

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

APRILE/GIUGNO

2023

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 | dottrina
di Diritto Bancario | e giurisprudenza
commentata

SEDE DELLA REDAZIONE

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

SOMMARIO

LUCA R. PERFETTI, Crisi di impresa ed interesse pubblico tra amministrazione e giurisdizione.....	223
MATTEO ARRIGONI, Finanza sostenibile, servizi di investimento e tutela dell'investitore.....	261
FRANCESCA MATTASSOGLIO, Quale futuro per bitcoin e la sua decentralizzazione? Riflessioni in attesa della pronuncia sul caso Tulip Trading.....	283
GIULIA SCHNEIDER, Prevenzione della crisi d'impresa e rischi ESG: il ruolo della finanza sostenibile.....	327
GIOVANNI PETROBONI, Le disposizioni di vigilanza per le banche tra diritto pubblico e regole dei privati.....	381
VALENTINA SARA RUSCIGNO, Rapporti di durata e poteri di controllo del creditore.....	423

SOMMARIO

GIANLUCA MUCCIARONE, Requisiti degli “amministratori” delle società d’investimento mobiliare.....	213
CATERINA PISTOCCHI, Professionalità e competenza degli amministratori di banche	223
ROBERTA LO CONTE, Il <i>value for money</i> nei processi POG: profili applicativi e prospettive future	239
FEDERICO RUSSO, Tra AGCM e ABF il Collegio Coordinamento sceglie il non liquet.....	267
EDOARDO GROSSULE, Speculatività dei derivati. Considerazioni a partire da High Court of Justice (Comm) del 14 ottobre 2022.....	289
ANDREA MARIA GAROFALO, La High Court e i derivati del Comune di Venezia (ovvero: il problema degli <i>swap</i> degli enti locali e la mentalità del giurista di <i>common law</i>)	311
CLAUDIA MARASCO, L’estinzione anticipata del credito: spunti di riflessione alla luce dei recenti orientamenti della giurisprudenza ..	365

Crisi di impresa ed interesse pubblico tra amministrazione e giurisdizione

SOMMARIO: 1. Posizione del tema – 2. La distinzione tra amministrazione e giurisdizione, progressivi mutamenti – 3. Interesse generale ed interesse pubblico tra accordi, legislazione, amministrazione e giurisdizione – 3.1. Il primato dell'accordo di diritto privato – 3.2. Il primato della giurisdizione – 3.3. Il primato dell'amministrazione – 3.4. Il primato del legislatore – 4. Conclusioni sull'interesse pubblico nelle crisi di impresa

1. Posizione del tema

Non c'è dubbio circa il fatto che, fin dalla sua origine, il fallimento – ed in generale la gestione delle crisi d'impresa – sia stato considerato strumento per il perseguimento anche di interessi pubblici¹. Quest'idea,

Questo lavoro riprende in parte considerazioni svolte nel corso della European Restructuring & Insolvency Conference, tenutasi a Praga per iniziativa della Univerzita Karlova e del Governo della Repubblica Ceca in apertura del semestre di presidenza europea.

¹ In argomento, F. D'ALESSANDRO, *Interesse pubblico alla conservazione dell'impresa e diritti privati sul patrimonio dell'imprenditore*, in *Fallimento*, 1984, 79; G. ROSSI, *La grande impresa «fra privato» e «pubblico» e le leggi speciali*, in *Riv. Soc.*, 1980, 401; G. TOMASSO, *Il concordato nella liquidazione coatta amministrativa tra interessi privati ed interesse pubblico*, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, 2007, I, 448; F. FIMMANÒ, *Il concordato straordinario*, in *Giur. Comm.*, 2008, 968, per il quale «*Il concordato proposto come soluzione strutturale nell'ambito dell'indirizzo di ristrutturazione, oppure come variante dell'indirizzo di cessione, prima dell'avvenuta esecuzione dello stesso, può essere quindi definito "straordinario", di nome e di fatto, in quanto risponde ad un interesse pubblico specifico e non generico*». F. DE SANTIS, *Il giudice delegato fallimentare tra "gestione" e "giurisdizione": tracce per una riflessione de iure condendo*, in *Giur. comm.*, 2002, 489 esordisce notando che «*Non vi è dubbio che sin dalla sua origine il fallimento è stato considerato come strumento destinato a soddisfare un interesse pubblico (l'interesse alla soddisfazione del ceto creditorio e, indirettamente, dello Stato alla tranquillità dei traffici e del mercato) e che la tutela di questo interesse rientrasse tra i compiti primari dell'autorità giudiziaria. La legge fallimentare del 1942 è fondata sull'idea che l'imprenditore insolvente debba essere, almeno tendenzialmente, eliminato dal mercato e che ai creditori si debba assicurare la tutela che consente di recuperare il recuperabile attraverso gli strumenti operativi della giustizia. Ma l'evoluzione dell'economia, la ricorrenza dei periodi recessivi, la*

sempre presente, è per lo più implicita e bisognerà chiarire a quali interessi pubblici si intenda fare riferimento.

Il problema del rilievo dell'interesse pubblico richiama immediatamente la diffusa opinione per la quale le procedure di gestione delle crisi di impresa – in quest'interpretazione ragione modellate sulla base del fallimento – abbiano come unico interesse quello dei creditori dell'impresa, negandosi – quindi – qualsiasi rilievo di interessi differenti da quelli del ceto creditorio.

In altri termini, per quanto il rilievo dell'interesse pubblico appaia per lo più ineliminabile a fronte di vicende di crisi d'impresa, l'interpretazione della disciplina che le regola è distinta tra chi – ed è la larga maggioranza – ritiene che l'unico interesse rilevante sia quello dei creditori e, sull'estremo opposto, chi mette in luce il rilievo normativo di interessi (privati) diversi da quelli dei creditori ed altri (pubblici) che attengono all'economia, alla collettività, all'ambiente, ai lavoratori.

Quel che, tuttavia, nessuno è in grado di eliminare dalla discussione, è la circostanza che la legislazione – nella più parte delle economie avanzate² – non lascia campo libero alle parti coinvolte, ma ne assegna la gestione anche alla giurisdizione o all'amministrazione pubblica o – più spesso – ad un concorso tra queste due autorità³.

diffusione di forme organizzative e di modelli contrattuali sempre più complessi e sofisticati nell'attività di impresa hanno contribuito ad una sorta di invecchiamento del tradizionale ordinamento concorsuale». Resta da notare che la teoria dominante è nel senso della finalità in prevalenza privatistica del fallimento (F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, IV, Padova, 1999, 315), per evitare che finalità ulteriori come l'ordine del mercato – almeno quanto al fallimento – alterino il principio – ritenuto incrollabile – della *par conditio* (cfr. A. JORIO, *Le procedure concorsuali tra tutela del credito e salvaguardia dei complessi produttivi*, in *La crisi d'impresa - Il fallimento*, in G. IUDICA, P. ZATTI (a cura di) *Trattato di diritto privato*, Milano, 2000, 5).

² Non è questa la sede per discutere sistemi diversi da quello italiano, giacché avrebbe solo la funzione di mostrare erudizione e non contribuirebbe allo scopo di queste pagine. In breve, si può rinviare a P. DI MARTINO, M. LATHAM, M. VASTA, *Bankruptcy Laws Around Europe (1850–2015): Institutional Change and Institutional Features*, Cambridge University Press 2020.

³ Sul tema, V. COLESANTI, *Amministrazione e giurisdizione nella nuova disciplina dell'amministrazione straordinaria*, in *Riv. dir. proc.*, 2001, 23; si veda anche A. CAVALAGLIO, *Nuove regole per le crisi dell'impresa tra giurisdizione e amministrazione e soluzioni stragiudiziali*, in A. Jorio (ed.), *Nuove regole per le crisi d'impresa*, Milano, 2001, 252.

Se l'interesse fosse solo quello dei contraenti insoddisfatti – come per lo più si pensa – non vi sarebbe alcuna ragione di prevedere il *necessario* coinvolgimento di un'autorità pubblica e, semmai, come ordinario nei rapporti paritari, la giurisdizione sarebbe chiamata se ed in quanto una parte del rapporto, che lamenti una sofferenza nel godimento di un suo diritto, proponga al giudice domande nelle forme processuali previste. Né si potrà negare che, nella disciplina delle crisi d'impresa, la funzione giurisdizionale non viene esercitata nelle forme materiali (e per largo tratto anche formali) della soluzione del conflitto tra portatori di posizioni soggettive⁴, assumendo, invece, nettissimi connotati – sul versante della funzione in senso materiale⁵ – di amministrazione.

Ciò non accade in nessuna disciplina giuridica delle crisi d'impresa, giacché anche per le ipotesi in cui non vi siano competenze assegnate all'amministrazione, la giurisdizione interviene necessariamente (v'è fallimento, oggi liquidazione giudiziale, in quanto esso sia avviato innanzi al Tribunale competente) e non per risolvere una lite.

