Fra i contributi più autorevoli sul tema si richiama R. RAZZANTE, *Shadow banking*, in *Gnosis*, 2014, III, 56; V. LEMMA, *The Shadow Banking System: Creating Transparency in the Financial Markets*, Palgrave MacMillan, 2015; P. DE GIOIA CARABELLESE, *Le*

posto che lo stesso include al suo interno fattispecie variegata e ampiamente diversificate<sup>8</sup>.

## 2. Una panoramica generale sull'attuale perimetro dello «shadow banking system»

Per una corretta definizione delle categorie di soggetti coinvolti, appaiono certamente di supporto le linee guida sui limiti di esposizione verso soggetti del sistema bancario ombra adottate dall'*European Banking Authority* nel 2015 e, più recentemente, il *Draft* pubblicato nel maggio 2022, relativo alla determinazione dei criteri circa gli standard tecnici per identificare i soggetti operanti nel sistema bancario ombra. In entrambi i documenti, come avremo modo di approfondire meglio

---

*cartolarizzazioni fra nuova regolamentazione UE e attività bancaria opaca*, in *Studi sull' integrazione europea*, 2019, II, 339 ss.

<sup>8</sup> Come viene ricordato nel contributo di F. ANNUNZIATA, *Il fondo di private equity tra discipline europee e specificità italiane*, in *Analisi giur. econ.*, 2021, I-II, 207 «L'espressione «fondo di private equity» non appartiene al linguaggio del legislatore (né di quello eurounitario, né di quello nazionale), ma a quello dei mercati. Si tratta, in vero, di una formula da tempo radicata nella prassi, a sua volta articolata in ulteriori varianti (ad es. fondi di venture capital, fondi di private debt, le quali riflettono la crescente specializzazione di un settore in forte evoluzione. Tuttavia, quelle formule non trovano alcuna diretta, specifica base definitoria nel quadro legislativo dell'Unione, o in quello dell'ordinamento italiano.....Ciò non significa certo che il fenomeno sia sconosciuto al legislatore, giacché, in via di fatto, i fondi che il mercato e la prassi chiamano di private equity ricadono nell'ambito della disciplina della gestione collettiva del risparmio e delle relative tassonomie, in particolare, di quelle riconducibili al ceppo degli organismi di tipo «chiuso»». Per una ricostruzione più generale del fenomeno v. D. J. CUMMING, S. A. JOHAN, *Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective*, 2nd Edition, Elsevier, 2013; S. BRESLOW, P. SCHWARTZ, *Private Equity Funds: Formation and Operation*, 2nd Edition, in *Practising Law Institute*, 2017; L. ARDIZZONE, *L'esercizio dell'attività di impresa nel private equity*, Milano, 2018; S. CASELLI, G. NEGRI, *Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals*, 3rd Edition, Academic Press, 2021; A. GERVASONI, F. SATTIN, *Private equity e venture capital – Manuale di investimento nel capitale di rischio*, Milano, 2020; R. IPPOLITO, *Private Capital Investing: The Handbook of Private Debt and Private Equity*, John Wiley & Sons Inc, 2019; R. BOOGAARD, J. MULLMAIER, *AIFMD and Private Equity*, in *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, D. ZETZSCHE (a cura di), Kluwer Law International, 3rd Edition, 2020. In particolare, sul ruolo dei derivati nella crisi finanziaria si v. A. NIGRO, *Crisi finanziaria, banche e derivati*, in *Dir. banc. fin.*, 2009, I, 13 ss.

nel corso della trattazione, l'EBA individua per sottrazione il perimetro del settore *shadow*, specificando che tra le categorie di «*entities*» escluse dalla nozione di «*shadow banking system*» rientrano quelle assoggettate a un quadro prudenziale adeguato e sufficientemente solido. Tale indicazione, se pur di portata ampia ed astratta, consente al legislatore di modulare l'individuazione dei soggetti coinvolti anche sulla base dell'evoluzione regolamentare di tali fenomeni finanziari, tenendo altresì conto dei possibili punti di contatto tra lo «*shadow banking system*» e l'insorgere di nuovi segmenti del sistema finanziario, quali ad esempio i *digital lenders/marketplace* e gli *stablecoin*.

Appare dunque da subito evidente come la continua evoluzione dei sistemi finanziari, per lo più oggi riconducibile al segmento del *FinTech*<sup>9</sup> e a quello della Finanza Decentralizzata (DeFi), renda in generale complesso, seppur necessario, il costante monitoraggio del sistema bancario ombra<sup>10</sup> al fine di identificarne i possibili elementi di rischio e gli eventuali punti di contaminazione con il sistema bancario tradizionale, così da consentire all'interprete di ridelineare “ruolo e peso” da attribuire alle banche tradizionali<sup>11</sup>.

Al riguardo, appare opportuno evidenziare come nel passato la crescita del ruolo del sistema bancario ombra sia dipesa anche, ma non esclusivamente, dalla volontà, maturata internamente ai modelli tradizionali, di trasferire parte delle proprie attività soggette a vincoli regolamentari estremamente stringenti verso il settore ombra. Tale impostazione traeva origine dal fatto che in tale settore le maglie della regolazione apparivano più fluide, consentendo, in una certa misura, anche ai modelli più tradizionali di restare al passo con la continua

---

<sup>9</sup> Per la definizione di *FinTech* si richiama il paragrafo 5.

<sup>10</sup> Si ricorda che dall'autunno del 2011 il FSB ha ribadito la necessità di una raccolta dei dati del sistema ombra. Cfr. *Financial Stability Board Report to G20 Leaders on progress in implementing financial regulatory reforms*, 4 November 2021; *Financial Reforms – Update on Progress, The Chairman To G20 Finance Ministers and Central Bank Governors*, 4 April 2014; *Transforming Shadow Banking into Resilient Market-based Finance: An Overview of Progress*, 12 November 2015. Per una disamina più approfondita dei Report del FSB v. A. BROZZETTI, “Ending of too big to fail” *tra soft law e ordinamento bancario europeo. Dieci anni di riforme*, cit. 54-55, in particolare v. nota 83.

<sup>11</sup> Sulle possibili ripercussioni del *FinTech* sulla disciplina dei mercati finanziari cfr. A. BROZZETTI, “Ending of too big to fail” *tra soft law e ordinamento bancario europeo. Dieci anni di riforme*, cit., 20-67-71.

innovazione tecnologica tipica del settore finanziario, senza il peso di vincoli normativi sempre più severi<sup>12</sup>.

Pertanto, appare evidente che l'attività delle entità ombra presenta pregi e difetti. Da un lato, si connota per la sua portata apparentemente destabilizzante del sistema finanziario; dall'altro, a causa dei minori costi normativi, potrebbe qualificarsi come una forma di intermediazione finanziaria intrinsecamente più efficiente, generando così una forma di competizione "positiva" con il sistema tradizionale, se correttamente regolata e monitorata.

Per tali ragioni, parrebbe opportuno tentare di giungere ad una possibile coesistenza dei due modelli finanziari sulla base di un assetto regolamentare equivalente, nel tentativo di definire, da un lato, un ecosistema finanziario diversificato e, dall'altro, un sistema di regole e presidi più uniforme che garantisca una maggior tutela della stabilità e degli investitori<sup>13</sup>.

Per raggiungere tale obiettivo, appare certamente utile partire dall'attuale assetto regolamentare definito per il sistema bancario tradizionale, cercando, per un verso, di ridurre gli aspetti maggiormente burocratici che impattano negativamente sulle banche tradizionali e che mal si coniugano con modelli finanziari più innovati, provando, al contempo, ad applicare alcuni dei presidi regolamentari tipici delle banche tradizionali al sistema bancario ombra. Con riferimento, ad esempio, al tema delle riserve di capitale imposte ai prestatori tradizionali, si potrebbe pensare di applicare, in una qualche misura,

---

<sup>12</sup> Per un confronto tra sistema bancario tradizionale e sistema bancario ombra v. nota 6.

<sup>13</sup> Le ragioni alla base di tali interrogativi sono principalmente da ricercare nella diffusione nel mondo finanziario dello «*shadow banking system*»; lo stesso è infatti cresciuto esponenzialmente, fino a diventare un valido concorrente per il sistema creditizio tradizionale non solo per quanto attiene l'intermediazione del credito alle famiglie, ma anche in quella del credito alle transazioni commerciali e degli investimenti. Al riguardo molto più diffusamente V. LEMMA, *Banking e shadow banking al tempo del covid-19: riflessioni nella prospettiva del market in Crypto-assets (MiCA)*, in questa *Rivista.*, 2020, IV, 854, dove afferma che «... appare evidente che l'emergenza sanitaria è un fattore di accelerazione del processo di regressione del sistema bancario costatato dall'inizio degli anni duemila». Sul rapporto tra sistema bancario tradizionale e ombra cfr. A. MIGLIONICO, *Innovazione tecnologica e digitalizzazione dei rapporti finanziari*, in *Contr. Impr.*, 2019, IV, 1376 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Considerazioni a margine del volume il tramonto della banca universale?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2018, I, 1 ss.

presidi analoghi anche per le entità non bancarie ombra. Appare necessaria inoltre una profonda spinta armonizzatrice, in termini di regolazione, del *FinTech*, senza dimenticare la necessità di una più severa regolamentazione del mondo della finanza decentralizzata.

La presente indagine avrà quindi l'obiettivo di cercare definire cosa si intenda oggi con «*shadow banking system*», quali siano i modelli finanziari attualmente in esso inclusi e quali siano le nuove linee di confine dello stesso.

Una riflessione a parte riguarderà poi i profili evolutivi di tale sistema, con particolare riferimento al settore del *FinTech* e a quello della finanza decentralizzata, nel tentativo di individuare possibili nuovi spunti di riflessione che possano condurre ad una maggiore spinta armonizzatrice fra i due modelli finanziari.

### *3. Dalle ceneri della crisi finanziaria all'attuale quadro regolamentare del sistema bancario ombra: la prima fase evolutiva*

Come anticipato, i confini del sistema bancario ombra si sono ampliati notevolmente negli ultimi decenni ed in particolare in concomitanza degli eventi generatori della grande crisi finanziaria del 2007 e della conseguente crisi del debito sovrano europeo del 2009<sup>14</sup>. È solo dopo lo scoppio della bolla speculativa dell'epoca che le istituzioni finanziarie mondiali hanno iniziato a soffermarsi su tale fenomeno, arrivando ad individuare nello stesso una delle principali cause della fragilità del sistema finanziario<sup>15</sup>.

L'esistenza di attività non regolamentate, ma di natura pseudo-bancaria, non poté al tempo certamente essere considerata una novità

---

<sup>14</sup> Per una acuta analisi dei tratti salienti della crisi bancaria si v. in particolare A. NIGRO, *Il nuovo ordinamento bancario e finanziario europeo: aspetti generali*, in *Giur. comm.*, 2018, II, 183. L'Autore sottolinea come «*la crisi — che è iniziata come crisi bancaria, si è evoluta in crisi economica ed è “debordata” in crisi dei debiti sovrani — si è rivelata sempre più nitidamente il frutto di un autentico e generalizzato fallimento*».

<sup>15</sup> Per una disamina più approfondita sulle origini storiche dello *shadow banking* si rinvia a C. BARBAGALLO, *Lo shadow banking e la regolamentazione italiana*, intervento al NIFA – *New International Finance Association World Finance Forum 2015*, 2015, 2 ss., reperibile al link <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2015/Barbagallo-050315.pdf>.

senza precedenti nella storia, tuttavia fu solo allora che l'attenzione dei regolatori si soffermò su tale fenomeno, portando quest'ultimi ad interrogarsi sui rischi connessi all'esercizio di tali attività, oltre che su tutte le questioni attinenti le interconnessioni con il sistema tradizionale in termini di stabilità del sistema economico.

Ed è proprio in quel periodo che prende vita l'espressione «*shadow banking system*», quando, per la prima volta, viene utilizzata dall'economista Paul McCulley, durante un suo intervento al simposio annuale della *Federal Reserve*, nel corso del quale lo stesso fece emergere un dato a suo tempo ritenuto allarmante, ovvero la frammentazione del processo di intermediazione creditizia<sup>16</sup>.

Come osservato da McCulley, in quegli anni si era infatti assistito all'ascesa di nuove forme di intermediazione basate su organismi, modelli e schemi negoziali alternativi rispetto a quelli tradizionali che – a differenza di quest'ultimi – si caratterizzavano prevalentemente per il ricorso ad un'elevata leva finanziaria, per la presenza di opacità informativa all'interno dei modelli di intermediazione, per la totale assenza di garanzie dirette e indirette, oltre che per la presenza di asimmetrie informative, tali da generare una serie di rischi di portata sistemica.