Poiché laddove vi sia una crisi d'impresa v'è sempre il necessario intervento di un'autorità pubblica (amministrazione o giurisdizione), si pone un *primo* problema, vale a dire quello di capire se vi sia una logica – e quale – nella distribuzione di competenze tra amministrazione e

⁴ In un contributo che pure non è dedicato specificamente a quanto nel testo e che, piuttosto, affronta una molteplicità di questioni attuali, C. CAVALLINI (*L'impresa, la crisi, il giudice*, in *Riv. delle società*, 2012, 758) osserva che «*Il ruolo del giudice nel mutato quadro delle procedure concorsuali — e nel divenire altalenante della crisi congiunturale — è dunque duplice e di pari rilevanza e delicatezza, proprio al cospetto di maggiori e più incisivi poteri dei creditori. E ben presto appare un ruolo non solo duplice, ma anche «incrociato»: il «giudice» (e pure il P.M. da questo sollecitato) svolge non tanto e non solo un ruolo di tutela (jus dicere) dei diritti concorsuali in conflitto (in ciò con poteri e garanzie alquanto rafforzate), quanto e soprattutto di salvaguardia all'esigenza, della società economica prima di tutto, che il “mercato delle imprese in crisi” da libero non diventi arbitrario, da legale non diventi surrettiziamente foriero delle impunità*».

⁵ È quasi scontato il riferimento a F. BENVENUTI, *Eccesso di potere amministrativo per vizio della funzione*, in *Rassegna di diritto pubblico*, 1950, 1 ed alla successiva prolusione padovana ID., *Funzione amministrativa, procedimento, processo*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 1952, 126, eppoi, ID., *Funzione. I) Teoria generale*, in *Enciclopedia giuridica*, Roma, 1989, XIV, *ad vocem*. Per un'ampia discussione di questa teoria e delle sue ascendenze, sia consentito il rinvio a L. R. PERFETTI, *L'azione amministrativa tra libertà e funzione*, in *Riv. Trim. dir. pubbl.*, 2017 (LXVII), 99

giudice in relazione ad un diverso atteggiarsi dell'interesse pubblico⁶; e, nel caso in cui una simile logica esista, verificare nella prassi un *secondo* aspetto, cioè se questa distribuzione abbia dati buoni risultati o meno. Occorre avvertire subito del fatto che si dedicherà una puntuale attenzione alle crisi delle imprese bancarie, non solo per assicurare la completezza dello sguardo sul problema, ma anche perché codeste imprese assolvono strutturalmente a funzioni di pubblico interesse, sicché la disciplina della loro crisi ne è egualmente intrisa⁷.

Per affrontare questi problemi – lungo un'analisi che, in questa sede, viene condotta solo nella prospettiva del diritto italiano, come tale integrato dalla disciplina dell'Unione Europea – occorrerà anche tenere in dovuta considerazione l'evoluzione di questi due poteri dello Stato, nella relazione con il pubblico interesse, giacché le distinzioni tradizionali sembrano ormai solo parzialmente convincenti. Conviene muovere da questo primo chiarimento.

2. *La distinzione tra amministrazione e giurisdizione, progressivi mutamenti*

La riflessione circa la distinzione tra amministrazione e giurisdizione è molto vasta, sicché – ai nostri fini – sarà ripresa solo per i tratti essenziali utili alla comprensione del problema che qui ci si pone.

2.1. Da un *primo* punto di vista, il tema può essere impostato sulla base del principio di separazione dei poteri⁸, spesso richiamato dalla dottrina e giurisprudenza italiane come un assunto, senza bisogno di fornire troppe giustificazioni.

Tuttavia, quest'impostazione sembra più ideologica che giuridica, non esistendo fondamento costituzionale espresso ad un simile

⁶ Con diversa prospettiva, G. LOMBARDI, P. D. BELTRAMI, *I criteri di selezione della procedura più adatta al risanamento di un'impresa in crisi*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2011, 713.

⁷ Tanto che negli Stati Uniti, come noto, la disciplina del fallimento bancario è del tutto diversa dalle altre imprese; non essendo questa la sede per approfondimenti specifici, basterà il rinvio al dettagliato studio di R. M. HYNES e S. D. WALT, *Why Banks are Not Allowed in Bankruptcy*, in *Virginia Law and Economics Research Paper*, 2010 (3), 985 – ma particolarmente da 1006.

⁸ Per la discussione del tema, per tutti, B. GILIBERTI, *Il merito amministrativo*, Padova, 2013.

principio. Sembra migliore il percorso di individuare il suo fondamento nel diritto dell'Unione Europea, che codifica come principio fondamentale quello della *Rule-of-Law*. Tuttavia, anche questo percorso porta a risultati solo parziali, perché il *Rechtsstaat* non implica necessariamente la separazione netta tra amministrazione e giurisdizione⁹.

A prescindere da queste considerazioni, quel che rileva è che il principio di separazione dei poteri non dice nulla di utile per il nostro problema. Infatti, la separazione della giurisdizione dall'amministrazione è funzionale al fatto che vi sia un potere indipendente in grado di sindacare le decisioni del potere esecutivo. Questa garanzia è sicuramente presente nel diritto delle crisi di impresa, perché ogni decisione governativa sulla crisi potrà essere impugnata avanti la corte di volta in volta competente. Ferma questa regola, il principio di separazione dei poteri non sembra di alcun aiuto per risolvere i problemi che ci si è posti. In altri termini, alla luce di questo principio si sarà solo in grado di sancire la giustiziabilità degli atti del potere esecutivo, ma non di comprendere per quali ragioni la gestione della crisi d'impresa sia (o possa, o debba essere) assegnata alla giurisdizione o all'amministrazione.

2.2. Da un *secondo* punto di vista, più aderente al nostro problema, si potrà notare che sia l'amministrazione che la giurisdizione sono poteri dello Stato che decidono secondo procedure regolate dal diritto.

Non serve fornire alcuna spiegazione dell'affermazione per la quale entrambi sono poteri pubblici. È, invece, utile sviluppare un breve

⁹ Sulla questione specifica si possono esaminare, G. PINO, V. VILLA (a cura di), *Rule of law. L'ideale della legalità*, Bologna, Il Mulino, 2016; P. COSTA, D. ZOLO, *Lo stato di diritto*, Milano, Feltrinelli, 2002; J.M. SCHELLY, *Interpretation in Law: The Dworkin-Fish Debate (or, Soccer amongst the Gahuku-Gama)*, in *California Law Review*, LXXIII (1985), 158; H.W. ARTHURS, *Without the Law*, Toronto, University of Toronto Press, 1985; E.C. IP, *Taking a 'Hard Look' at 'Irrationality': Substantive Review of Administrative Discretion in the US and UK Supreme Courts*, in *Oxford Journal of Legal Studies*, XXXIV (2014), 481; E. BÖCKENFÖRDE, *Entstehung und Wandel des Rechtsstaatsbegriffs*, in *Festschrift für Adolf Arndt zum 65 Geburtstag*, Frankfurt a. M., Europäische Verl, 1969, 56; K. SOBOTA, *Das Prinzip Rechtsstaat*, Tübingen, Mohr; per una larga discussione di questi problemi sia consentito il rinvio al lavoro di chi scrive, *L'ordinaria violenza della decisione amministrativa nello Stato di diritto*, in *P.A. – Persona e Amministrazione*, I (2017), 3.

ragionamento intorno a questa affermazione ed alle sue conseguenze. I poteri pubblici traggono la loro legittimazione nella sovranità. È questo il punto fondamentale di tutte le costruzioni teoriche del diritto pubblico in Europa. Finché si pensa che la sovranità spetti allo Stato, è ovvio che giurisdizione ed amministrazione saranno organizzazioni funzionali alla soddisfazione degli scopi del sovrano, dello Stato¹⁰.

Da tempo ho provato ad indicare le ragioni giuridiche per le quali, invece, la sovranità appartiene al popolo e le sue conseguenze circa la dinamica dei poteri¹¹. Questa affermazione comporta varie

¹⁰ Per una più ampia discussione del tema sia consentito rinviare a L. R. PERFETTI, *L'organizzazione amministrativa come funzione della sovranità popolare*, in *Il diritto dell'economia*, LXV (2019), 43.

¹¹ Non è questa la sede per un'accurata argomentazione di queste tesi. Per brevità sia consentito il rinvio a L. R. PERFETTI, *Per una sistematica dell'equità in diritto amministrativo. Principi istituzionali e regole della relazione tra società ed autorità*, in *Studi in onore di Alberto Romano*, vol. I, Napoli, ESI, 2011, 653; ID., *Pretese procedimentali come diritti fondamentali. Oltre la contrapposizione tra diritto soggettivo e interesse legittimo*, in *Diritto processuale amministrativo*, 2012, 850 – 875; ID., *La dimensione pubblica dei diritti individuali. Il coordinamento degli enforcement amministrativi e giudiziari nell'Unione Europea e l'emergere del diritto comune europeo*, in *AIDA. Annali italiani del diritto d'autore della cultura e dello spettacolo*, XXI, Milano, 2012, 338; ID., *I diritti sociali. Sui diritti fondamentali come esercizio della sovranità popolare nel rapporto con l'autorità*, in *Diritto pubblico*, 2013, 61; ID., *Discrezionalità amministrativa, clausole generali e ordine giuridico della società*, in *Diritto amministrativo*, 2013, 299; ID., *Funzione e compito nella teoria delle procedure amministrative. Metateoria su procedimento e processo*, in *Diritto processuale amministrativo*, 2014, 53; ID., *Sistematica giuridica e controllo razionale del potere. Osservazioni intorno al problema del metodo nel pensiero di Antonio Romano Tassone e proposta in base all'ordine giuridico della società*, in *Diritto e processo amministrativo*, 2015, 803; ID., *Sull'ordine giuridico della società e la sovranità*, in *Scritti per Luigi Lombardi Vallauri*, Padova, 2016, 1153; ID., *La legalità del migrante. Status della persona e compiti dell'amministrazione pubblica nella relazione paradigmatica tra migranti respinti, irregolari, minori trattenuti e potere pubblico*, in *Diritto e processo amministrativo*, 2016 (X), 393; ID., *Discrecionalidad administrativa y soberanía popular*, in *Revista Española de Derecho Administrativo*, 117 (2016), 195; ID., *L'azione amministrativa tra libertà e funzione*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 2017 (LXVII), 99; ID., *Discrezionalità amministrativa e sovranità popolare*, in *Al di là del nesso autorità/libertà: tra legge e amministrazione*, Torino, 2017, 119; ID., *L'ordinaria violenza della decisione amministrativa nello Stato di diritto*, in questa Rivista, I (2017), 3; ID., *Persona, società e amministrazione pubblica*, in *Amministrare*, 2019, 199; ID., *L'organizzazione amministrativa come funzione della sovranità popolare*, in *Il diritto dell'economia*, LXV (2019), n. 98 (1/2019), 43; ID., *L'attitudine della*

conseguenze, che non serve qui discutere, prima tra tutte quella per la quale i poteri pubblici sono funzionali alla soddisfazione dell'interesse del sovrano popolare; e poiché molte Costituzioni – e soprattutto quella italiana – riconoscono i diritti fondamentali e non li affermano o costituiscono, si deve necessariamente pensare che i diritti fondamentali si collochino nello stesso potere costituente. In altri termini: se la Costituzione, esercizio del potere costituente e, quindi, chiaramente, della sovranità, riconosce l'esistenza come diritti dei diritti fondamentali, vuol dire che questi esistono nella sovranità; e nella sovranità restano permanentemente. Se, quindi, i diritti fondamentali si trattengono nella sovranità, allora i poteri pubblici non potranno che essere funzionali al pieno godimento dei diritti fondamentali. Il discorso è utile rispetto al nostro problema, perché la disciplina delle crisi d'impresa può pregiudicare vari diritti fondamentali espressamente riconosciuti dalla Costituzione, dalla libertà d'impresa al lavoro, dalla tutela della concorrenza a quella dell'ambiente, e così via.

Giurisdizione ed amministrazione, quindi, avranno lo stesso scopo nell'esercitare i poteri che la legge assegna loro di fronte ad una crisi di impresa: non l'interesse dello Stato a potenziare la sua economia, a difendere la nazionalità dell'impresa o ad attuare la sua politica economica, ma quello delle persone a vedere compromessi il meno possibile i loro diritti fondamentali a fronte di una vicenda che, dissolvendo l'impresa, può compromettere irreparabilmente diritti fondamentali (come quello al lavoro, solo per esemplificare), beni pubblici (come l'ambiente) o l'accesso a prestazioni (come quelle di trasporto e comunicazione, ad esempio) essenziali per il godimento dei diritti.

Stesso scopo e stesso modo di decidere, vale a dire secondo procedure fissate dalla legge: procedimento amministrativo e processo sono entrambe procedure pubbliche regolate dalla legge in modo che i titolari di interessi coinvolti possano partecipare in contraddittorio, che la decisione sia il frutto di un esame completo ed imparziale dei fatti e dell'interpretazione corretta della legge applicabile, che le ragioni della

giraffa. Per una teoria dei diritti sociali come esercizio della sovranità, nella stagione della crisi del welfare pubblico, in M. FRANCESCA E C. MIGNONE (a cura di) *Finanza di impatto sociale. Strumenti, interessi, scenari attuativi*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2020, 6.

decisione siano esplicite e controllabili¹². Giurisdizione ed amministrazione decidono, quindi, per lo stesso scopo e nello stesso modo. Mostrano solo un diverso grado di indipendenza dal Governo.

2.3. Si pone qui, nell'indipendenza dal Governo, il criterio che consente di distinguerle. Non basterà la semplice evocazione della separazione dei poteri. Essa presuppone che questi due poteri siano diversi. Ma la differenza è solo presupposta e non spiegata. Infatti, se è vero che la giurisdizione risolve controversie, anche l'amministrazione fa e può fare lo stesso – basterebbe il richiamo alla funzione di autotutela; se l'amministrazione, invece, è attività esecutiva della legge nell'interesse pubblico in modo da produrre effetti materiali, non si può negare che anche la giurisdizione faccia lo stesso, ad esempio nei processi esecutivi o nella volontaria giurisdizione, ovvero, proprio nelle ipotesi delle quali ci si occupa in questa sede.

Si è, seguendo Kelsen, sostenuto che la distinzione risieda nella diversa efficacia degli atti. La decisione del giudice è destinata ad essere coperta dalla *res iudicata*, mentre quella del potere esecutivo è sempre revocabile. Questa distinzione, sempre molto utile, non è più sostenibile con esattezza al momento presente. Infatti, la giurisprudenza della Corte di Giustizia ha chiarito che l'applicazione del diritto europeo può imporre la disapplicazione di una sentenza coperta dalla *res iudicata* (sicché, solo per esemplificare, l'amministrazione non solo potrà, ma dovrà disapplicare la sentenza passata in giudicato ove in contrasto con il diritto europeo). Allo stesso modo, la legge italiana prevede – a tutela dei diritti ed interessi legittimi che si sono formati sull'atto amministrativo ed in applicazione della buona fede – che l'amministrazione non possa annullare i suoi provvedimenti dopo un anno dalla loro adozione. Quello dell'efficacia degli atti resta un criterio tendenziale, ma non molto utile ai nostri fini.

2.4. Più significativo il profilo degli interessi perseguiti. Si è detto che l'amministrazione persegue un interesse proprio (l'interesse pubblico), mentre la giurisdizione l'interesse delle parti, per come

¹² Per una maggiore argomentazione di queste conclusioni, sia consentito rinviare per brevità a L. R. PERFETTI, *Funzione e compito nella teoria delle procedure amministrative. Metateoria su procedimento e processo*, in *Diritto processuale amministrativo*, 2014, 53.

presentato dalle parti per dimostrare il loro *locus standi*. Anche questo criterio è meno preciso di quanto si pensi. Infatti, la giurisdizione persegue solo prevalentemente l'interesse delle parti – stante che, ulteriormente, persegue anche l'interesse pubblico all'applicazione ed effettività della legge e ad evitare i conflitti sociali; l'amministrazione pubblica, d'altro canto, persegue sì l'interesse pubblico (che è il suo scopo), ma l'interesse pubblico è l'interesse dei cittadini alla massimizzazione del godimento dei diritti fondamentali ed all'uguaglianza – quindi, ben considerando, si tratta dell'interesse delle parti coinvolte nella decisione, non dell'interesse dello Stato, giacché nessuno ha mai dubitato che l'interesse pubblico non appartenga all'ente pubblico, che – invece – è solo onerato del compito di perseguirlo. In altri termini, il criterio dell'interesse perseguito è, anch'esso, assai meno preciso di quanto tradizionalmente si ritenga.

Quel che è chiaro, invece, almeno secondo la legge italiana, è che al giudice è assicurata indipendenza (dal Governo) mentre all'amministrazione solo imparzialità¹³ e distinzione di compiti tra politica e amministrazione¹⁴.

La differenza, quindi, da un punto di vista strettamente di diritto positivo, risiede solo in un maggiore o minore grado di indipendenza rispetto all'autorità politica.

2.5. Sulla base di quanto appena chiarito, si deve escludere che – come invece si è sempre sostenuto – la cura dell'interesse pubblico (inteso come interesse dello Stato) spetti all'amministrazione mentre il giudice agisce nell'interesse delle parti e della legge. Sia l'amministrazione, sia la giurisdizione agiscono nell'interesse delle parti, dei destinatari dei loro atti, perché agiscono perché sia data attuazione alla legge e perché i cittadini possano godere nel modo più pieno ed uguale i loro diritti fondamentali.