Nel tentativo di ricondurre tali modelli ad un unico sistema, già a quel tempo, emerse un dato comune alle diverse forme di *shadow banking*, ossia il maggior grado di rischiosità rispetto a quanto registrato nell'operatività dei tradizionali modelli creditizi. Questo dato era generato prevalentemente dal fatto che tali operatori, raccogliendo risorse economiche dal mercato, incorrevano nel rischio di una potenziale carenza di liquidità, che poteva indurli a vendere forzosamente, e a prezzi ridotti, le attività in portafoglio o a chiedere supporto a entità “*sponsor*”, ossia a rifinanziarsi presso il sistema

---

<sup>16</sup> P. MCCULLEY, *Teton Reflections*, *Global Central Bank Focus*, *Federal Reserve of Kansas City, Jackson Hole Economic Symposium*, August/September 2007, il quale più precisamente descrisse il sistema bancario ombra affermando che «*unlike regulated real banks, who fund themselves with insured deposits, backstopped by access to the Fed's discount window, unregulated shadow banks fund themselves with un-insured commercial paper, which may or may not be backstopped by liquidity lines from real banks. Thus, the shadow banking system is particularly vulnerable to runs – commercial paper investors refusing to re-up when their paper matures, leaving the shadow banks with a liquidity crisis – a need to tap their back-up lines of credit with real banks and/or to liquidate assets at fire sale prices*».

bancario tradizionale. In sostanza, l'interdipendenza tra i due sistemi, seppur non determinata da rapporti di "finanziamento diretto" alle «*shadow entities*» da parte delle banche tradizionali, risultava comunque particolarmente forte in ragione del fatto che alcune di queste risultavano "sponsor" delle prime. Inoltre, l'assenza di garanzia quali, ad esempio, la possibilità di accedere a nuova liquidità attraverso il sistema delle banche centrali, unitamente all'impossibilità di ricorrere al sistema di assicurazione dei depositi, rischiava di generare forti problemi di stabilità del sistema "shadow".

Nonostante, le autorità avessero iniziato a identificare i rischi dello *shadow banking* fin dai suoi primordi, la definizione ufficiale del fenomeno in esame fu formulata solo qualche anno dopo, quando tra il 2010 e il 2011 il *Financial Stability Board (FSB)* giunse ad affermare che con la locuzione «*shadow banking system*» doveva intendersi «*credit intermediation involving entities and activities outside the regular banking system*». In tale sede, il *FSB* non si limitò soltanto a proclamare l'esistenza del sistema bancario ombra, ma iniziò a configurare le principali caratteristiche dello stesso e le conseguenti criticità di tali modelli.<sup>17 18</sup>.

---

<sup>17</sup> FSB, *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation. Recommendations of the Financial Stability Board*, Basel, October 2011, reperibile al link [https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r\\_111027a.pdf](https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_111027a.pdf).

<sup>18</sup> A nostro avviso la nozione di *shadow banking* che maggiormente evidenzia i tratti qualificanti del sistema è stata fornita un anno prima, nel 2010, dalla Federal Reserve, secondo la quale «*shadow banks sono quegli intermediari finanziari che eseguono la trasformazione delle scadenze, del credito e della liquidità, senza però avere accesso, in caso di necessità, alle disponibilità delle banche centrali o alle garanzie pubbliche riguardanti il settore del credito*». Cfr. FED, *Shadow Banking, Staff report* n. 450, 2010, 6. Tuttavia, per una ricostruzione sistematica del fenomeno si rinvia a L. GRILLET-AUBERT, G.B. HAQUIN, C. JACKSON, N. KILLEEN, C. WEISTROFFER, *Assessing shadow banking – nonbank financial intermediation in Europe*, *European Systemic Risk Board Occasional Paper* n. 10, 2016, 3; T. ADRIAN, *Financial Stability Policies for Shadow Banking*, *Federal Reserve Bank of New York, Staff Report* n. 664, 2014, 7; N. CETORELLI, *Hybrid Intermediaries*, *Federal Reserve Bank of New York, Staff Report* n. 705, 2014, 1; T. ADRIAN, A.B. ASHCRAFT, N. CETORELLI, *Shadow Banking Monitoring*, *Federal Reserve Bank of New York, Staff Report* n. 638, 2013, 2; E. PEROTTI, *The root of shadow banking*, *CEPR Policy Insight* n. 69, 2013, 2. Più in generale F. DI PERNA, *Lo shadow banking system e il ruolo dei fondi di credito nell'intermediazione creditizia la "zona d'ombra" della vigilanza prudenziale*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2016, I, 36 ss.; S. CLAESSENS, L. RATNOVSKI, *What Is Shadow Banking?*, *International Monetary Fund Working Paper* n. 25, 2014,

Molti rischi erano quelli che si erano apertamente manifestati nel 2007, quando negli Stati Uniti si erano resi necessari i salvataggi di alcuni fondi o ancora nel momento antecedente lo scoppio della bolla dei mutui *subprime*. La crisi finanziaria dell'epoca venne infatti identificata con la crisi dello «*shadow banking system*» e la risposta fu l'introduzione di una regolazione più stringente dell'intero sistema finanziario, così da scongiurare il verificarsi di nuove bolle e garantire una maggiore trasparenza sui mercati finanziari<sup>19</sup>.

Nel luglio 2010 negli Stati Uniti fu emanata la legge federale *Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* volta a regolamentare fermamente il sistema finanziario americano<sup>20</sup>.

Contestualmente, data la propagazione della crisi finanziaria ormai in tutto il mondo, i vertici del G20 incaricarono il FSB di definire delle linee guida con l'obiettivo di incrementare la vigilanza e di introdurre una cogente regolamentazione sul fenomeno dello «*shadow banking system*». Nell'ottobre del 2011, il FSB presentò un report dal titolo «*Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation. Recommendations of the Financial Stability Board*»<sup>21</sup>. In tale documento, il FSB, oltre a presentare i primi risultati sullo «*shadow banking system*», formulava un primo tentativo di intervento sul fenomeno a livello globale, prevedendo l'istituzione di una «*Task*

---

4; T. ADRIAN, A.B. ASHCRAFT, *Shadow Banking: a Review of the literature*, cit., 2012, 10; Z. POZSAR, T. ADRIAN, A.B. ASHCRAFT, H. BOESKY, *Shadow Banking, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report* n. 458, 2010, 4.

<sup>19</sup> Al riguardo si ricorda che sia negli Stati Uniti che in Europa il fenomeno dello *shadow banking* ha trovato la sua massima espansione nel periodo antecedente la crisi finanziaria e ciò grazie al fatto che tale fenomeno combinava insieme due modelli altamente speculativi quali i finanziamenti a breve termine da un lato e le cartolarizzazioni altamente speculative. Con l'avvento della fase di crescita dei mutui *sub-prime* negli Stati Uniti, il sistema bancario ombra subì una prima battuta d'arresto in termini di finanziamenti. Sul punto cfr. L. ERRICO, A. HARUTYUNYAN, E. LOUKOIANOVA, R. WALTON, Y. KORNIYENKO, G. AMIĐŽIC, H. ABUSHANAB, H. SHIN, *Mapping the Shadow Banking System Through a Global Flow of Funds Analysis*, cit., 23.

<sup>20</sup> S. SCHWARTZ, *Regulating Shadow Banking*, in *Review of Banking and Financial Law*, 2012, XXXI, 619, reperibile al link <https://www.bu.edu/rbfl/files/2013/09/RegulatingShadowBanking.pdf>.

<sup>21</sup> Le relazioni sul monitoraggio dello «*shadow banking system*», disponibili sul sito internet del *Financial Stability Board* a partire dal 2011, dimostrano come l'ampiezza del fenomeno abbia assunto nel corso di un decennio assoluto rilievo.

*Force*» che avrebbe avuto tra i suoi compiti quello di circoscrivere i rischi effettivi scaturenti e contestualmente definire il livello di regolamentazione opportuna al fine di scongiurare il verificarsi di un nuovo rischio sistemico, oltre che monitorare la portata del fenomeno<sup>22</sup>.

L'anno successivo, il FSB presentò il secondo rapporto annuale sul monitoraggio del sistema ombra «*A Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*» e «*A Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos*», a cui ne è seguito uno l'anno. In tale sede, il FSB ebbe cura di precisare che l'obiettivo prioritario della regolazione del fenomeno non doveva essere l'eliminazione di tale sistema quanto, piuttosto, l'uniformità regolamentare dello stesso rispetto all'intero sistema finanziario. Lo «*shadow banking system*» doveva quindi essere considerato come una valida alternativa per il futuro rispetto al sistema tradizionale, soprattutto in quanto lo stesso si caratterizzava per un basso costo di accesso al credito. In virtù di ciò, la finalità della regolazione del fenomeno doveva dunque condurre, mediante un'operazione costante di monitoraggio e tassonomia dei modelli *shadow*, all'identificazione degli eventuali rischi di vulnerabilità del sistema ed alla gestione degli stessi, con l'obiettivo di scongiurare possibili effetti di contagio tra i sistemi e garantire la stabilità dell'intero sistema bancario e finanziario<sup>23</sup>.

### 3.1 *L'emersione del fenomeno nel panorama europeo*

Come un battito d'ali di farfalla che lentamente si trasforma in uno tsunami, anche al di là dell'oceano, l'Unione Europea si vide costretta ad intervenire prontamente, affrontando con fermezza il fenomeno in

---

<sup>22</sup> La *task force FSB* ha adottato un approccio a doppio binario, stabilendo che le autorità, in virtù dell'ampia definizione suggerita: «*a system of credit intermediation that involves entities and activities outside the regular banking system*», avrebbero dovuto individuare un ambito più specifico che mettesse in evidenza il concetto di «*[...] systemic risk concerns, in particular by maturity/liquidity transformation, leverage and flawed credit risk transfer, and/or ii) regulatory arbitrage concern*». Cfr. FSB, *Shadow Banking: Scoping the Issues. A Background Note of the Financial Stability Board*, 12 April 2011, 3 reperibile al link [http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r\\_110412a.pdf](http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_110412a.pdf).

<sup>23</sup> Il FSB utilizza tre “aggregati” per misurare il “peso” dello «*shadow banking system*».

esame, nel tentativo di scongiurare gli effetti della crisi economica e di tutelare la stabilità del sistema bancario europeo<sup>24</sup>. La crisi finanziaria si era infatti propagata rapidamente dagli Stati Uniti in Europa, travolgendo tutte quelle operazioni e attività c.d. *shadow* che si erano sviluppate al di fuori del perimetro di regolazione prudenziale delle banche tradizionali. Dalle ceneri della crisi era infatti emersa, anche nei mercati europei, l'insufficienza della regolazione del sistema bancario ombra e l'inadeguatezza della sola vigilanza sulle entità.

Da subito apparì chiara la necessità che la vigilanza sull'entità dovesse essere accompagnata da un controllo che avesse ad oggetto anche le attività potenzialmente in grado di generare rischi di tipo bancario. Tale controllo, soprattutto nel caso di attività c.d. *shadow*, doveva riguardare una maggiore trasparenza nelle operazioni.

Nel marzo 2012 la Commissione Europea pubblicò il Libro verde «*Sistema bancario ombra*» in cui venivano analizzati i possibili rischi del sistema bancario ombra nell'Unione Europea e le modalità operative con cui questi ultimi potessero essere contrastati dal punto di vista normativo<sup>25</sup>. Partendo dall'evidenza che, seppur non esaustiva, l'UE disponeva già di una regolazione volta a garantire un'adeguata vigilanza del sistema finanziario, il Libro Verde constatava l'inefficienza regolamentare del settore *shadow*, proponendo quindi di intervenire sul fenomeno mediante una duplice attività di regolazione: i) indiretta, volta a scongiurare i possibili rischi sistemici derivanti dalle interconnessioni esistenti tra il sistema bancario ombra e quello tradizionale, ii) diretta, promuovendo una regolazione specifica per le entità e le attività dello «*shadow banking system*» qualificate come maggiormente rischiose.

---

<sup>24</sup> Secondo gli ultimi dati relativi al 2021: «*total assets of EU (euro area) investment funds and OFIs amounted to €42.6 trillion (€40.4 trillion) at the end of 2021, compared with €39.0 trillion (€37.0 trillion) at the end of 2020*». Cfr. ESRB, *EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2022, NBFIMonitor* n. 7, 2022, 12; M. BODELLINI, W.P. DE GROEN, C. RUSSO, R. LASTRA, T. AKHVLEDIANI, B. CASU, *The evolving key risks in the banking sector, and related priorities for the SRB, In-depth Analysis - Requested by the ECON committee*, 2022, 10, reperibile al link [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2022/733732/IPOL\\_IDA\(2022\)733732\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2022/733732/IPOL_IDA(2022)733732_EN.pdf).

<sup>25</sup> Cfr. Libro Verde della Commissione Europea del 19 marzo 2012 intitolato «*Sistema bancario ombra*» (COM(2012) 102), reperibile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012DC0102&from=DE>.

Le iniziative normative successive seguirono la via tracciata dalla Commissione Europea con il Libro verde. In primo luogo, il legislatore europeo ha definito una serie di misure volte al rafforzamento del sistema bancario tradizionale (c.d. misure indirette) quali, ad esempio, quelle volte al consolidamento dei requisiti patrimoniali delle banche<sup>26</sup>.