Se si abbandona la prospettiva puramente dogmatica fin qui utilizzata e si guarda alle linee evolutive dell'ordinamento, le conclusioni cui si è giunti sono confermate in modo ancora più deciso.

¹³ Per brevità, basterà il rinvio alla recente indagine di I. PIAZZA, *L'imparzialità amministrativa come diritto. Epifanie dell'interesse legittimo*, Santarcangelo di Romagna, Maggioli, 2021.

¹⁴ Sulla questione, *ex multis*, P. FORTE, *Il principio di distinzione tra politica e amministrazione*, Torino, 2005.

Vi sono, infatti, interessi pubblici che sono assegnati dalla legge solo alla giurisdizione, purtuttavia restando chiaramente interessi pubblici. Basterebbe pensare al caso del *private enforcement*¹⁵ nel settore della tutela della concorrenza ovvero in quello della protezione dei marchi e brevetti¹⁶ ovvero ancora ai diritti del consumatore¹⁷. In tutti questi casi, il legislatore ritiene che la tutela giurisdizionale attivata dalla parte privata interessata sia una forma adeguata di cura dell'interesse pubblico. Se si esaminano le norme, si noterà facilmente che il legislatore – europeo o nazionale – non usi alcuna ambiguità circa la funzionalizzazione all'interesse pubblico di queste attività giurisdizionali, giacché la natura pubblica dell'interesse è chiaramente ed espressamente indicata. In modo speculare, vi sono funzioni quasi-giurisdizionali che il legislatore ha assegnato all'amministrazione pubblica: basterebbe fare riferimento alle autorità indipendenti (anzitutto quella *antitrust*), ovvero al settore della creazione di certezza pubblica.

Nella sostanza, la cura del pubblico interesse – e s'è detto che le procedure fallimentari sono intrise di pubblico interesse – può essere affidata al giudice su iniziativa delle parti, ovvero agli enti pubblici. Come si è osservato, si assiste ad un progressivo allineamento di amministrazione e giurisdizione quanto a scopi, interessi protetti e procedure; spetta alla legge assegnare funzioni all'una o all'altra, sicché se si può ritenere di avere individuato così i profili evolutivi delle due funzioni pubbliche, maggiore rilievo ancora assumono i due restanti problemi – vale a dire, se vi sia un rationale in questa distribuzione in relazione all'interesse pubblico e se essa sia efficace.

La disciplina delle crisi di impresa, quindi, è coerente con questa graduazione della tutela dell'interesse pubblico ed ordine di problemi.

¹⁵ B. SASSANI (a cura di), *Il private enforcement antitrust dopo il d.lgs. 19 gennaio 2017*, n. 3, Pisa, Pacini, 2017.

¹⁶ L. R. PERFETTI, *La dimensione pubblica dei diritti individuali. Il coordinamento degli enforcement amministrativi e giudiziali nell'Unione Europea e l'emergere del diritto comune europeo*, cit.

¹⁷ Per un inquadramento, G. ALPA E A. CATRICALÀ (a cura di), *Diritto dei consumatori*, Bologna, Mulino, 2016.

3. Interesse generale ed interesse pubblico tra accordi, legislazione, amministrazione e giurisdizione

La cura del pubblico interesse, quindi, può essere assegnata dalla legge a soggetti diversi o ad una loro varia combinazione. Nel caso delle crisi di impresa si danno diverse alternative.

3.1. Il primato dell'accordo di diritto privato

La legge, in primo luogo, prevede ipotesi nelle quali la crisi di impresa può essere risolta direttamente dalle parti coinvolte, prevalentemente con accordi e strumenti di diritto privato. Si tratta di ipotesi di minore importanza e di limitato impatto su beni e rapporti rilevanti per l'interesse pubblico.

Solo per fornire un esempio, questo è il caso della composizione negoziata della crisi d'impresa¹⁸ – articoli 12-25-*quinquies* Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza; si tratta di un meccanismo concepito per fornire alle imprese in difficoltà, anche a causa dell'emergenza pandemica, uno strumento alternativo rispetto ai rimedi giudiziari e diretto a prevenire lo stato insolvenza. La procedura di composizione negoziata è assistita da elementi di pubblicità, giacché si avvia con domanda che può essere presentata dai rappresentanti legali delle imprese presso Unioncamere – un ente pubblico, quindi – attraverso un test di accesso che consente a chi presenta la proposta di verificare la ragionevole perseguibilità di risanamento. La composizione negoziata si svolge sotto la supervisione di un consulente indipendente che assiste alle trattative per il recupero della stabilità economica e finanziaria. La gestione della società deve essere condotta in modo da non compromettere la sostenibilità economica e finanziaria dell'impresa e «*nell'interesse prevalente dei creditori*» in caso di rischi emergenti di insolvenza. Diverse misure consentono di consolidare la posizione finanziaria della società e di favorire l'uso di tale strumento, quali: la sospensione degli obblighi di ricapitalizzazione e delle cause

¹⁸ In argomento, N. MICHIELI, *Il ruolo dei soci nelle procedure di composizione della crisi e dell'insolvenza*, in *Riv. Soc.*, 2021, 830; I. DONATI, *La gestione non conservativa della società con patrimonio insufficiente*, *ivi*, 2021, 796; C. D'AMBROSIO, *Le esenzioni da revocatoria nella composizione stragiudiziale della crisi di impresa*, in *Giur. comm.*, 2007, 364.

di scioglimento in caso di riduzione o perdita del capitale sociale e la possibilità per la società di richiedere al tribunale provvedimenti protettivi a tutela del patrimonio sociale. Tutte le misure in oggetto devono essere pubblicate nel Registro delle Imprese. Altro aspetto cruciale è il ruolo attivo incentivante degli istituti finanziari, che sono invitati a partecipare “attivamente” al processo di negoziazione. Le trattative possono condurre ad accordi e strumenti di risoluzione idonei a superare le difficoltà; in caso contrario, l’impresa può richiedere l’accesso alle procedure concorsuali di ristrutturazione previste dal Codice della crisi d’impresa e dell’insolvenza. Per favorire una tempestiva risoluzione della crisi, sono stati introdotti obblighi di segnalazione per gli organi di controllo delle società, ora tenuti a riferire agli organi amministrativi societari sulla sussistenza delle condizioni di accesso alla composizione negoziata. Inoltre, sempre in funzione preventiva, i cosiddetti “creditori pubblici certificati” sono tenuti a segnalare agli organi amministrativi della società il superamento di determinate soglie di esposizione – cfr. art. 25 *nonies* Codice della crisi d’impresa e dell’insolvenza – e invitare l’azienda ad avviare una composizione negoziata se sussistono le relative condizioni.

Non è lecito nutrire alcun dubbio in ordine al fatto che l’interesse pubblico possa essere perseguito anche solo con strumenti di diritto privato ed in genere consensuali, come espressamente si trae dagli articoli 1, 11 e 15 della legge generale sul procedimento amministrativo (l. 7 agosto 1990, n. 241) e largamente condiviso in dottrina; se, quindi, la stessa amministrazione pubblica può perseguire il pubblico interesse con strumenti di diritto privato, negoziali, nulla può mettere in discussione il fatto che la legge possa lasciare all’accordo dei privati la soddisfazione del pubblico interesse¹⁹.

Laddove la gestione della crisi sia lasciata all’accordo delle parti interessate, è agevole identificare l’interesse pubblico con quello alla prosecuzione dell’attività d’impresa e, quindi, alla protezione dei creditori, la prevenzione dell’usura, la garanzia del mercato e della concorrenza – interesse espressamente pubblico per disposizione costituzionale. È particolarmente evidente la natura pubblica

¹⁹ Diverso è lo scopo pubblico assegnato all’Organismo di composizione della crisi – che, infatti, è un ente pubblico; cfr. D. DE FILIPPIS, *La natura pubblica dell’organismo di composizione della crisi*, in *Giur. Comm.*, 2022, 494 – che assolve alla funzione di prevenire l’usura e ridurre i casi portati avanti le corti giurisdizionali.

dell'interesse alla prosecuzione dell'attività d'impresa in condizioni di adeguatezza finanziaria, intervenendo soggetti pubblici sia al suo avvio, attraverso il test di ragionevolezza circa il risanamento, sia a motivo della sua conclusione (sicché se il risanamento non è conseguito, si confluisce in altra procedura tradizionale con il primato della giurisdizione o dell'amministrazione).

3.2. *Il primato della giurisdizione*

Il fallimento ed il concordato sono classicamente il luogo nel quale si esprime il primato della giurisdizione.