La disciplina europea è andata inoltre ad incidere direttamente sulla regolazione delle entità e delle attività dello «*shadow banking system*» (c.d. regolazione diretta)<sup>27</sup>. In particolare, il legislatore europeo con la Direttiva 2011/61/EC (*AIFMD*)<sup>28</sup> è intervenuta su uno dei settori di maggior rilievo del sistema bancario ombra, ossia quello dei fondi di investimento alternativi, dettando regole più stringenti volte a prevedere il monitoraggio del rischio di liquidità e l'applicazione di un sistema di gestione della liquidità. In virtù dei nuovi metodi di calcolo della leva finanziaria e dei nuovi obblighi di informazione prescritti dalla direttiva, si è reso più agevole il controllo da parte delle autorità competenti delle attività quali le operazioni pronti contro termine o i prestiti di titoli.

---

<sup>26</sup> Si pensi al pacchetto che disciplina i requisiti di capitale delle banche in recepimento delle direttive di Basilea III che comprende, da ultimo, l'adozione della direttiva europea CRD V (2019/878) e il regolamento CRR II (575/2013). Attraverso l'adozione di tali provvedimenti il *framework* di Basilea III è stato esteso, con alcuni adattamenti, anche agli intermediari finanziari non bancari, così da arginare alcuni dei rischi tipici dello «*shadow banking system*». Per un approfondimento sul punto v. A. BROZZETTI, *La legislazione bancaria europea. Le revisioni del 2019-2020*, Milano, 2022, *passim*.

<sup>27</sup> Per quanto concerne invece la disciplina italiana in tema di *shadow banking*, la stessa si è sempre caratterizzata per la sua ampia flessibilità, concedendo una maggiore facilità nell'identificazione di nuove forme di rischi. Il perimetro della vigilanza prudenziale, essendo molto ampio, comprende anche le istituzioni non bancarie. Per un approfondimento sul caso italiano si rinvia a L. BRUNI, *Banking and Financial Reregulation Towards 1992: The Italian Case*, in *Dermine Jean, European Banking in the 1990s*, Cambridge MA, Wiley-Blackwell, 1993, 241 ss. e a C. GOLLA, M. BURRONI, F. COLUMBA, A. ILARI, G. NUZZO, O. PANZARINO, *Shadow banking out of the shadows: non-bank intermediation and the Italian regulatory framework*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, *Occasional Paper* n. 372, 2017, 30.

<sup>28</sup> Dir. (UE) 2011/61 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.

Per quanto concerne invece i fondi comuni monetari e gli ETF, gli stessi sono stati ricompresi nella disciplina sugli organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM). Peraltro, nel 2017, è stato pubblicato il regolamento (UE) 2017/1131 sui fondi comuni monetari che integrando le vigenti norme europee - in particolare la direttiva 2009/65/CE in materia di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) e la direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi comuni di investimento alternativi (FIA) - ha introdotto norme comuni volte a garantire un aumento della liquidità dei fondi comuni monetari necessaria a far fronte a richieste di riscatto improvvise, con l'obiettivo di migliorare il livello di protezione degli investitori e di previsione dei rischi di instabilità all'interno del mercato del finanziamento a breve termine (con vita residua non superiore a 2 anni) <sup>29</sup>.

Infine, viene approvato il Regolamento (UE) 2015/2365 <sup>30</sup> sui *securities financing transactions*, avente quale obiettivo prioritario l'individuazione dei rischi derivanti da tali operazioni al fine di prevenire il propagarsi di rischi sistemici.

In linea con gli interventi normativi passati in rassegna, nel 2016, l'EBA ha pubblicato le linee guida «*Limiti delle esposizioni verso soggetti del sistema bancario ombra che svolgono attività bancarie al di fuori di un quadro regolamentato di cui all'articolo 395, paragrafo 2, del regolamento (UE) n. 575/2013*» <sup>31</sup>. Le Linee Guida, in vigore dal

---

<sup>29</sup> Con riferimento ai fondi del mercato monetario (FMM), questi svolgono un ruolo importante nel sistema bancario ombra e nel mercato dei pronti contro termine. Per un approfondimento cfr. C. GOLA, M. BURRONI, F. COLUMBA, A. ILARI, G. NUZZO, O. PANZARINO, *Shadow banking out of the shadows: non-bank intermediation and the Italian regulatory framework*, cit., 51. V. anche: M. CIAN, *I FIA: osservazioni e interrogativi dal punto di vista del quadro di mercato e delle imprese finanziate*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, I, 293 ss.; F. ANNUNZIATA, *OICR di "private equity" e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile?*, in *Banca imp. soc.*, 2018, II, 207 ss.

<sup>30</sup> Reg. (EU) 2015/2365 del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 23 dicembre 2015 del 25 novembre 2015, *sulla trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli e del riutilizzo e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012*. Cfr. C. GOLA, M. BURRONI, F. COLUMBA, A. ILARI, G. NUZZO, O. PANZARINO, *Shadow banking out of the shadows: non-bank intermediation and the Italian regulatory framework*, cit., 51.

<sup>31</sup> EBA, *Limiti delle esposizioni verso soggetti del sistema bancario ombra che svolgono attività bancarie al di fuori di un quadro regolamentato di cui all'articolo*

1° gennaio 2017, dettano la metodologia che gli enti dovrebbero utilizzare nell’ambito dei propri processi interni e delle politiche aziendali al fine di affrontare e gestire il rischio di concentrazione derivante da esposizioni verso soggetti del sistema bancario ombra. In particolare, il documento precisa i criteri per fissare l’opportuno limite aggregato delle esposizioni verso soggetti del sistema bancario ombra che svolgono attività bancaria al di fuori di un quadro regolamentato, identificando altresì i limiti individuali delle esposizioni verso tali soggetti.

Da ultimo, nel maggio 2022, l’EBA ha pubblicato il «*Draft Regulatory Technical Standards on criteria for the identification of shadow banking entities under Article 394(4) of Regulation (EU) No 575/2013*». L’obiettivo principale perseguito dai «*Regulatory Technical Standards*» è quello di definire dei criteri univoci di identificazione delle entità bancarie ombra, prevedendo altresì la definizione delle attività e dei servizi finanziari interessati ed individuando i criteri per escludere che entità stabilite in paesi terzi possano di per sé essere ricondotte alla categoria degli enti bancari ombra.

#### 4. *La natura dello «shadow banking system» tra entità ed attività*

L’approccio allo studio del fenomeno dello «*shadow banking system*» non può prescindere dall’approfondimento circa l’esatto perimetro dei confini dello stesso, nel tentativo di individuare correttamente quali siano i soggetti, i servizi e le attività riconducibili alla nozione di sistema bancario ombra, così da scongiurare il perseguimento di falsi miti.

Anche se gli studi sul fenomeno hanno nel tempo evidenziato una varietà di possibili modelli in termini di approccio alla corretta identificazione del sistema bancario ombra<sup>32</sup>, l’impostazione ormai da

---

395, paragrafo 2, del regolamento (UE) n. 575/2013, EBA/GL/2015/20, 03 giugno 2016.

<sup>32</sup> La letteratura economica ha evidenziato come il sistema bancario ombra possa essere studiato e suddiviso secondo diversi criteri. Adrian ed altri, ad esempio, suddividono il fenomeno in tre macrocategorie: il sub-sistema dello *shadow banking* delle *government-sponsored enterprise*, il sub-sistema “interno” dello *shadow banking* e il sub-sistema “esterno” dello *shadow banking*. La Commissione europea,

tempo seguita a livello europeo, sia in sede di monitoraggio da parte dell'*European Systemic Risk Board* (ESRB) che in sede più prettamente regolatoria dall'*European Banking Authority* (EBA), appare quella di identificare, da un lato, le tipologie di entità riconducibili allo stesso e dall'altro, le diverse attività poste in essere da quest'ultime.

Tuttavia, se apparentemente il modello di indagine utilizzato a livello europeo è il medesimo, i risultati in termini definitivi a cui pervengono l'ESRB e l'EBA non appaiono sempre del tutto coincidenti. Infatti, come più volte evidenziato dall'EBA, anche se il modello d'indagine utilizzato in sede di monitoraggio delle «*EU Non-bank Financial Intermediation*» da parte dell'ESRB è quello applicato dall'EBA nelle linee guida del 2015, al contempo, il modello dell'ESRB include nel settore ombra una più ampia gamma di entità, senza tener in alcun modo conto degli assetti regolamentari già esistenti che mitigano i rischi ascrivibili al sistema bancario ombra. Si pensi, ad esempio, alla disciplina dei derivati OTC, disciplinati dal Regolamento EMIR, ed ancora agli *Alternative Funds*, regolamentati dalla Direttiva AIFM, al c.d. *Securitisation Framework* che disciplina le cartolarizzazioni STS, alla regolamentazione dei *Money Market Funds* e da ultimo al pacchetto di misure sulla trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli, posti in essere con il solo scopo di mitigare i rischi connessi con il sistema bancario ombra<sup>33</sup>.

La medesima critica mossa al modello applicato dall'ESRB, in termini di ampiezza definitoria del perimetro dello «*shadow banking system*», sembra applicarsi anche dal *Financial Stability Board* (FSB)<sup>34</sup>.

---

invece, nel Libro Verde, ritiene che il sistema bancario ombra si basi su due pilastri: il primo si riferisce alle entità non bancarie che effettuano operazioni tradizionalmente riservate alle banche; il secondo si riferisce alle operazioni che possono svolgere le funzioni di investimento e finanziamento.

<sup>33</sup> L'ESRB effettua il monitoraggio dei «*Non-bank Financial Intermediation*» sulla base di una ricognizione per entità ed attività. Con riferimento alla mappatura delle entità, l'ESRB include tra lo «*shadow banking system*: i) *gli investment funds*, ossia i *money market funds* (MMFs), i *bond funds*, i *mixed funds*, gli *equity funds*, gli *hedge funds*, i *real estate funds*, gli *ETFs*, i *private equity funds* e i *private debt funds*; ii) altre istituzioni finanziarie quali le *financial vehicle corporations* (FVCs), gli *special purpose entities* (SPEs), i *security and derivative dealers* (SDDs) e le *financial corporations engaged in lending* (FCL)».

<sup>34</sup> Preme in questa sede sottolineare che, sebbene il monitoraggio effettuato dall'ESRB può apparire simile a quello dell'FSB, in quanto entrambi di basano sul

Si ricorda, infatti, che per il FSB sono da considerarsi in primo luogo «*Non-bank Financial Intermediation*» tutte le entità finanziarie non bancarie, ossia tutte le istituzioni finanziarie che non sono banche centrali, banche o istituzioni finanziarie pubbliche<sup>35</sup>. Per ovviare in parte a tale criticità, nel 2015, il FSB ha modificato parzialmente il proprio modello, individuando -attraverso una nuova metodologia per la valutazione di entità e attività finanziarie non bancarie c.d. «*narrow measure*» - all'interno della categoria generale, un sottoinsieme di entità che svolgono attività di intermediazione creditizia e che possono generare rischi di stabilità finanziaria simili a quelli delle banche e/o generare arbitraggio regolamentare. Atale sottocategoria si giunge mediante l'applicazione di cinque funzioni economiche, come di seguito indicate: «*i) management of collective investment vehicles with features that make them susceptible to runs; ii) loan provision that is dependent on short-term funding, e.g.; iii) intermediation of market activities that is dependent on short-term funding or on secured funding of client assets; iv) facilitation of credit creation; v) securitisation-based credit intermediation*»<sup>36</sup>.

Questo nuovo approccio ha portato a una significativa riduzione, rispetto agli anni precedenti, delle entità che il *Monitoring Universe* del FSB considera come «*Non-bank Financial Intermediation*». Ciò nonostante, ad avviso dell'EBA, la tassonomia fornita dal FSB risulta, a tutt'oggi, ancora costituita da una stima superiore e piuttosto prudente

---

modello entità/attività, tuttavia, gli stessi in realtà differiscono. Mentre l'FSB definisce le attività mediante un criterio "aperto", l'ESRB segue un approccio più semplice, raccogliendo dati su una serie chiusa di attività predefinite svolta da entità operanti al di fuori del perimetro della regolamentazione.

<sup>35</sup> Nel 2011, il FSB ha definito lo «*shadow banking system*» come «*credit intermediation that involves entities and activities (fully or partly) outside the regular banking system*» cfr. FSB, *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation, Recommendations of the Financial Stability Board*, 2011, 3, reperibile al link [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_111027a.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111027a.pdf).

<sup>36</sup> Dall'applicazione delle cinque funzioni, il FSB ha determinato che: La f. e. 1 è la più ampia, inglobando più della metà degli assets dello «*shadow banking system*». La f. e. 2 include società finanziarie, società di leasing, società di factoring e altri tipi di società di credito al consumo. La f. e. 3 rappresenta l'8,2% del sistema bancario ombra (\$4,2miliardi). La f. e. 4 rappresenta entità che forniscono garanzie e protezione contro i rischi del mercato del credito. Infine, la f. e. 5 è costituita da tutte le entità che sono coinvolte nell'attività di intermediazione creditizia basata sul processo di cartolarizzazione.

del numero e del valore economico effettivo delle attività bancarie ombra<sup>37</sup>. Tale critica, peraltro estendibile anche al monitoraggio svolto dall'ESRB, si basa sul presupposto che l'art. 394(4)(b) del CRR<sup>38</sup>, nel definire i criteri di identificazione delle entità ombra, ha precisato che «*i soggetti cui si applicano requisiti di solvibilità o di liquidità analoghi a quelli imposti dal presente regolamento e dalla direttiva 2013/36/UE sono integralmente o parzialmente esclusi dagli obblighi di segnalazione di cui al paragrafo 2 relativi ai soggetti del sistema bancario ombra*», escludendo pertanto, in una certa misura, tutte quelle entità che, se pur non assoggettate alla regolamentazione tipica del sistema bancario tradizionale, sono soggette comunque a vincoli di mitigazione dei rischi tali da determinarne l'equiparazione al sistema tradizionale e la conseguente esclusione dal sistema bancario ombra. Tale impostazione dipende dal fatto che in molti Paesi europei esistono regole che impongono anche a intermediari finanziari non bancari volte a tutelare gli investitori e a salvaguardare la stabilità dell'intero sistema finanziario. In conseguenza, seppur ritenuti utili in termini di classificazione, i *Monitoring* dell'ESRB e del FSB non possono essere utilizzati in maniera diretta per la costruzione della vigilanza prudenziale per le entità *shadow*, se si tiene conto che l'Unione Europea già detta regole in tema di solvibilità e liquidità per entità non ascrivibili direttamente al settore bancario tradizionale.

In ragione di ciò, l'EBA, nel tentativo di definire i criteri per identificare le entità *shadow*, ha preliminarmente chiarito che – in applicazione di quanto previsto dall'art. 394(4)(b) del CRR e in linea con la definizione di «*soggetti del sistema bancario ombra*» e di

---

<sup>37</sup> Al riguardo si segnala che l'EBA nel *Draft* pubblicato a maggio del 2022, ha valutato come non soddisfacente l'adeguamento posto in essere dall'FSB e la costituzione di una nuova sottocategoria, in ragione del fatto che, vengono considerate attività “*shadow*”, anche quelle che sono state assoggettate a regolazione, senza tener conto dei riscontrati effetti mitigatori del rischio. Al riguardo cfr. N. DOYLE, L. HERMANS, P. MOLITOR, C. WEISTROFFER, *Shadow banking in the euro area: risks and vulnerabilities in the investment fund sector*, *European Banking Authority, Occasional Paper Series* n. 174, 2016, 8, reperibile al link <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbop174.en.pdf>.

<sup>38</sup> Cfr. Reg. (UE) 2013/575 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, reperibile al link <http://data.europa.eu/eli/reg/2013/575/2021-09-30>.

«*imprese escluse*» di cui alle linee guida EBA del 2015 – possono essere considerate entità bancarie ombra esclusivamente quelle che svolgono attività bancarie al di fuori di un quadro prudenziale adeguato, limitando, così, sensibilmente l’ambito di applicazione delle entità *shadow*.

#### 4.1 *L’individuazione dei soggetti attori dello «shadow banking system»*

Ai fini di una corretta definizione delle «*shadow entities*», il *Draft* dell’EBA sui criteri per l’identificazione dello «*shadow banking system*», individua, all’art. 1, i “*Criteria for identifying entities*”, dettando ai primi due paragrafi le ipotesi di esclusione di tutte quelle entità che risultano assoggettate a un regime di regolazione equivalente a quello previsto in ambito bancario. In virtù di ciò, le entità che svolgono attività o servizi bancari non possono essere identificate come entità bancarie ombra a condizione che siano autorizzati e vigilati da un’ autorità di vigilanza che applichi la regolamentazione e la vigilanza bancaria sulla base almeno dei principi fondamentali di Basilea, ovvero siano soggette a un regime regolamentare riconosciuto come equivalente a quello applicato nell’Unione europea per tali entità<sup>39</sup>.

Al paragrafo 3 il *Draft* identifica genericamente come possibili entità del sistema bancario ombra «*Any undertaking established in the Union or in a third country that offers banking services or performs banking activities as set out in Article 2 and that is not excluded according to paragraphs 1 or 2 of this Article or according to Article 3 [...]*», prevedendo altresì, in deroga allo stesso, l’esclusione dal sistema bancario ombra di «*an undertaking [...] where it is included in the supervision on a consolidated basis of an institution as defined in Article 3 (1), point 3 of Directive 2013/36/EU*».

---

<sup>39</sup> Sul tema della vigilanza equivalente si v. A. PERRAZZELLI, *What to regulate? How to regulate? Who should regulate?*, intervento al Webinar organizzato dall’Associazione Europea per il Diritto Bancario e Finanziario, 20 novembre 2020, 2, reperibile al link [Perrazzelli-webinar-AEDBF-20112020.pdf](#). L’Autrice riconosce che l’Italia gode di una buona regolazione degli intermediari non bancari, precisando altresì che l’approccio seguito nel nostro Paese, basato su un principio di vigilanza tendenzialmente equivalente (“convergente”), appare unico nel contesto internazionale.

Esaminando più nello specifico alcune categorie di entità che nel tempo hanno catturato l'attenzione dei regolatori e sollevato questioni circa la loro vicinanza al settore *shadow*, l'EBA, nel *Draft* in commento, ha definitivamente chiarito la sua posizione rispetto a tali soggetti, sottolineando come, gli stessi, essendo sottoposti ad un regime di vigilanza prudenziale di natura equivalente a quello previsto in materia bancaria, non debbano essere incluse nel sistema *shadow*. Si pensi, ad esempio, agli OICVM, i quali risultano attualmente disciplinati dalla direttiva 2009/65/CE e pertanto, come esplicitato nel *Draft*, esclusi dalle entità bancarie ombra ad eccezione della sola ipotesi dei *Money Market Funds* e ciò in ragione delle criticità emerse in tale settore nel corso della pandemia (cfr. Art. 1, par. 5). Al riguardo, si richiama il documento di consultazione dell'*European Securities and Markets Authority* <sup>40</sup>, pubblicato nel 2021, nel quale si evince il forte stress a cui sono stati sottoposti i *Money Market Funds* nel marzo del 2020. Per tali ragioni, è stata ritenuta opportuna una revisione di tale settore così da renderlo più resiliente alle condizioni di stress del mercato senza la necessità di un sostegno (implicito) da parte delle banche centrali, nel tentativo di ridurre il loro contributo in termini di instabilità del sistema finanziario <sup>41</sup>. Pertanto, nelle more di tale procedimento di revisione, l'EBA ha ritenuto opportuno continuare a considerare tali fondi parte integrante del sistema bancario ombra.

Con riferimento invece ai fondi comuni di investimento alternativi (FIA), questi devono essere considerati enti *shadow* ogni qualvolta si verifichi una delle seguenti condizioni: «(a) *the alternative investment fund is a money market fund falling under Regulation (EU) 2017/1131; or (b) the alternative investment fund employs leverage on a substantial basis as set out in Article 111(1) of Commission Delegated Regulation (EU) 231/2013; or (c) the alternative investment fund is not prohibited*

---

<sup>40</sup> *Consultation Report, EU Money Market Fund Regulation – legislative review, 26 March 2021 | ESMA34-49-309*, reperibile al link [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-49-309\\_cp\\_mmf\\_reform.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-49-309_cp_mmf_reform.pdf)

<sup>41</sup> In particolare, l'ESMA ha sottolineato come «*the COVID-19 crisis has been challenging for MMFs. A number of EU MMFs faced significant liquidity issues during the period of acute stress in March 2020 with large redemptions from investors on the liability side, and a severe deterioration of liquidity of money market instruments on the asset side*», ritenendo necessaria una revisione dell'impianto regolatorio.

*from originating loans in the ordinary course of its business or from purchasing third-party lending exposures for its own account on the basis of its rules or instruments of incorporation».*<sup>42</sup> Tale previsione è dovuta al fatto che, seppur i FIA risultano in generale regolati dalla direttiva 2011/61/UE, sussistono al loro interno categorie di FIA a cui, ad esempio, è concesso concedere prestiti, svolgendo di fatto un'attività di natura tipicamente bancaria, ma al di fuori del perimetro regolamentare del sistema bancario tradizionale. Ciò, pertanto, ha generato in capo a tali soggetti un elevato grado di rischio, incrementato, da un lato, dall'assenza dei classici presidi previsti dal CRR e dalla CRD e, dall'altro, dalla mancanza di una regolamentazione prudenziale equivalente volta ad attenuare le criticità che tali attività possono generare sul mercato in termini di rischi di natura sistemica.

Diversamente, le controparti centrali (CCP), in ragione della natura di tali entità e della portata limitata dei rischi connessi allo svolgimento di servizi e attività di investimento da parte delle stesse, sono state escluse dall'ambito di applicazione del sistema ombra<sup>43</sup>. Tuttavia, si sottolinea che, nell'ipotesi in cui le stesse risultino stabilite in un paese terzo e svolgano servizi e/o attività bancarie, le controparti centrali dovrebbero essere trattate come entità *shadow*, salvo l'ipotesi in cui le stesse effettuino esclusivamente operazioni di compensazione in un regime equivalente a quello previsto dal regolamento (UE) n. 648/2012 (EMIR).

Per quanto concerne i *security and derivative dealers (SDDs)*, questi comunemente vengono inseriti nella tassonomia dello «*shadow banking system*», in quanto sono fortemente interconnessi con altre entità finanziarie. Tuttavia, posto che ad oggi un elevato numero di SDDs risulta inglobato in gruppi bancari e pertanto assoggettato a requisiti prudenziali e di segnalazione, appare ormai superato il tema della possibile inclusione nello «*shadow banking system*». Per quanto concerne, invece, gli SDDs rimasti autonomi, questi, rientrando ormai

---

<sup>42</sup> Cfr. Art. 1, par. 6 del *Final Report on draft RTS on criteria for the identification of shadow banking entities* dell'EBA.

<sup>43</sup> Con riferimento alle pericolosità insite nelle CCP ed alla necessità di una regolazione europea in linea con gli standard internazionali si v. A. BROZZETTI, "Ending of too big to fail" *tra soft law e ordinamento bancario europeo. Dieci anni di riforme*, cit., 72-76-209.

nel perimetro del regolamento 2019/2033, della direttiva 2019/2034 e della CRR, si considerano fuori dal perimetro dell'ombra.

#### 4.2 *La definizione delle attività riconducibili al sistema bancario ombra*

Con riferimento alla mappatura delle attività riconducibili al settore *shadow*, preliminarmente, appare opportuno evidenziare come nel corso del tempo, in alcune sedi istituzionali, sia emersa una certa propensione per l'applicazione esclusiva del solo parametro basato sull'«*activity*», e ciò sulla base del presupposto che l'impostazione «*entities-based*» fosse più incline a generare arbitraggi regolamentari. Ad oggi, tale impostazione appare superata in quanto, sia in sede internazionale sia in sede europea, il monitoraggio del settore *shadow* avviene mediante l'opportuna combinazione di entrambi i modelli «*entities and activity based*». Appare, infatti, evidente che l'identificazione del settore *shadow* mediante l'adozione di un modello basato unicamente sull'approccio «*entities based*» o «*activity based*» è inidoneo a stare al passo con le innovazioni tipiche del settore finanziario, rischiando così di diventare rapidamente obsoleto e non in linea con i modelli evolutivi in rapida progressione.

Alla luce di tali considerazioni, appare opportuna una riflessione sulla natura delle attività ascrivibili a tale fenomeno.

Muovendo l'indagine dalle indicazioni dell'EBA sulla nozione di attività incluse nello «*shadow banking system*», si osserva che le stesse risultano essere meno esaustive di quelle fornite con riferimento alla definizione delle entità *shadow*.

L'EBA infatti, sia nelle linee guida del 2015 che, più recentemente, nella proposta finale di norme tecniche di regolamentazione (RTS), contenente i criteri di definizione delle entità *shadow*, si è limitata a fornire un'ampia definizione di cosa debba intendersi con «*attività di intermediazione creditizia*» svolta dai soggetti del sistema bancario ombra che esercitano tali attività al di fuori di un quadro regolamentato, precisando che alla stessa è riconducibile ogni «*attività di tipo bancario che comporta la trasformazione delle scadenze, la trasformazione della liquidità, la leva finanziaria, il trasferimento del rischio di credito o attività simili. Tali attività comprendono quanto meno quelle elencate ai seguenti punti dell'allegato 1 alla direttiva 2013/36/UE: punti da 1 a 3, da 6 a 8, e 10*». Si pensi quindi all'attività di raccolta di depositi e

altri fondi rimborsabili; alle operazioni di prestito; al *leasing* finanziario; al rilascio di garanzie e impegni di firma; alle operazioni per proprio conto o per conto della clientela in: a) strumenti di mercato monetario (assegni, cambiali, certificati di deposito, ecc.), b) cambi, c) strumenti finanziari a termine e opzioni, d) contratti su tassi di cambio e tassi d'interesse, e) valori mobiliari; alle partecipazioni alle emissioni di titoli e prestazioni di servizi connessi; ai servizi di intermediazione finanziaria del tipo *money broking*.