É pur vero che la liquidazione giudiziale, in forza dell'art. 37, co. 2, Codice della crisi può essere proposta con ricorso *«del debitore, degli organi e delle autorità amministrative che hanno funzioni di controllo e di vigilanza sull'impresa, di uno o più creditori o del pubblico ministero»*, sicché è tutt'altro che assente il ruolo dell'amministrazione pubblica. Tuttavia, resta chiaro che il primato sulla liquidazione giudiziale spetta alla giurisdizione e la dichiarazione avviene con sentenza assunta in camera di consiglio, dopo che il debitore e gli istanti sono stati sentiti in udienza, la procedura è condotta dal giudice delegato, che vigila sulle operazioni e ne controlla la regolarità, nomina e revoca il curatore e i componenti del comitato dei creditori, forma lo stato passivo e lo dichiara esecutivo con decreto, contro il quale si possono proporre opposizioni o impugnazioni ovvero istanza di revocazione. L'amministrazione non vi è coinvolta per nulla.

La complessiva gestione della crisi da parte dell'autorità giudiziaria – sottraendola al puro accordo tra privati regolato dalla pura autonomia delle parti – risponde certamente anche a ragioni di pubblico interesse (l'esclusione dal mercato dell'operatore insolvente, la garanzia del mercato finanziario e dell'uguaglianza tra i creditori, la prosecuzione dell'azienda, ove ne sia possibile l'alienazione, e, quindi, della produzione) e, tuttavia, quest'interesse è già pienamente definito dalla norma, sicché non v'è ragione perché non sia rilasciato interamente alla cura della sola giurisdizione. Le funzioni di pubblico interesse del fallimento e delle procedure tradizionali sono estremamente semplificate, dominate dal criterio della massima soddisfazione dei creditori, sicché trattandosi solo di applicazione di norme, la funzione giurisdizionale è perfettamente adatta allo scopo.

3.3. *Il primato dell'amministrazione*

L'amministrazione pubblica mostra il suo primato nella gestione della crisi d'impresa in varie procedure. Sembra interessante, in questa sede, concentrarsi sull'amministrazione straordinaria e sulla risoluzione bancaria; la prima è la più importante ipotesi di gestione governativa della crisi di impresa; la seconda, quella più significativa di gestione da parte di un'autorità indipendente dal Governo (la Banca d'Italia).

È interessante osservare entrambe le procedure perché, se come tutti i meccanismi a gestione amministrativa anche questi casi sono caratterizzati dagli interessi di una platea molto estesa di *stakeholder*, risulterà immediatamente evidente come l'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi soffra il difetto di una forte influenza politica – a sua volta condizionata dall'interesse dei dipendenti dell'impresa, in grado di impegnare direttamente il Governo; al contrario le procedure BRRD²⁰, in quanto gestite da un'autorità indipendente e prevalentemente tecnica (Banca d'Italia), nonostante possibili interessi politici non meno forti, patiscono questo difetto in misura inferiore.

3.3.1. Prima di affrontare il tema, conviene fare qualche breve considerazione sulla *liquidazione coatta amministrativa*²¹. La procedura di liquidazione coatta amministrativa è interamente amministrativa e l'interesse pubblico non è individuabile con semplicità, perché sia la Legge Fallimentare che il Codice della Crisi d'Impresa dettano norme di base, che trovano il loro sviluppo in leggi di settore; per individuare specificamente l'interesse pubblico occorre fare riferimento, quindi, alle singole leggi di settore.

Tuttavia, indicazioni generali rilevanti si traggono dalla funzione della liquidazione coatta amministrativa. Infatti, si potrà fare riferimento alla circostanza per la quale il presupposto della procedura

²⁰ B. INZITARI, Brrd, “bail in”, *risoluzione della banca in dissesto, condivisione concorsuale delle perdite (d.lgs. n. 180 del 2015)*, in *Giustizia civile*, 2017, 197; P. DE GIOIA CARABELLESE, *Bail-in, diritti dei creditori e Costituzione italiana*, in *Giurisprudenza Commerciale* 2020, 944.

²¹ G. BONFANTE, *La liquidazione coatta amministrativa. Commento a dec. lgs. 12 gennaio 2019 n. 14 (Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza)*, in *Giurisprudenza italiana*, 2019, 2032

non è necessariamente lo stato di insolvenza; ad esempio, la liquidazione coatta amministrativa può essere avviata sia a motivo di perdite patrimoniali di eccezionale gravità, che, per ragioni estranee all'andamento economico dell'impresa, come, ad esempio, irregolarità amministrative o violazioni di legge o statuto. Evidente, quindi, che la liquidazione coatta amministrativa può essere avviata per ragioni di interesse pubblico volta a volta diverse, tra le quali la garanzia della legalità – che non è affatto specifica dell'ambito economico.

L'autorità competente assume il provvedimento di liquidazione coatta amministrativa – nel quale l'interesse pubblico specifico sarà determinato – che viene pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale e iscritto al registro delle imprese; lo stesso provvedimento amministrativo nomina gli organi della procedura, vale a dire i commissari liquidatori e il comitato di sorveglianza, con funzioni direttive e di vigilanza dell'autorità amministrativa che sovrintende allo specifico settore ed approva il bilancio finale della liquidazione con il conto della gestione e il piano di riparto tra i creditori. Il concorso della corte fallimentare è solo eventuale, nel caso di insolvenza.

Si tratta di una procedura interamente amministrativa, con un concorso solo eventuale della giurisdizione, rispetto alla quale l'individuazione dell'interesse pubblico è possibile solo relativamente alla singola legge di settore.

In ogni caso, sembra rilevante per la determinazione dell'interesse pubblico il ruolo delle autorità amministrative di vigilanza sull'impresa interessata (art. 316, Codice della Crisi d'Impresa) giacché sarà significativo accertare, di caso in caso, quali siano codeste autorità, quali gli interessi pubblici cui sono preposte, quali le ragioni dedotte nella domanda di accertamento dello stato di insolvenza con apertura della liquidazione coatta amministrativa.

Una piccola osservazione deve essere fatta in ordine alla liquidazione coatta amministrativa dell'impresa bancaria^{22 23}, la cui

²² F. ACCETTELLA, *Il concordato nella liquidazione coatta amministrativa di tipo bancario*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2020, 436; F. BURIGO, *Osservazioni in merito al procedimento per la dichiarazione di insolvenza dell'impresa bancaria in liquidazione coatta amministrativa*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2020, 401.

²³ Casi recenti sono i decreti del Ministro dell'Economia 25 giugno 2017, n. 186 relativo a Veneto Banca e n. 185 relativo a Banca Popolare di Vicenza, con i quali le due banche sono state sottoposte a liquidazione coatta amministrativa ai sensi dell'art.

importanza è oggi enfatizzata anche dal fatto che la valutazione dell'interesse pubblico per la sottoposizione della banca a misure di risoluzione è data proprio dalla comparazione con gli effetti della liquidazione dell'ente con procedura ordinaria di insolvenza; infatti, sulla base di quanto previsto dall'art. 18, co.5 del SRM (Regolamento UE n. 806/2014, che fissa norme e una procedura uniformi per la risoluzione degli enti creditizi e di talune imprese di investimento nel quadro del meccanismo di risoluzione unico e del Fondo di risoluzione unico e che modifica il Regolamento UE n. 1093/2010) la risoluzione sarà possibile e «*considerata nell'interesse pubblico*» in quanto consegua almeno uno degli obiettivi della risoluzione (per come indicati dall'articolo 14 del Regolamento 806/2014), sia ad essi proporzionata e se «*la liquidazione dell'ente con procedura ordinaria di insolvenza non consentirebbe di realizzare tali obiettivi nella stessa misura*» (la clausola cosiddetta *no creditor worse off*)²⁴. Nelle

83, co. 3, del Testo Unico Bancario. Si vedano certamente, G. MOLLO, *La nozione di «controversia» nella disciplina della liquidazione coatta amministrativa delle «banche venete»*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2020, 416; F. PACILEO, *Cessioni aggregate, aiuti di Stato e responsabilità della cessionaria: note a margine della vicenda delle banche venete*, in *Il Fallimento e le altre procedure concorsuali*, 2020, 684; I. MECATTI, *La responsabilità della banca cessionaria nell'ambito della I.c.a. [liquidazione coatta amministrativa] delle banche venete, per le pretese risarcitorie degli azionisti e restitutorie dei creditori della banca cedente*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2019, 784; P. BONETTI PAOLO, *Brevi note sui profili costituzionali dell'interpretazione conforme del decreto-legge n. 99/2017 sulla liquidazione coatta amministrativa di due banche venete*, in *Rivista di diritto bancario*, 2018, 641; A.A. DOLMETTA, U. MALVAGNA, *Debiti (non) ceduti e insinuazione al passivo. A proposito delle «banche venete»*, in *Rivista di diritto bancario*, 2018, 5; D. MAFFEIS, *I debiti delle banche venete: interpretare un contratto che ha funzione di legge*, in *Le Nuove leggi civili commentate*, 2018, 994; M. RISPOLI FARINA, *La soluzione della crisi del Monte Paschi di Siena e delle banche venete nell'ambito della procedura di risanamento e risoluzione delle banche italiane. Uno sguardo di insieme*, in *Studi senesi*, 2018, 449.

²⁴ In argomento, senza pretesa di esaustività, almeno, F. SALERNO, *La «liquidazione ordinata» delle banche in crisi*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2021, 305; V. D. GESMUNDO, *L'insolvenza bancaria al tempo dell'Unione*, in *Giur. Comm.*, 2020, 1207; A. RIZZI, *La disciplina dell'amministrazione straordinaria nella sistematica della riforma della crisi d'impresa e del diritto concorsuale*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2020, 1267; E. MINERVINI, *Il diritto all'indennizzo degli ex azionisti del Banco di Napoli, S.p.A.*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2020, 803; L. SCIPIONE, *Aiuti di Stato, crisi bancarie e ruolo dei Fondi di garanzia dei*

esperienze concrete di risoluzione bancaria applicate nel nostro Paese, proprio la valutazione circa l'impossibilità di perseguire i medesimi interessi, nella stessa misura, attraverso la liquidazione coatta amministrativa, è stata centrale nei molti giudizi che sono stati proposti innanzi il giudice amministrativo (eppoi, le Corti europee e la Cassazione).

Per quanto nella letteratura la liquidazione coatta amministrativa bancaria venga sempre qualificata come funzionale all'interesse pubblico, è raro trovarne una specificazione. Dalla prospettiva *no creditor worse off clause*, invece, è assai più agevole individuare i profili di interesse pubblico rilevanti, anche tenendo in considerazione il fatto che, innanzi a gravi irregolarità, la Banca d'Italia potrà disporre il commissariamento dell'intermediario e non la sua liquidazione. Conseguentemente, l'interesse pubblico che sostiene la liquidazione – il cui risultato è la dissoluzione dell'impresa con un effetto sui creditori migliore rispetto alla risoluzione bancaria – sarà quello all'ordinato sviluppo del mercato dei servizi bancari e la conseguente garanzia del diritto costituzionale al risparmio ed investimento (art. 47 Cost.), anche nella prospettiva dei depositanti. Infatti, nessun altro profilo di pubblico interesse alla prosecuzione dell'attività sarà perseguibile in questo caso – giacché altrimenti sarebbe stata possibile la risoluzione.

depositanti, in *Giur. Comm.*, 2020, 184; I. DONATI, *Crisi d'impresa e diritto di proprietà. Dalla responsabilità patrimoniale all'assenza di pregiudizio*, in *Riv. Soc.*, 2020, 164; M. CLARICH, *La disciplina del settore bancario in Italia: dalla legge bancaria del 1936 all'Unione bancaria europea*, in *Giur. Comm.*, 2019, 32; F. GHEZZI, M. BOTTA, *Standard di valutazione, interessi nazionali ed operazioni di concentrazione in Europa e negli Stati membri, tra spinte centrifughe ed effetti di spill-over*, in *Riv. Soc.*, 2018, 1047; S. AMOROSINO, *I modelli ricostruttivi dell'ordinamento amministrativo delle banche: dal mercato "chiuso" alla regulation unica europea*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2016, per il quale «Banca d'Italia faceva ricorso ad un ampio strumentario di atti e procedimenti amministrativi» ed il «fondamento di tutti i poteri era l'interesse pubblico alla stabilità e funzionalità del mercato bancario, da perseguirsi "governando" gli ingressi ed indirizzandone gli sviluppi, vigilando sulla sana e prudente gestione degli istituti e gestendo le eventuali situazioni di crisi», con proposta che unifica i profili di pubblico interesse – a mio modo di vedere, operazione non sempre agevole se si comprenda la messa in liquidazione della banca; e R. LENER, *Bail-in bancario e depositi bancari fra procedure concorsuali e regole di collegamento degli strumenti azionari*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2016, 287.

3.3.2. Più agevole, invece, il compito in relazione all'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi, che ha «finalità conservative del patrimonio produttivo, mediante prosecuzione, riattivazione o riconversione delle attività imprenditoriali» (art.1, decreto legislativo 8 luglio 1999, n. 270)²⁵.

3.3.2.1. Come più che noto, si tratta di un meccanismo introdotto dal decreto legge 30 gennaio 1979, n. 26 (“Legge Prodi”), per evitare il fallimento di imprese di rilevante interesse pubblico²⁶.

²⁵ Per l'inquadramento, *L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza*, a cura di Costa, Torino, Utet, 2008; E.F. RICCI, *Procedure liquidatorie, procedure conservative e tecniche di individuazione del patrimonio (a proposito di 'ristrutturazione' nella nuova amministrazione straordinaria)*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2001, 1, 35 ; A. CASTAGNOLA, R. SACCHI, *La nuova disciplina dell'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi in stato di insolvenza*, Torino, 2000; M. BIANCA, *L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza dopo il d.lg. 12 settembre 2007, n. 169*, Torino, Utet, 2008; 1 A. ROSSI, *Il programma nell'amministrazione straordinaria delle grandi imprese insolventi*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2001, III, 356; E. STASI, V. ZANICHELLI, “Grandi procedure” non solo per le grandi imprese, Milano, Ipsoa, 2010; R. MARTINO, M. MONTANARI, *La nuova amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi: il dibattito continua*, in *Giustizia Civile*, II, 115; V. NAPOLEONI, *Amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza: i chiaroscuri della riforma*, in *Nuove leggi civili commentate*, I, 1999, 112; A. DANOVÌ, C. MONTANARO, *L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza: primi spunti di verifica empirica*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2010, 245; A. MELUCCO, *L'amministrazione straordinaria*, in *Trattato di diritto delle procedure concorsuali*, Torino, 2001, 776; E. FRASCAROLI SANTI, *Il diritto fallimentare e delle procedure concorsuali*, Padova, 2012; A. RIZZI, *La disciplina dell'amministrazione straordinaria nella sistematica della riforma della crisi d'impresa e del diritto concorsuale*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2020, 1267;

²⁶ Di nuovo senza pretesa di esaustività, V. COLESANTI, A. MAFFEI ALBERTI, P. SCHLESINGER, *Provvedimenti urgenti per l'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi*, in *Nuove leggi civili commentate*, 1979, 705; G. ALESSI, *La crisi dell'amministrazione straordinaria*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1982, I, 449; G. MINERVINI, *L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1979, 617; G. MILLOZZA, *La crisi dell'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi*, in *Diritto fallimentare*, 1981, 276; A. BONSIGNORI, *L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi*, Padova, 1980; A. GAMBINO, *Profili dell'esercizio dell'impresa nelle procedure concorsuali alla luce della disciplina dell'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1980, I, 559; ID., *Gli interessi coinvolti nella crisi dell'impresa*, in *Fallimento*, 1982, 386; G. OPPO, *Profilo sistematico*

Nata come strumento temporaneo ed eccezionale, è stata oggetto nel tempo di varie critiche sul versante della violazione delle norme dell'Unione in materia di aiuti di Stato²⁷, sicché è stata modificata dal d. lgs. 8 luglio 1999, n. 270, con drastica riduzione della durata, previsioni dirette a conseguire la celere individuazione di un nuovo assetto imprenditoriale ed il potenziamento della tutela dei creditori²⁸. Singole riforme²⁹ sono state approvate per le procedure con maggiore effetto industriale o sociale – come i casi Parmalat, Alitalia, ILVA (30).

dell'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi, in *Rivista di diritto civile*, 1981, I, 233; ID., *Sistematica dell'amministrazione straordinaria e l.* 1982, n. 119, in *Rivista di diritto civile*, 1982, II, 478; P. GUERRA, *Sulla tutela dei creditori nella procedura di amministrazione straordinaria*, in *Rivista delle società*, 1982, 107; G. TARZIA, *I creditori nell'amministrazione straordinaria*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1982, I, 727.

²⁷ Si veda la nota sentenza *Ecotrade*, Corte di Giustizia CE, 1 dicembre 1998, C-200/97, sulla quale, tra i molti, C. BISCARETTI DI RUFFIA, *Compatibilità dell'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza con l'ordinamento comunitario*, in *Diritto dell'Unione Europea*, 2005, 485; P. DE CESARI, G. MONTELLA, *Il nuovo diritto europeo della crisi d'impresa*, Torino, 2017. Si veda, comunque, anche Corte costituzionale, 21 aprile 2006, n. 172, in *Foro italiano*, 2006, I, 1638.

²⁸ Sulla relazione tra queste discipline speciali e disciplina ordinaria, A. JORIO, *Riflettendo sul pensiero di Francesco Vassalli e sull'imperscrutabile futuro per le soluzioni concordate delle crisi d'impresa*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2021, 1025 (ma già ID., *Le crisi d'impresa. Il Fallimento*, in *Trattato di diritto privato*, cit.) e A. RIZZI, *La disciplina dell'amministrazione straordinaria nella sistematica della riforma della crisi d'impresa e del diritto concorsuale*, *ivi*, 2020, 1267; più recentemente, N. ABRIANI, *La crisi dei gruppi di imprese tra composizione negoziata e Codice della crisi*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2022, 391.