In particolare, nella proposta finale delle norme tecniche di regolamentazione, l'EBA ha ribadito l'adeguatezza della definizione di «attività di intermediazione creditizia» già fornita nelle linee guida del 2015, ribadendo che «*the entities that play a part in the financial system but do not perform banking services and activities as set out in these draft RTS shall not be considered as shadow banking entities*». Diretta conseguenza di tale impostazione è quindi che, ad esempio, con riferimento alle *Securitisations Special Purpose Vehicle*, le stesse – posto che non esercitano attività incluse nell'allegato I della CRD – non possono essere identificate come «*shadow banking entities*».

Sulla base di tali presupposti, l'EBA, all'art. 2 del documento allegato al *Final Report* ha qualificato come «*banking services and activities*», oltre a «*the services and activities referred to in points 1 to 3, 6 to 8 and 10 of Annex I of Directive (EU) No 2013/36/EU[...]*», «*[...]any other service or activity involving maturity transformation, liquidity transformation, leverage or credit risk transfer*], precisando, altresì, che restano escluse dalla nozione di servizi e attività di investimento le attività e i servizi consistenti nella compensazione di cui all'art. 2, par. 3, del regolamento UE n. 648/2012.

Partendo quindi dall'ampia nozione delineata dall'EBA, appare opportuno individuare le caratteristiche principali dell'insieme di attività che originariamente, nel corso della crisi del 2008-2009, sono state considerate vicine allo «*shadow banking system*», al fine di verificarne l'attuale qualificazione come “attività ombra”.

L'indagine sulle operazioni di cartolarizzazioni, svolta subito dopo la crisi finanziaria 2007-2009, ha mostrato che queste operazioni rappresentano una delle attività classiche dello «*shadow banking system*» sia in termini di rilievo economico che di stabilità finanziaria. Tali transazioni hanno segnato nel passato il traghettamento da un modello di banca tradizionale “*orginate and hold*” a un altro che

prevede il trasferimento dei rischi tipici bancari ai mercati finanziari: “*originate to distribute*”.

In particolare, le operazioni di cartolarizzazione, avendo dato vita ad un mercato parallelo alternativo a quello tradizionale finanziario, in cui il denaro non veniva raccolto attraverso soggetti tradizionali vigilati – quali le banche e/o le imprese di investimento – ma tramite veicoli autonomi sul piano patrimoniale, ossia gli *special purpose vehicles*, sono state nel tempo elevate a modello di attività tipiche dello «*shadow banking system*».

Tale ricostruzione appare oggi ampiamente superata. Le cartolarizzazioni, inizialmente inquadrate all’interno dell’attività bancaria opaca, risultano oggi diffusamente regolate da una normativa finalizzata a massimizzare le efficienze e minimizzare i rischi insiti nell’attività bancaria opaca<sup>44</sup>. Le istituzioni europee, con l’adozione del regolamento UE sulle cartolarizzazioni<sup>45</sup> – finalizzato tra l’altro a creare le così dette “cartolarizzazioni STS” (*STS securitizations*) – hanno infatti definito un articolato quadro normativo volto all’efficientamento di un mercato sostenibile di cartolarizzazioni, semplici, trasparenti e standardizzate. Inoltre, le entità che pongono in essere operazioni di cartolarizzazione sono oggi soggette a regole di vigilanza, dovendo rispettare rigorose norme di natura prudenziale, stabilendo un trattamento prudente e sensibile al rischio delle attività e degli investimenti, ai sensi del regolamento relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento (CRR). Da ciò si può quindi desumere che, le cartolarizzazioni sono oggi oggetto di un reticolato molto stringente di norme che ne determina di fatto, sulla base del principio della “regolazione equivalente” enunciato dall’EBA, l’esclusione dal perimetro del sistema bancario ombra.

---

<sup>44</sup> Il 4° considerando del regolamento UE sottolinea i risvolti positivi che le operazioni di cartolarizzazione generano sul mercato finanziario, individuando nelle stesse «...*un elemento importante ai fini del buon funzionamento dei mercati finanziari*». Per un approfondimento sui benefici delle cartolarizzazioni v. B. CASU, A. SARKISYAN, *Securitization*, in *Oxford Handbook of Banking*, A.N. BERGER, P. MOLINEUX, J.O.S. WILSON (a cura di), Oxford, 2015, 354.

<sup>45</sup> Reg. (UE) 2017/2402 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 12 dicembre 2017, *che stabilisce un quadro generale per la cartolarizzazione, instaura un quadro specifico per cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate e modifica le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE e 2011/61/UE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 648/2012.*

Riflessioni analoghe riguardano i *Credit default swap (CDS)* <sup>46</sup>. Al riguardo preme ricordare che, a seguito dello scoppio della bolla finanziaria del 2008, anche tali strumenti sono stati posti al vertice piramidale del sistema *shadow* e ciò in virtù del fatto che i loro mercati, caratterizzandosi per il ricorso ad un'ampia leva finanziaria, determinavano forti oscillazioni tali da generare ripercussioni di natura sistemica all'interno dell'intero sistema finanziario. Lo sviluppo dei CDS <sup>47</sup>, consentendo la creazione di una maggiore leva finanziaria, ha fatto sì che tali prodotti rivestissero un ruolo cardine durante la crisi del 2008, arrivando a generare la necessità che gli stessi venissero correttamente regolamentati per scongiurare nuove ipotesi di crisi. In virtù di ciò, all'indomani della crisi del 2008, il Congresso e le Autorità di regolamentazione europee hanno adottato misure per ridurre la leva finanziaria che gli *swap* avrebbero potuto creare nel sistema finanziario, introducendo, tra l'altro, il divieto delle operazioni di *credit default swap* a c.d. «nudo» e dettando tutta una serie di obblighi di comunicazione tra i gestori degli investimenti e le autorità bancarie <sup>48</sup>.

##### 5. Alcune riflessioni sugli schemi di regolazione del FinTech e sulle modalità di gestione di nuovi rischi sistemici: il crowdfunding

Il rapporto tra innovazione finanziaria e regolazione è da sempre caratterizzato da una forte tensione: da un lato il mondo finanziario che, nel tentativo di generare maggiori profitti, cerca di operare tra le maglie libere della regolazione; dall'altro il regolatore che, con il suo apparato

---

<sup>46</sup> Lo sviluppo di *credit default swap (CDS)* risale alla metà degli anni '90, generando un modo nuovo e inizialmente illimitato di creare leva finanziaria.

<sup>47</sup> Si ricorda che la *Financial Crisis Inquiry Commission* ritenne che «*we conclude over-the-counter derivatives contributed significantly to this crisis*». Cfr. *Financial Crisis Inquiry Commission, The Financial Crisis Inquiry Report, Final Report of the National Commission on the Financial and Economic Crisis in The United States*, 2011, xxiv, reperibile al link <https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>.

<sup>48</sup> Cfr. Reg. (UE) 2012/236 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 marzo 2012, relativo alle vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei *credit default swap*. Negli Stati Uniti sono invece state approntate in tal senso modifiche al Titolo VII del Dodd-Frank.

burocratico complesso, cerca di restare al passo con i tempi, dettando regole efficienti <sup>49</sup> per la disciplina dei fenomeni attuali <sup>50</sup>.

Tale dicotomia – che da sempre risulta presente nelle relazioni tra efficienza regolatoria e l’insorgere di nuove fattispecie finanziarie <sup>51</sup> – sta assumendo un ruolo di assoluto rilievo nel dibattito odierno e ciò in ragione della forte spinta espansiva delle nuove forme innovative di finanza in alternativa ai modelli tradizionali <sup>52</sup>.

Le ragioni di tale rapido sviluppo vanno infatti ricercate nei presunti benefici <sup>53</sup> che i nuovi settori c.d. “tecnologici” della finanza apportano al mercato finanziario, sia in termini di riduzione dei costi operativi e di transazione, sia in virtù di una maggiore accessibilità ai servizi finanziari, di una più funzionale comparazione degli stessi ed infine di una maggiore flessibilità operativa. Tutto ciò genera un aumento dell’efficienza del settore finanziario permettendo ai nuovi operatori di

---

<sup>49</sup> Sulla natura delle regole e sul corretto equilibrio nel perseguimento del bene comune tra regole di mercato e regole eteronome v. A. ZOPPINI, *Il diritto privato e i suoi confini*, Bologna, 2020, *passim* e F. ANNUNZIATA, M. LAMANDINI, “Questo è un nodo avviluppato”: *divagazioni sulla regolazione del mercato finanziario*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 34.

<sup>50</sup> Cfr. A. PERRAZZELLI, *What to regulate? How to regulate? Who should regulate?*, cit., 8.

<sup>51</sup> Per un approfondimento sul ruolo della regolazione in ambito finanziario e sui possibili sviluppi in chiave prospettica v. C. BRESCIA MORRA, *The New European Union Framework for Banking Crisis Management: Rules versus Discretion*, in *ECFR*, 2019, XVI, 349; F. ANNUNZIATA, M. LAMANDINI, “Questo è un nodo avviluppato”: *divagazioni sulla regolazione del mercato finanziario*, cit., 34.

<sup>52</sup> La pandemia da COVID-19 e la crisi economica che da essa ne è scaturita sembrano aver altresì accelerato lo sviluppo di fenomeni distorsivi tipici della c.d. finanza progredita. L’applicazione dei modelli di intelligenza artificiale e l’introduzione massiva di processi legati ai meccanismi derivanti dalla c.d. “Data economy”, se, da un lato, hanno portato una forte spinta innovativa all’interno del mercato creditizio, al contempo, hanno fatto emergere l’inadeguatezza strutturale del dettato regolamentare e del ruolo di vigilanza delle Autorità di settore.

<sup>53</sup> Sui risvolti positivi che il *FinTech* può apportare al mercato finanziario si v. A. PERRAZZELLI, *What to regulate? How to regulate? Who should regulate?*, cit., 8. L’Autrice al riguardo sottolinea come «L’applicazione del digitale al settore finanziario (es. *FinTech*) consente di ottimizzare i processi interni, riducendo i costi e aumentando produttività e competitività; consente di migliorare l’offerta con prodotti e servizi innovativi e più efficienti ... con ricadute positive in termini di performance, espansione a nuovi segmenti di clientela, nuove occasioni di profitto».

essere più competitivi rispetto agli intermediari tradizionali, aumentando, al contempo, i ricavi<sup>54</sup>.

Tuttavia, come si è avuto modo di osservare, l'assenza, in tali settori, di presidi regolamentari equivalenti a quelli imposti per il sistema bancario tradizionale, può generare effetti sulla stabilità dell'intero sistema finanziario analoghi a quelli già verificatisi nel recente passato<sup>55</sup>.

L'avvento del cosiddetto "credito *FinTech*"<sup>56</sup>, mediante l'utilizzo delle piattaforme online o di entità non bancarie collegate alla tecnologia finanziaria nell'erogazione del credito o nell'agevolazione della creazione del credito, ha infatti generato l'insorgere di una serie di nuove questioni per le autorità di vigilanza, analoghe per certi aspetti a quelle che hanno interessato il fenomeno regolatorio dello «*shadow banking system*», riferite in particolare alla necessità di garantire una protezione adeguata al pubblico degli investitori, onde evitare nuovi potenziali rischi sistemici<sup>57</sup>.

In tale contesto<sup>58</sup>, appare dunque di particolare attualità indagare circa le possibili analogie tra gli originari modelli ascrivibili allo «*shadow banking system*» e i nuovi settori emergenti della finanza, allo scopo di scongiurare i possibili effetti tipici dell'assenza di regolazione in tali aree. Lo sviluppo di nuovi settori finanziari, e dunque originariamente privi di regolamentazione, ha infatti portato gli interpreti ad interrogarsi se si stia avviando una nuova fase *shadow* della finanza<sup>59</sup>, identificata più correttamente come «*shadow finance*

---

<sup>54</sup> Secondo una indagine di Banca d'Italia, le tecnologie *FinTech* si stanno diffondendo in maniera esponenziale nell'industria finanziaria italiana. Cfr. Banca d'Italia, *Indagine FinTech nel sistema finanziario italiano*, Novembre 2021, reperibile al link [2021-FINTECH-INDAGINE.pdf](#)

<sup>55</sup> Per una disamina sui rischi connessi al *FinTech* si v. A. BROZZETTI, "Ending of too big to fail" *tra soft law e ordinamento bancario europeo. Dieci anni di riforme*, cit. 74, 185.

<sup>56</sup> Recentemente si v. N. ABRIANI, G. SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale. Dalla Fintech alla Corptech*, Bologna, 2021, *passim*.

<sup>57</sup> S. CLAESSENS, J. FROST, G. TURNER, F. ZHU, *I mercati del credito fintech nel mondo: dimensioni, determinanti e questioni relative alle politiche*, in *BIS Quarterly Review*, 2018, 2.

<sup>58</sup> L'emersione delle piattaforme informatiche rappresenta infatti un fattore di facilitazione dell'accesso al mercato da parte degli organismi d'investimento.