²⁹ Più in generale, su alcuni profili problematici e meritevoli di riforma (come le procedure di allerta o quelle di concordato) *Le proposte per una riforma della legge fallimentare. Un dibattito dedicato a Franco Bonelli*, in M. ARATO e G. DOMENICHINI (a cura di), Milano, 2017.

³⁰ Per la crisi Parmalat è stato adottato il d.l. 27 dicembre 2003, n. 347, convertito nella legge l. 18 febbraio 2004, n. 39 e modificato dal d.l. 3 maggio 2004, n. 119, a sua volta convertito nella legge l. 5 luglio 2004, n. 166 e, successivamente, dal d.l. 28 febbraio 2005, n. 22., convertito nella legge l. 29 aprile 2005, n. 71; quanto ad Alitalia è intervenuto il d.l. 28 agosto 2008, n. 134, convertito nella legge l. 27.10.2008, n. 166. Le procedure attualmente in corso sono elencate alle pagine https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/2021_DICEMBRE_270_solo_grafico.pdf e https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/2021_DICEMBRE_347_solo_grafico.pdf.

L'influenza delle decisioni politiche del Governo è enorme, stante che le procedure avvengono con direzione e controllo del Ministero dello Sviluppo Economico e sono qualificate «*strumento di politica industriale*».

Il ricorso a questa procedura richiede la verifica delle condizioni di ammissibilità – relative al numero dei dipendenti ed all'entità dell'indebitamento – e della concretezza delle prospettive di riequilibrio economico – che saranno realizzate con cessione di complessi aziendali, sulla base di un programma di prosecuzione dell'attività della durata di un anno; la ristrutturazione economica e finanziaria sulla base di un programma di risanamento della durata di due anni; cessione di beni e contratti sulla base di un programma di prosecuzione dell'esercizio dell'impresa di durata di un anno (estensibile a quattro) per le imprese che operano nel settore dei servizi pubblici essenziali. La corte fallimentare partecipa ad alcune fasi della procedura, ad esempio dichiarando l'insolvenza con sentenza e nominando di un commissario giudiziale³¹ che trasmette al Ministero dello Sviluppo Economico una relazione sulle cause della crisi e sulle prospettive di riequilibrio economico; su parere del Ministero dello Sviluppo Economico il Tribunale ammette o meno l'impesa all'amministrazione straordinaria. Se l'impresa è ammessa spetta al Ministero dello Sviluppo Economico la nomina di commissari cui spetta la gestione dell'impresa, aggiornando il Ministero dello Sviluppo Economico della loro attività e chiedendo al Ministero l'approvazione del programma e l'autorizzazione al compimento degli atti diretti a realizzare il programma o che ne costituiscono il presupposto.

Tuttavia, non sempre è richiesto l'intervento del Tribunale, stante che nelle ipotesi regolate dal decreto legge 23 dicembre 2003, n. 347 la procedura può essere avviata dal Ministero dello Sviluppo Economico e la dichiarazione di insolvenza da parte del Tribunale potrà intervenire anche successivamente.

³¹ Nomine che nel passato hanno dato adito a numerose critiche, rendendo necessaria l'emanazione di regole. Sugli attuali sui criteri di nomina dei commissari cfr. Ministero per lo Sviluppo Economico, *Direttiva sugli Organi delle Amministrazioni Straordinarie*, 13 maggio 2021, consultabile in https://www.mise.gov.it/images/stories/normativa/Direttiva_organ_i_amministrazioni_straordinarie_13_05_2021.pdf.

In ogni caso, solo dopo l'autorizzazione del Ministero dello Sviluppo Economico i commissari straordinari trasmettono il programma al Tribunale, segnalando se esso contenga notizie o previsioni specifiche la cui divulgazione potrebbe pregiudicare l'attuazione. Il giudice delegato dispone il deposito in cancelleria del programma con esclusione delle parti "riservate". Anche le relazioni periodiche vengono trasmesse dai commissari prima al Ministero dello Sviluppo Economico e successivamente depositate in cancelleria. Il ruolo del giudice delegato nella fase amministrativa dell'amministrazione straordinaria (pertanto se e fino a quando non venga dichiarato il fallimento della grande impresa) è molto limitato: alla formazione dello stato passivo (in relazione a ciascun credito i commissari straordinari rilasciano la loro proposta di ammissione o meno); all'emissione dell'ordine di deposito in cancelleria del progetto di riparto; all'autorizzazione alla distribuzione dell'attivo; all'individuazione delle parti del programma autorizzato dal Ministero dello Sviluppo Economico da segretare perché riservate. Poteri estremamente limitati, dato che autorizzazione e verifica della corretta implementazione del programma sono totalmente sottratti alla sfera del giudice delegato.

Sulla base delle norme di legge, quindi, possono – in via puramente interpretativa – identificarsi profili del pubblico interesse, ma questo non è chiaramente identificato. Sembra, quindi, utile cercare elementi di orientamento nella prassi.

3.3.2.2. Da questo punto di vista, sembra significativo il contrasto tra giudici delegati e commissari straordinari nella procedura di amministrazione straordinaria Alitalia del 2008. Esprimendosi sulle relazioni semestrali, i giudici delegati del Tribunale di Roma, con provvedimento del 10 ottobre 2012, intervenivano – sulla base del «*potere-dovere di effettuare rilievi e/o sollecitare integrazioni*» – lamentando discontinuità ed inadeguatezze nella conduzione di azioni revocatorie e – in forza del «*potere-dovere di indirizzo procedurale*» – l'impostazione, differente da quella del precedente commissario straordinario, delle azioni di responsabilità, con conseguente invito ai commissari a relazionare sulle azioni revocatorie e di responsabilità, nonché a predisporre tempestivamente i piani di riparto e, nell'esercizio dei poteri del giudice delegato, sottrarre a segretezza le voci relative

alle azioni revocatorie. La tempestiva risposta dei commissari è prevalentemente concentrata sulla “de-giurisdizionalizzazione” della procedura, sicché i poteri di controllo spettano al Ministero dello Sviluppo Economico – attraverso il Comitato di Sorveglianza – e non all’autorità giurisdizionale; i commissari, elencate le competenze degli organi giudiziari e quelle del Ministero dello Sviluppo Economico, nella sostanza, respingono le richieste dei giudici delegati, considerandole indebite – sia pure relazionando sui temi cui quali il Tribunale aveva richiesto si facesse. A fronte dell’affermazione della natura sostanzialmente solo amministrativa – con occasionali e limitate competenze dell’autorità giurisdizionale – contenuta nella risposta dei commissari, il Tribunale pone in essere alcune osservazioni di particolare interesse.

Anzitutto, nel difendere il perimetro delle proprie ritenute competenze, è chiaro – anche se non esplicito – che queste sono affermate in capo ad un organo giurisdizionale – il giudice delegato – ma non connotano l’esercizio di funzione giurisdizionale. Esplicitamente, invece, le competenze in questione sono qualificate sulla base dei principi propri dell’attività amministrativa. Nel decreto dei giudici delegati del Tribunale di Roma del 21 dicembre 2012, infatti, espressamente si rimarca *«la necessità che il giudice delegato nelle procedure in oggetto fosse tenuto a compiere una sorta di controllo di legittimità formale e sostanziale circa il corretto andamento dell’amministrazione straordinaria nel suo progressivo iter procedurale, il quale deve sempre essere uniformato ai canoni di trasparenza ed ai valori costituzionali di imparzialità e buon andamento dell’amministrazione pubblica (art. 97 Cost.)»*. A prescindere dalle molte imprecisioni dell’affermazione (imparzialità e buon andamento sono regole e non valori, i commissari straordinari non sono amministrazione pubblica in senso soggettivo, il controllo di legittimità degli atti dell’amministrazione spetta al giudice amministrativo e quello dell’attività, nei limitatissimi casi in cui sopravvive, è previsto dalla legge), è chiara l’accettazione della natura solo amministrativa della procedura, con il tentativo del Tribunale di ricavare un ruolo di controllo di legalità. In ogni caso, il decreto, richiamate di nuovo le competenze del Tribunale, avverte l’esigenza di affermare che il *«potere del giudice ordinario assuma l’estensione più ampia possibile in tutte le materie ad esso riservate»* anche se ammette

«la rilevanza dell'interesse pubblico che giustifica la divergenza dagli schemi del fallimento, la posizione dei privati rispetto alle scelte gestionali rappresentate nel programma è generalmente di interesse legittimo (giurisdizione amministrativa)». Tuttavia, qualificando la natura della relazione semestrale, viene enfatizzato il ruolo del giudice nella funzione del controllo di legalità.