<sup>59</sup> P. DE GIOIA CARABELLESE, *Bail-in, diritti dei creditori e Costituzione italiana*, in *Giur. comm.*, 2020, V, 967. Sempre dello stesso Autore si v. *Securitisations, in H-*

*system*»<sup>60</sup>, e più di recente, come vedremo meglio nello sviluppo della trattazione, con la locuzione «*shadow banking system 2.0*»<sup>61</sup>.

Esaminando in primo luogo il settore del *FinTech*<sup>62</sup>, questo seppur considerato un settore emergente della finanza, è già stato oggetto di ampia osservazione da parte delle autorità europee e nazionali<sup>63</sup>, che

---

*Y Chiu, Macneil, Research Handbook on Shadow Banking: Legal and Regulatory Aspects*, in *Edward Elgar's Series*, Cheltenham and Northampton, Edward Elgar, 2018, 117; *Le cartolarizzazioni fra attività bancaria opaca e nuovo Regolamento EU*, cit., 339 e, più recentemente, *Cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate. Dallo shadow banking al techno banking*, Bari, 2020. Senza dimenticare che ormai in modo più ampio si utilizza la locuzione “*Shadow economy*”.

<sup>60</sup> Sul punto v. F. BASSAN, M. RABITTI, *Dalla sharing, alla social verso la shadow economy: l'Europa in transizione*, in *Nono Rapporto annuale “Dalla sharing alla social economy”*, *Consumers' Forum e Università degli Studi Roma Tre*, 2016, 8 ss.

<sup>61</sup> L'esponente più prestigioso di questa tesi è Hilary J. Allen, autrice di un documento dal titolo emblematico: “*DeFi: Shadow Banking 2.0?*”, in *William & Mary Law Review*, 2022. Per un commento v. A. LONGO, «*La finanza decentralizzata? Un rischio come i mutui subprime*», articolo pubblicato sul *Il Sole 24 Ore* del 19 marzo 2022.

<sup>62</sup> Per una nozione esaustiva di *FinTech* si richiama G. BARBA NAVARETTI, G. CALZOLARI, A. F. POZZOLO, *Banche e Fintech. Amici o nemici?*, in *European Economy - Banks, Regulation e Real Sector*, 2017, II, 9 che riconducono al *FinTech* l'insieme dei «*nuovi processi e prodotti finanziari resi disponibili dal progresso tecnologico digitale*». Al riguardo si ricorda che il *Financial Stability Board* ha definito il *FinTech* come «*technology-enabled innovation in financial services that could result in new business models, applications, processes or products with an associated material effect on the provision of financial services. While the broad term “FinTech” can be useful to describe a wide range of innovations, further specificity is needed for individual innovations. In this light, it is useful to classify FinTech developments by the main existing economic functions they provide. This is helpful for two reasons: first, it draws out the financial stability implications of FinTech as compared to the existing financial market structure and, second, it places the focus of analysis on the activities and outcomes rather than on the FinTech service providers or underlying technologies*». Cfr. FSB, *Financial Stability Implications from FinTech*, 2017, 7, reperibile al link <https://www.fsb.org/2017/06/financial-stability-implications-from-fintech/>.

<sup>63</sup> Preme infatti in questa sede evidenziare come nell'ambito dei nuovi rischi di natura sistemica derivanti dallo *shadow banking* e dichiarati rilevanti dal FSB l'accento viene posto su quelli connessi alla crescente importanza del fenomeno *FinTech*. Il tema della regolamentazione di questi operatori è particolarmente delicato: da un lato sono evidenti i benefici che le imprese *FinTech* stanno apportando al sistema finanziario in termini di innovazione, stabilità e inclusione; da altro punto di vista si nota come la velocità e la pervasività dei cambiamenti introdotti da questi

nel tempo hanno identificato i possibili rischi insiti nello stesso ed iniziato a definire un apparato regolamentare idoneo a scongiurarne i possibili effetti di contaminazione a cascata sul sistema bancario tradizionale<sup>64</sup>.

Se infatti il *FinTech* conserva al suo interno tutti quei benefici sopra elencati, tipici dei nuovi modelli di finanza, migliorando l'accesso ai finanziamenti e l'inclusione finanziaria dei cittadini connessi digitalmente<sup>65</sup>, al contempo, all'interno dello stesso risiedono una serie di criticità connesse alla ciber-sicurezza, alla protezione di dati, alla tutela degli investitori e, non da ultimo, all'integrità del mercato, di cui il regolatore deve tener conto<sup>66</sup>.

In tale contesto, il legislatore europeo, traendo esperienza dalla crisi dello «*shadow banking system*» del 2008, ha avviato un processo di

---

operatori stia causando anche nuovi potenziali rischi e timori, rendendo difficile per i regolatori tenere il passo delle novità introdotte. Cfr. FSB, *FinTech and market structure in financial services: Market developments and potential financial stability implications*, 2019, 18, reperibile al link <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P140219.pdf>.

<sup>64</sup> Al livello europeo numerose sono state le iniziative volte ad indagare le criticità inerenti il settore del *FinTech* e i relativi ambiti di interesse regolamentare. Si v. la *Comunicazione della Commissione Europea al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al comitato delle regioni. «Piano d'azione per le tecnologie finanziarie: per un settore finanziario europeo più competitivo e innovativo»*, dell'8 marzo 2018, COM/2018/0109 final, reperibile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/ALL/?uri=CELEX%3A52018DC0109>, ed ancora, più di recente, la *Digital Finance Strategy* della Commissione Europea, del 24 settembre 2020, reperibile al link [https://ec.europa.eu/info/publications/200924-digital-finance-proposals\\_en..](https://ec.europa.eu/info/publications/200924-digital-finance-proposals_en..) Numerose iniziative sono state registrate anche dalle Autorità nazionali. Tra le molte si richiamano Banca d'Italia, *Indagine fintech nel sistema finanziario italiano*, cit. ed ancora la *Comunicazione della Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività*, del giugno 2022.

<sup>65</sup> Sul concetto della c.d. «*Democratizzazione della finanza*» si v. tra gli altri: P. LIBERATI, M. PARADISO, *La teoria positiva del beneficio e la finanza democratica in una prospettiva storica*, in *Rivista di Diritto Finanziario e Scienza delle Finanze*, 2019, II, 85; E. MACCHIAVELLO, *Peer-to-peer lending and the “democratization” of credit markets: another financial innovation puzzling regulators*, in *Columbia Journal of European Law*, 2015, XXI, 529-530.

<sup>66</sup> Si pensi non soltanto ai rischi non prettamente di natura economica, quali ad esempio i rischi tecnologici (c.d. rischi IT), ma anche ai rischi reputazionali e ai rischi relativi alla *governance* d'innovazione.

regolamentazione del settore, inaugurato con l'adozione del c.d. *FinTech Action Plan*. In tale documento la Commissione europea ha auspicato una rapida diffusione dei «*prodotti e soluzioni fintech .... a vantaggio delle economie di scala del mercato unico*», senza tuttavia «*compromettere la stabilità finanziaria o la protezione dei consumatori e degli investitori*»<sup>67</sup>.

Il timore, in realtà, per una possibile vicinanza tra il settore del *FinTech* e quello dello «*shadow banking system*», con tutte le possibili conseguenze negative che ciò comporterebbe, non è stato nel tempo taciuto, e ciò anche in conseguenza della presenza di numerose similitudini tra i due modelli.

Entrambi i sistemi rappresentano infatti un'innovazione del sistema finanziario: si ricorda che lo *shadow banking* si è sviluppato grazie alla nascita di nuovi prodotti e processi finanziari più complessi e redditizi, come i derivati e le cartolarizzazioni, mentre il *FinTech* trae la sua origine nelle innovazioni puramente tecnologiche che modificano i prodotti e i processi finanziari. Dunque entrambe rappresentano un cambiamento profondo nel modo di operare all'interno del sistema finanziario. In secondo luogo, entrambi i sistemi, se correttamente regolati, possono essere considerati una risorsa positiva per l'economia. Al contrario, ove lasciati all'autoregolamentazione, possono generare esternalità negative tali da generare un effetto di contaminazione anche sui mercati finanziari più tradizionali.

Inoltre, si ricorda che in entrambi i sistemi operano soggetti che effettuano intermediazione creditizia senza, al contempo, avere accesso, in caso di necessità, alla liquidità delle banche centrali e ai sistemi di garanzie pubbliche riguardanti il settore del credito<sup>68</sup>, generando, in tale ipotesi, un forte rischio sistemico e aumentano la possibilità che i consumatori si indebitino eccessivamente.

Infine, per quanto concerne i profili più prettamente inerenti l'interdipendenza tra i due modelli in commento e il sistema bancario tradizionale – come si è già avuto modo di osservare con riferimento

---

<sup>67</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni «*Piano d'azione per le tecnologie finanziarie: per un settore finanziario europeo più competitivo e innovativo*», cit.

<sup>68</sup> Un esempio su tutti, non accedono alla copertura dei Sistemi di garanzia dei depositi.

allo «*shadow banking system*», dove, il più delle volte, erano le stesse banche tradizionali ad operare (ad esempio attraverso le cartolarizzazioni) – anche nel caso del *FinTech* si registra un forte interesse all’investimento da parte degli intermediari tradizionali, generando così una maggiore interdipendenza tra i due modelli.

Verificata la presenza di alcune similitudini fra i due sistemi, appare quindi necessario interrogarsi su quale possa essere il corretto modello di regolamentazione da applicare al *FinTech* anche alla luce degli insegnamenti che la crisi del sistema *shadow* ci ha tramandato<sup>69</sup>.

Il tema, infatti, come già più volte sottolineato in questa sede, non è del tutto nuovo. La questione circa l’evoluzione del quadro normativo dovuta all’insorgere di innovazioni tecnologiche in ambito finanziario, si è già posta sul finire degli anni Ottanta, quando l’espansione dei fondi di mercato monetario aveva posto il legislatore davanti all’interrogativo se regolamentare, e in che misura, tale fenomeno.

Anche nel mondo del *FinTech*, infatti, si pone la necessità di trovare un punto di equilibrio fra deregolamentazione e regolamentazione.

Anche in questo campo, la ricerca di una piena coerenza tra obiettivi dichiarati e perseguiti non va trascurata, come mostrano bene le raccomandazioni sul punto emanate dal Gruppo ROFIEG<sup>70</sup>.

Il principio di c.d. neutralità tecnologica della regolamentazione deve trovare effettiva attuazione in sede di disciplina com’è ribadito nella *Digital Finance Strategy* della Commissione Europea<sup>71</sup>. Lo sviluppo di una specifica legislazione volta a regolare, ad esempio, i fenomeni legati allo sviluppo delle tecnologie DLT e Blockchain – di

---

<sup>69</sup> J. JULAPA , J. KOSE, *Fintech: The impact on Consumers and Regulatory Responses*, in *Journal of Economics and Business*, 2018, 2.

<sup>70</sup> Cfr. *Expert Group on Regulatory Obstacles to Financial Innovation (ROFIEG), 30 Recommendations on Regulation, Innovation and Finance, Final Report to the European Commission*, 2019, reperibile al link [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/191113-report-expert-group-regulatory-obstacles-financial-innovation\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/191113-report-expert-group-regulatory-obstacles-financial-innovation_en.pdf).

<sup>71</sup> *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni relativa a una strategia in materia di finanza digitale per l’UE*, del 24 settembre 2020, reperibile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52020DC0591>

cui le recenti proposte di Regolamenti “MiCAR”<sup>72</sup>, “DORA”<sup>73</sup> e al recente Regolamento “DLT”<sup>74</sup> costituiscono l'esempio più significativo – mostrano al contempo la necessità di specializzazione che la tecnologia comporta.

La possibilità di ripensare i modelli normativi già presenti applicando, in sostanza, regolamenti già esistenti alle imprese *FinTech*, a seconda del tipo di servizio/attività che queste svolgono, potrebbe scongiurare dal giungere all'eccessiva cristallizzazione del mondo *FinTech*, che mal si coniuga con la natura di tale fenomeno ed al contempo prevedere un quadro regolamentare idoneo a prevenire il verificarsi di effetti sistemici di natura macroeconomica già riscontrati nel recente passato.

Seguendo tale approccio, la normativa dovrebbe quindi riguardare il servizio fornito, piuttosto che la natura del soggetto che lo fornisce, sulla base di un modello «*activity based*» già ampiamente esaminato con riferimento allo «*shadow banking system*»<sup>75</sup>.

---

<sup>72</sup> *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle crypto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937*, del 24 settembre 2020, COM/2020/593 final, reperibile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52020PC0593>. Cfr. v. G. SIANI, *La regolamentazione delle nuove tecnologie basate sulla Distributed ledger technology – DLT, tra tutela del mercato e rischi di sistema*, 3 maggio 2022, 7, reperibile al link [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2022/SIANI\\_3\\_maggio\\_2022.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2022/SIANI_3_maggio_2022.pdf).

<sup>73</sup> *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativa alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario e che modifica i regolamenti (CE) n. 1060/2009, (UE) n. 648/2012, (UE) n. 600/2014 e (UE) n. 909/2014*, del 24 settembre 2020, reperibile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A52020PC0595>.

<sup>74</sup> *Reg. (UE) 2022/858 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 30 maggio 2022, relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito e che modifica i regolamenti (UE) n. 600/2014 e (UE) n. 909/2014 e la direttiva 2014/65/UE*, del 30 maggio 2022, PE/88/2021/REV/2, reperibile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32022R0858>.

<sup>75</sup> Sul tema si v. G. FERRARINI, *Regulating FinTech: Crowdfunding and beyond*, in *European Economy – Banks, Regulation, and the Real Sector*, 2017, II, 121, che sostiene la necessità di un approccio normativo riferito a ogni singolo caso, applicando in sostanza i regolamenti esistenti alle imprese *FinTech*, a seconda del tipo di servizio che queste svolgono. La questione è ormai stata superata con l'adozione del *Reg. (UE) 2020/1503 del Parlamento europeo e del Consiglio del 7 ottobre 2020 relativo ai*

D'altronde, anche i recenti orientamenti forniti dalla Banca d'Italia hanno sul punto evidenziato come numerose attività ascrivibili al settore *FinTech* potranno essere offerti in tutto o in parte da intermediari vigilati (tra gli altri, banche, SIM, IMEL, SGR) nell'ambito delle autorizzazioni di cui già godono, previa notifica all'autorità nazionale di un programma di attività aggiornato e di indicazioni sull'adeguamento degli assetti di governo e controllo<sup>76</sup>. Tale impostazione è peraltro quella che è stata seguita dal regolatore con riferimento alla fornitura dei servizi connessi alle cripto-attività. In tale ipotesi, è stato infatti previsto a un regime differenziato, c.d. doppio binario, in forza del quale gli *incumbent* saranno autorizzati "in via automatica" su base transfrontaliera.

Tuttavia, l'impostazione «*activity based*» e «*technologically neutral*», pur essendo ritenuta a livello europeo idonea a consentire che la normativa esistente sia sufficientemente flessibile da coprire agevolmente la maggior parte delle attività riconducibili al *FinTech*, non sempre è stata ritenuta adeguata a regolare in modo efficiente l'ampia compagine delle attività *FinTech*. Un esempio in tal senso, è l'adozione del regolamento sul *crowdfunding*<sup>77</sup>. Il regolamento in

---

*fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese, e che modifica il regolamento (UE) 2017/1129 e la direttiva (UE) 2019/1937, del 7 ottobre 2020, PE/37/2020/INIT, reperibile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX:32020R1503>.*

<sup>76</sup> Per gli intermediari già soggetti a regole prudenziali (come banche e IMEL) sono previste clausole di raccordo per evitare la sovrapposizione di requisiti e sono fatte salve le prerogative delle autorità prudenziali.

<sup>77</sup> Per una disamina diffusa sul *crowdfunding* si v. E. MACCHIAVELLO, *FinTech. Problematiche e spunti per una regolazione ottimale*, cit., 435 ss.; EAD. *La proposta della Commissione Europea di un Regolamento in materia di crowdfunding*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), Approfondimenti, 2018, reperibile al link <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/capital-markets/la-proposta-della-commissione-europea-di-unregolamento-materia-di-crowdfunding>; EAD., *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, I, 63 ss.; EAD., *La Proposta di regolamento europeo relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese*, in *FINTECH. Introduzione ai profili giuridici di un mercato tecnologico dei servizi finanziari*, M. T. PARACAMPO (a cura di), 1° Edizione, Torino, 2019, 163; EAD., *What to Expect When You Are Expecting a European Crowdfunding Regulation: The Current «Bermuda Triangle» and Future Scenarios for Marketplace Lending and Investing in Europe*, *Ebi Working Paper Series* n. 55, 2019, reperibile al link <https://ssrn.com/abstract=3493688>; EAD., *Marketplace Lending and Investing in Europe and the Ec Proposal for a Regulation*

oggetto introduce un regime armonizzato europeo, fornendo una nuova nozione di «servizi di *crowdfunding*» prestati nei confronti del pubblico, intendendo per tali la facilitazione dell'incontro tra investitori e titolari di progetti imprenditoriali tramite l'utilizzo di una piattaforma online, con il fine di agevolare: (a) la concessione di prestiti; e (b) l'offerta di valori mobiliari e strumenti analoghi.

La nozione di «servizio di *crowdfunding*» del regolamento include, pertanto, due diverse componenti: il *lending-based crowdfunding* (lettera a) e l'*investment-based crowdfunding* (lettera b).

Il legislatore europeo ha dunque deciso di trattare congiuntamente queste due diverse forme di *crowdfunding*.

Si tratta di una scelta innovativa rispetto al contesto normativo europeo e nazionale, dato che l'attività di intermediazione del credito è attualmente disciplinata da regole diverse rispetto all'intermediazione di strumenti finanziari, sia in tema di regime autorizzativo per i soggetti che prestano tali attività, sia in tema di tutele per i rispettivi clienti.

Inoltre, il regolamento non ha imposto, a fini autorizzativi, un oggetto sociale esclusivo: i fornitori di servizi di *crowdfunding* possono offrire attività anche diverse da quelle di cui al regolamento – con l'unico limite della conformità al pertinente diritto dell'Unione o nazionale applicabile; stabilendo, altresì che l'autorizzazione per la prestazione dei servizi di *crowdfunding* ai sensi del regolamento è compatibile con lo svolgimento di altre attività riservate; i soggetti già abilitati ai sensi delle direttive 2009/110/CE (EMD), 2013/36/UE (CRD), 2014/65/UE (MiFID II) o PSD II o del diritto nazionale applicabile ai servizi di *crowdfunding* prima dell'entrata in vigore del regolamento, in particolare, possono presentare istanza di autorizzazione a norma del regolamento.

---

*on European Crowdfunding Service Providers for Businesses*, in *Public Law and the Challenges of New Technologies and Digital Markets. Legal Aspects of FinTech*, E. BANI, E. RUTKOWSKA-TOMASZEWSKA, B. PACHUCA-SMULSKA (a cura di), Munich, 2020, II, 119; EAD., *Financial-return Crowdfunding and Regulatory Approaches in the Shadow Banking, FinTech and Collaborative Finance Era*, in *ECFR*, 2017, XIV, 667; G. FERRARINI, E. MACCHIAVELLO, *Investment-based Crowdfunding: Is MiFID II Enough?*, in *Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*, D. BUSCH, G. FERRARINI (a cura di), Oxford, 2017, 659 ss.; G. FERRARINI, *Regulating FinTech: Crowdfunding and beyond*, cit., 121 ss.

Tale riferimento sembrerebbe un chiaro richiamo ad una impostazione nettamente affine con il tanto criticato approccio «*entities based*».

Inoltre, la netta preferenza del regolatore per gli obblighi di condotta e di trasparenza in luogo dei requisiti prudenziali, seppur coerente con un approccio di tipo funzionale, sembrerebbe andare in senso opposto rispetto alle recenti osservazioni dell'EBA in tema di definizione dei soggetti del sistema bancario ombra.

Infine, la chiara esclusione<sup>78</sup> dei valori mobiliari o strumenti ammessi a fini di *crowdfunding*, acquistati tramite la piattaforma di *crowdfunding*, dal regime di tutela offerto dai sistemi di indennizzo degli investitori<sup>79</sup> (e a maggior ragione dal sistema di garanzia dei depositi<sup>80</sup>), seppur mitigata dalla previsione di una polizza assicurativa quale condizione per il rilascio dell'autorizzazione, potrebbe generare comunque arbitraggi regolamentari in termini di tutela dell'investitore<sup>81</sup>.

Tale previsione di esclusione è argomentata sulla base di due presupposti. Il primo fa riferimento al fatto che la direttiva 97/9/CE sui sistemi di indennizzo degli investitori riguarda i crediti derivanti dall'incapacità di un'impresa di investimento di rimborsare i fondi dovuti o appartenenti agli investitori e detenuti per loro conto in relazione a operazioni d'investimento, ovvero della sua incapacità di restituire agli investitori gli strumenti loro appartenenti, detenuti, amministrati o gestiti per loro conto in relazione a operazioni d'investimento. Il secondo considera che la custodia delle attività, connessa con i servizi di *crowdfunding* forniti da un'impresa di investimento, è anche autorizzata ai sensi della direttiva 2014/65/UE e,

---

<sup>78</sup> Cfr. Considerando 49.

<sup>79</sup> *Dir. (CE) 97/9 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 3 marzo 1997, relativa ai sistemi di indennizzo degli investitori*, del 3 marzo 1997, reperibile al link <https://eurlex.europa.eu/legalcontent/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:31997L0009&from=IT>.

<sup>80</sup> *Dir. (UE) 2014/49 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativa ai sistemi di garanzia dei depositi*, del 16 aprile 2014, reperibile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0049>.

<sup>81</sup> Al riguardo preme ricordare come nella prima versione del Regolamento Consob sulla raccolta di capitali tramite portali *on-line*, adottato con la delibera n. 18592 del 26 giugno 2013, risultava, in alternativa alla sottoscrizione di una polizza assicurativa da parte del gestore, l'adesione ad un ICS.

quindi, non comporta la prestazione di servizi di investimento ai sensi dell'art. 4, par. 1, p. 2, di tale direttiva – Questa impostazione non appare del tutto convincente in quanto parrebbe più che altro un “*escamotage*” normativo per porre rimedio ad un mancato adeguamento della direttiva sui sistemi di indennizzo degli investitori che, risalendo al lontano 1997, mal si coniuga con i nuovi modelli della finanza <sup>82</sup>.

In considerazione delle argomentazioni esposte, appare quindi evidente che la linea tracciata dal regolatore europeo con riferimento al *FinTech*, seppur nata dalle ceneri della crisi dello «*shadow banking system*», sembrerebbe coniugare al suo interno due anime per certi aspetti contrapposte. Da un lato, essa mira a definire un quadro regolamentare europeo strutturato, armonizzato e neutrale dal punto di vista tecnologico, che sia in grado di accompagnare la diffusione di tecnologie preservando al contempo, la frammentazione delle regole che generano arbitraggi regolamentari. Dall'altro, l'impostazione europea adotta modelli regolamentari rigidi tali da disciplinare le singole peculiarità di natura tecnologica del servizio e/o attività offerto, al fine di ridurre al minimo i rischi in capo agli investitori.

6. *L'ipotesi di nuova era del sistema bancario ombra: brevi cenni sul c.d. «shadow banking system 2.0» e il ruolo della "finanza decentralizzata"*

Le questioni attinenti alle criticità connesse alla diffusione dei modelli *FinTech*, appena esaminate, non sono le uniche a creare perplessità rispetto agli schemi regolatori da applicare per scongiurare il verificarsi di nuovi fenomeni affini alla crisi dello «*shadow banking system*» <sup>83</sup>

---

<sup>82</sup> Si ricorda che la direttiva 97/9/(CE) sui Sistemi di indennizzo degli investitori, cit. è stata oggetto di una proposta di modifica nel 2010, successivamente ritirata. La Proposta è reperibile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:52010PC0371>.

<sup>83</sup> Per una comparazione tra DeFi e *shadow banking system* v. M. HSU, *Cryptocurrencies, Decentralized Finance, and Key Lessons from the 2008 Financial Crisis*, 2021, reperibile al link <https://www.occ.gov/news-issuances/speeches/2021/pub-speech-2021-101.pdf>.

L'avvento della c.d. “finanza decentralizzata” (DeFi)<sup>84</sup> - di cui allo stato non è possibile fornire una nozione giuridica<sup>85</sup>, ma piuttosto una ricognizione sistemica dell'insieme degli elementi che essa incorpora, tra cui si richiamano: i) la decentralizzazione; ii) la distribuzione di

---

<sup>84</sup> L'ideale alla base della DeFi è una visione tecno-utopica della finanza, dove vige il predominio di intermediari concentrati. La DeFi presenta una visione di un mondo in cui la tecnologia sostituisce gli esseri umani fragili e le loro istituzioni. Nel tempo, tale visione si è evoluta passando ad un'idea più semplice in cui la tecnologia può potenzialmente eliminare i rischi inerenti i sistemi concentrati centrali della finanza tradizionale. Per un approfondimento v. D. A. ZETZSCHE, D. W. ARNER, R. P. BUCKLEY, *Decentralized Finance (DeFi)*, in *Journal of Financial Regulation*, 2020, VI, 172.

<sup>85</sup> Nel tentativo di fornire una definizione uniforme di DeFi si richiama: F. SCHÄR, *Decentralized Finance: On Blockchain- and Smart Contract-based Financial Markets*, 2020, reperibile al link <https://ssrn.com/abstract=3571335> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3571335> che afferma «... generally refers to open financial infrastructures built upon public smart contract platforms, such as the Ethereum blockchain. ... In contrast to the traditional financial sector, DeFi does not rely on intermediaries and centralized institutions. Instead, it is based on open protocols and decentralized applications (DApps)». Sul tema si v. anche Y. CHEN, C. BELLAVITIS, *Decentralized Finance: Blockchain Technology and the Quest for an Open Financial System*, in *Stevens Institute of Technology School of Business Research Paper*, 2020; R. D. LEONHARD, *Decentralized Finance on the Ethereum Blockchain*, 2019, 3 reperibile al link <https://ssrn.com/abstract=3359732> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3359732>, il quale sostiene che «This essay proposes an alternative form of financial planning that circumvents dysfunctional governments and insolvent banks. This alternative is referenced in online parlance as “decentralized finance»; BitKom, *Decentralized Finance (DeFi)—A new Fintech Revolution? The Blockchain Trend explained*, 2020, reperibile al link [https://www.bitkom.org/sites/default/files/2020-07/200729\\_whitepaper\\_decentralized-finance.pdf](https://www.bitkom.org/sites/default/files/2020-07/200729_whitepaper_decentralized-finance.pdf), che definisce la DeFi come «an ecosystem of financial applications that are built on top of a blockchain. Its common goal is to develop and operate in a decentralized way—without intermediaries such as banks, payment service providers or investment funds—all types of financial services on top of a transparent and trustless blockchain network» e EthHub, *Decentralized Finance*, che usa indistintamente “DeFi” o “Open Finance” riferendosi a «a number of decentralized protocols building open financial infrastructure. These protocols are valuable because they're creating the necessary plumbing to enable anyone in the world with an internet connection to access self-sovereign, censorship resistant financial services»; OECD, *Why Decentralised Finance (DeFi) Matters and the Policy Implications*, 2022, reperibile al link <https://www.oecd.org/daf/fin/financial-markets/Why-Decentralised-Finance-DeFi-Mattersand-the-Policy-Implications.pdf>.

*ledger technology* e *blockchain*; (iii) gli *smart contracts*; (iv) la disintermediazione; e (v) *l'open banking*; vi) le criptovalute - ha riaperto il dibattito odierno sui potenziali rischi connessi a tali modelli di finanza e sulle conseguenti forme di regolazione efficienti da applicare ai suddetti schemi finanziari <sup>86</sup>.

La creazione di nuovi servizi finanziari ascrivibili all'ecosistema della DeFi, pur sfuggendo dalla regolamentazione esistente, rischia di conservarne alcune delle criticità che hanno dato vita alla crisi finanziaria. In particolare, la creazione illimitata di *token* può introdurre fenomeni di leva nel sistema; inoltre, gli *smart contracts* sono caratterizzati da meccanismi contrattuali estremamente rigidi che richiamano alcune caratteristiche delle *mortgage-backed securitizations* duramente criticate dopo lo scoppio della crisi. Per quanto concerne poi gli *stablecoins*, non ci si può esimere dal mettere in luce la comunanza degli stessi al mercato monetario dei fondi comuni di investimento, richiamando le perplessità espresse rispetto alla corretta regolazione degli stessi, già nel 2008 e nuovamente nel 2020.

Le analogie emerse in termini di criticità tra servizi finanziari riconducibili all'ecosistema DeFi e modelli meno recenti, ha messo in rilievo come le questioni sottese al possibile insorgere di nuovi fenomeni di *shadow banking* siano le medesime che hanno caratterizzato il recente passato: l'aumento esponenziale della leva finanziaria dovuto alla creazione esponenziale di *token* dovrebbe infatti mettere in allarme le autorità di regolazione sul rischio contagio; ed ancora, l'automazione esasperata delle transazioni finanziarie (si pensi agli *smart contracts*) potrebbe generare rigidità e, a cascata, acuire le fragilità tipiche dell'intero ecosistema finanziario. Infine, non da ultimo, il fenomeno della c.d. corsa al ritiro dei depositi che, come nel recente passato ha caratterizzato il mercato dei *money market funds*, potrebbe oggi apparire come il punto nevralgico degli *stablecoins*.

---

<sup>86</sup> Sui potenziali rischi della DeFi si richiama il rapporto dell'*International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*, *Decentralized Finance Report*, Marzo 2022, reperibile al link <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD699.pdf>, nel quale si sottolineano rischi molto simili a quelli individuati in altri modelli finanziari più tradizionali sia in termini di stabilità finanziaria e integrità del mercato che di tutela dell'investitori.

In aggiunta a tali fragilità, si sommano le questioni attinenti alla complessità dei servizi offerti in seno alla DeFi, sia in termini di difficoltà per gli investitori e i regolatori di comprendere i codici informatici sottesi al servizio offerto e le potenziali frodi in esso nascoste, anche ove venisse fornita una *disclosure* da parte degli operatori, sia per quanto concerne l'assenza di presidi in termini di *governance* societaria.

Quanto esposto rende chiaro, quindi, come l'ecosistema DeFi, potrebbe generare effetti che sono stati definiti di «*catastrophic spillover*»<sup>87</sup> per il resto del sistema finanziario<sup>88</sup>.

Tali considerazioni hanno quindi portato a valutare l'ipotesi che la Finanza Decentralizzata stia portando verso una possibile nuova crisi finanziaria, per certi aspetti affine a quella del 2008 e che pertanto è stata identificata come «*shadow banking system 2.0*»<sup>89</sup>.

L'eccessiva leva finanziaria, la rigidità dei modelli contrattuali, la complessità delle strutture tecnologiche sottostanti, l'opacità informativa nei confronti degli investitori, l'automazione esasperata delle transazioni finanziarie, oltre che il c.d. “rischio alla corsa”, ossia l'eventuale perdita di fiducia degli investitori nei confronti di tali prodotti finanziari, possono portare di riflesso ad un'improvvisa svendita di tali prodotti, con conseguente produzione di tutta una serie di effetti negativi nell'ecosistema DeFi.

Tali elementi sono stati ritenuti affini a quelli già ampiamente esaminati nel corso della crisi dello «*shadow banking system*» del 2008 (c.d. «*shadow banking system 1.0*») e dai quali il regolatore ha tratto profondi insegnamenti (si pensi al settore del *FinTech*), così da scongiurare che le medesime fragilità generino effetti a cascata sull'intero ecosistema finanziario<sup>90</sup>.

---

<sup>87</sup> Cfr. H. J. ALLEN, *DeFi: Shadow Banking 2.0?*, cit., 11.

<sup>88</sup> Si ricorda, che analogamente al sistema *FinTech*, anche la DeFi non gode del ricorso alle Banche Centrali e della tutela degli investitori mediante accesso ai sistemi di garanzia.

<sup>89</sup> Tale locuzione è stata creata per la prima volta da H. J. ALLEN, *DeFi: Shadow Banking 2.0?*, cit., 11

<sup>90</sup> Nel dibattito giuridico statunitense sta emergendo un nuovo orientamento che non ritiene sufficiente il ruolo del regolatore svolto fin oggi in materia di DeFi. Lo stesso infatti si è limitato a regolare gli aspetti inerenti prevalentemente la protezione dei consumatori o quella degli investitori, senza tener conto degli aspetti prettamente

Fondamentale appare quindi il percorso che il regolatore intende seguire nel disciplinare tali servizi e che, a priori, determina la scelta tra autoregolamentazione degli stessi ovvero regolamentazione da parte delle autorità competenti<sup>91</sup>. Se da un lato, un approccio “edonistico” alla DeFi, soggetto al fascino dello sviluppo tecnologico ed innovativo, può portare il regolatore ad adottare scelte politiche tali da ritenere l’innovazione quale bene supremo rispetto agli altri e pertanto, a far sì che tali servizi risultino non supportati da un idoneo apparato normativo, come già avvenuto per fattispecie analoghe prima del 2008<sup>92</sup>; dall’altro lato, il richiamo al perseguimento di un approccio precauzionale per la DeFi, appare certamente una scelta più equilibrata, che tenga conto della tutela dei diversi interessi in gioco e che dimostri di aver tratto preziosi insegnamenti dalle ceneri del passato. Tale impostazione appare peraltro in linea con l’attuale piano di azione delineato in ambito europeo.

Recentemente l’EBA, l’ESMA e l’EIOPA, hanno pubblicato un documento congiunto con cui i consumatori sono invitati a ponderare bene l’elevata rischiosità dell’investire in crypto-attività<sup>93</sup>.

Sul piano regolamentare, molto è stato fatto, ma è comunque necessaria un’accelerazione sul fronte dell’entrata in vigore e del

---

macroprudenziali, che potrebbero generare un rischio sistemico, valutato da alcuni, potenzialmente di portata più ampia di quello verificatosi nel 2008.

<sup>91</sup> S. ARAMONTE, W. HUANG, A.SCHRIMPF, *DeFi Risks and the Decentralization Illusion*, in *Bis Quarterly Review*, 2021, 29-30.

<sup>92</sup> Si richiama al riguardo un noto passaggio di un membro del Congresso nel corso del dibattito sul *Commodity Futures Modernization Act* del 2000, nel quale si giustificò tale scelta sostenendo che «*derivative instruments...reflect the unique strength and innovation of American capital markets*» e pertanto «*U.S. markets and market professionals have been global leaders in derivatives technology and development*». Cfr. *Congressman Bliley, Report on the Commodity Futures Modernization Act of 2000*, 45-46.

<sup>93</sup> EBA, ESMA e EIOPA, *Le autorità di regolamentazione del settore finanziario dell’UE mettono in guardia i consumatori sui rischi delle crypto-attività*, 2022, reperibile al link [esa\\_2022\\_15\\_joint\\_esas\\_warning\\_on\\_crypto-assets\\_it.pdf](#). Il documento elenca quelli che sono i principali rischi legati ad investimenti in criptovalute: altissima volatilità, informazioni ingannevoli, assenza di protezione degli investitori, complessità dei prodotti, frodi, manipolazione del mercato, carenza di trasparenza dei prezzi e scarsa liquidità, oltre a rischi operativi e problemi di sicurezza.

relativo recepimento delle regole *in itinere*, volte a disciplinare i numerosi fenomeni della Finanza Decentralizzata.

L'adozione del *Digital Finance Strategy* da parte della Commissione Europea ha ricentrato l'obiettivo della regolazione di tali servizi, stabilendo che nel disciplinare i nuovi servizi finanziari deve essere perseguito il principio cardine della «*stessa attività, stesso rischio, stesse norme*»<sup>94</sup>, così da salvaguardare la parità di condizioni tra gli istituti finanziari esistenti e i nuovi partecipanti al mercato. In tal senso anche la recente proposta di regolamento sui mercati delle crypto-attività (c.d. Regolamento MiCA – *Markets in Crypto-Assets*).

Il MiCAR, infatti, come già esaminato, fa parte di un pacchetto di misure perseguite in ambito europeo, volte a consentire l'ulteriore sfruttamento del potenziale della finanza digitale in termini di innovazione e concorrenza, attenuando nel contempo i rischi. Tale pacchetto di misure comprende anche una proposta per la resilienza operativa digitale, una proposta volta a chiarire o modificare determinate norme dell'UE in materia di servizi finanziari e la recente adozione del regime pilota sulle infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia di registro distribuito (il c.d. DLT – *Distributed Ledger Technology*)<sup>95</sup>. Alla base di tali provvedimenti quattro sono gli obiettivi fondanti: i) la certezza del diritto, scongiurando possibili frammentazioni del mercato e auspicando il raggiungimento di un buon livello di “*level play field*” tra gli operatori nei diversi Stati membri; ii) il sostegno all'innovazione e alla concorrenza leale, iii) lo sviluppo delle crypto-attività e un più ampio ricorso alla DLT; iv) il raggiungimento di idonei livelli di garanzia a tutela dei consumatori e degli investitori e di integrità del mercato.

Le basi giuridiche sono dunque state poste, adesso tocca ai regolatori continuare a perseguire con fermezza l'obiettivo di un'efficiente regolazione di tali nuovi servizi finanziari e di quelli che verranno, tenendo chiaro a mente, da un lato, la necessità di un approccio cauto nell'adozione delle politiche regolamentari di tali fenomeni che faccia tesoro delle esperienze che vengono dal passato; dall'altro, la ricerca di un corretto equilibrio fra l'incardinazione di alcuni nuovi servizi

---

<sup>94</sup> Cfr. nota 66.

<sup>95</sup> Per una disamina più approfondita dei suddetti riferimenti si richiama il paragrafo 5 del presente lavoro ed in particolare le note 75 e 76.

all'interno di fattispecie già disciplinate dall'ordinamento e l'adozione di iniziative speciali *ad hoc*<sup>96</sup>, il tutto accomunato dal comune obiettivo di scongiurare l'ipotesi del verificarsi di una nuova era dello «*shadow banking sistem 2.0*».

---

<sup>96</sup> In entrambi i casi la necessità di una regolazione che operi in un'ottica funzionale e proporzionale e che interessi l'adozione di requisiti prudenziali analoghi; obblighi di trasparenza; requisiti di organizzazione interna minima, regole in materia di protezione dei dati e sicurezza informatica, conflitto di interessi, sistemi per reclami; quando gli intermediari detengano denaro o titoli dei clienti, misure di protezione del denaro attraverso separatezza e depositari; regole di *governance*, adozione di presidi a salvaguardia degli investitori, regole informative, e molto altro.