Se il contrasto appena riferito appare, chiaramente, significativo del contrasto tra organi dell'amministrazione straordinaria ed indicativo del rilievo dell'interesse pubblico, tuttavia, non consente di trarre indicazioni significative circa il suo contenuto. In altri termini, scontato il rilievo del pubblico interesse, non vengono forniti chiarimenti circa il suo contenuto.

3.3.2.3. A fronte degli scarsi risultati che si ottengono osservando la prassi, sembra utile verificare come la giurisprudenza abbia inteso il tema. È piuttosto agevole registrare una costante affermazione della ricorrenza dell'interesse pubblico in questa procedura e del suo primato a quello del ceto creditorio.

L'affermazione del primato del pubblico interesse, a detrimento di quello dei creditori, è costante e risalente³². Il profilo di interesse pubblico che viene fondamentalmente posto in luce è quello della conservazione delle imprese in amministrazione straordinaria ai fini del loro risanamento³³. La funzionalizzazione della procedura alla

³² Basterà ricordare la decisione di Corte appello Roma, 28 gennaio 1981 per la quale *«il nuovo istituto dell'amministrazione straordinaria è stato concepito in vista della possibilità di restituire, nel pubblico interesse, vitalità ed efficienza ad un gruppo di aziende»*, sicché l'interesse pubblico connota di sé l'intera procedura; poco dopo, Tribunale Roma, 3 novembre 1983, nel considerare manifestamente infondate le eccezioni di costituzionalità dell'intera legge 95/1979, affermava che *«l'esclusione del fallimento di imprese alla cui sorte sono collegati interessi collettivi, e la limitazione all'esercizio dei diritti dei creditori trovano adeguata giustificazione nell'interesse pubblico e negli aspetti di rilevante portata sociale concernenti l'occupazione, la produzione e l'indebitamento verso gli istituti previdenziali e le aziende di credito»* (sulle questioni di costituzionalità, però, si vedano anche Cass. civ. 6 febbraio 2013, n. 2782; Cass. civ. 18 marzo 2008, n. 7263; Cass. civ. 19 settembre 2006, n. 20259)

³³ Testualmente, T.A.R. Lazio, Roma, sez. III, 16 luglio 2004, n. 6998 che, in relazione alla gestione unitaria della crisi del gruppo e l'attrazione delle società controllate nella procedura della controllante, chiarisce *«che, stante l'interesse pubblico alla conservazione delle imprese in amministrazione straordinaria ai fini*

conservazione, risanamento e prosecuzione dell'impresa³⁴ – individuato come compito di interesse pubblico – è sempre affermato a fronte della possibilità, anche solo astratta, di conseguire un simile risultato, sicché ciò «*comporta l'applicazione di una disciplina peculiare, in cui l'eliminazione dell'impresa dal mercato o il suo recupero sono gestiti direttamente in sede amministrativa, in considerazione della particolare rilevanza della sua attività sotto il profilo collettivo*»³⁵, sicché la stessa disciplina fallimentare è derogata «*alla luce dell'interesse pubblico sotteso all'amministrazione straordinaria, che prevale sull'interesse del ceto creditorio*»³⁶. Una volta individuato il profilo di interesse pubblico nella prosecuzione dell'impresa, come obiettivo in grado di garantire strumentalmente una platea di profili di pubblico interesse, la giurisprudenza trova spazio per ridurne il rilievo nelle vicende nelle quali la continuazione dell'attività viene esclusa, sicché si risapandrebbe la pretesa dei creditori altrimenti subordinata al pubblico interesse³⁷. Nella sostanza, la giurisprudenza

del loro risanamento, v'è l'evidente e non smentita necessità di non disperdere il valore economico sotteso al Gruppo, non realizzabile efficacemente senza un'unica procedura concorsuale ed una gestione unitaria di tutte e di ciascuna impresa di questo, indipendentemente dal fatto delle dimensioni delle imprese "figlie"».

³⁴ Per Consiglio di Stato, sez. VI, 27 dicembre 2011, n. 6825 gli specifici poteri gestori dell'impresa e dei beni dell'imprenditore insolvente sono assicurati ai commissari «*per il fine di interesse pubblico inerente alla conservazione del patrimonio produttivo, mediante prosecuzione, riattivazione o riconversione delle attività imprenditoriali*».

³⁵ Cassazione civile, sez. I, 27 dicembre 2005, n. 28774.

³⁶ *Ibidem*, Cassazione civile, sez. I, 27 dicembre 2005, n. 28774.

³⁷ Per la verità, Tribunale Piacenza, sez. fallimentare, 22 marzo 2013, sembra considerare che l'amministrazione straordinaria possa essere ordinata *solo* all'interesse pubblico per l'ipotesi della prosecuzione dell'attività, mentre – corrispondendone una maggiore ampiezza di poteri del Tribunale in sede di opposizione all'omologazione del concordato, con valutazione di merito – «*nell'ipotesi in cui la procedura non sia volta alla conservazione dell'attività d'impresa ma all'eliminazione della stessa dal mercato*»; infatti, «*in considerazione della particolare rilevanza della prosecuzione dell'attività d'impresa sotto il profilo collettivo, risulta plausibile che l'interesse pubblico sotteso all'amministrazione straordinaria sia perseguito dall'Autorità amministrativa anche con il connesso sacrificio dei concorrenti interessi di creditori; qualora invece il perseguimento dell'interesse pubblico conduca a ritenere necessaria la liquidazione della società in amministrazione straordinaria, sembra ragionevole che il rilievo circa la corrispondenza della soluzione concordataria all'interesse pubblico non esaurisca il*

afferma la prevalenza del pubblico interesse, declinandolo lungo il crinale della conservazione dell'attività d'impresa, sostanzialmente identificando l'interesse pubblico con le «*finalità conservative del patrimonio produttivo, mediante prosecuzione, riattivazione o riconversione delle attività imprenditoriali*» (art.1, decreto legislativo 8 luglio 1999, n. 270); si tratta di un interesse prevalente rispetto a quello dei creditori dell'impresa, destinato semplicemente a soccombere – in tutto o in parte – rispetto ad esso, secondo buona parte della giurisprudenza del giudice ordinario³⁸ ovvero a dover essere bilanciato con quello pubblico, secondo il canone normalmente utilizzato dal giudice amministrativo.

La giurisprudenza, come frequentemente accade³⁹, si limita ad identificare in modo generico l'interesse pubblico richiamandosi direttamente al testo della legge, senza declinarlo dettagliatamente.

novero degli interessi che assumono rilevanza, dovendosi tener conto di quelli espressi dai creditori concorrenti mediante le formali opposizioni all'omologazione giudiziale della proposta di concordato» - sicché l'affermazione sembra corretta solo a patto di considerare l'interesse pubblico, nelle procedure destinate alla prosecuzione dell'attività d'impresa, come luogo sintetico che contiene, pur in subordine, le pretese dei creditori da bilanciarsi con altri profili di immediata protezione pubblicistica.

³⁸ Tribunale Palermo sez. fallimentare, 5 aprile 2013, relativamente alla crisi della società AMIA S.p.A. in amministrazione straordinaria e di AMIA Essemme S.r.l., sicché il fine pubblico della conservazione dell'impresa nell'interesse dell'economia e della salvaguardia dei livelli occupazionali comporterebbe un bilanciamento dei distinti interessi coinvolti alla luce della netta prevalenza dell'interesse pubblico rispetto a quello dei creditori. Il fine conservativo dell'attività, infatti, differenzerebbe in maniera radicale il concordato straordinario dal concordato fallimentare, così imponendo di rendere applicabili le norme sul concordato fallimentare e quelle in tema di liquidazione coatta amministrativa soltanto in quanto compatibili. Secondo il Tribunale di Palermo, ciò autorizza la deroga al principio della *par condicio creditorum* e del rispetto delle cause legittime di prelazione, escludendosi che l'intero patrimonio del debitore possa essere destinato al soddisfacimento di tutti i creditori, giacché nell'ipotesi di concordato straordinario di ristrutturazione, ai creditori verrà destinata soltanto quella porzione di patrimonio del debitore che non risulti necessaria alla continuazione dell'attività di impresa. Secondo il Tribunale «*l'obiettivo della ristrutturazione legittimerebbe la sottrazione ai creditori di parte (anche consistente) del patrimonio dell'impresa debitrice*».

³⁹ Per un'aperta e più ragionata critica della giurisprudenza, sia consentito – anche per brevità – rinviare a L. R. PERFETTI, *Cerbero e la focaccia al miele. Ovvero dei pericoli del processo amministrativo e delle sue mancate evoluzioni*, in *Il Processo*, 2020, 429.

Tuttavia, una volta qualificato l'interesse pubblico come quello alla prosecuzione dell'impresa – dando rilievo a quello dei creditori in quanto non opposto a quello prevalente della continuazione dell'attività –, consente l'emersione di «*aspetti di rilevante portata sociale*» come «*l'occupazione, la produzione e l'indebitamento verso gli istituti previdenziali e le aziende di credito*»⁴⁰; si tratta di profili che non esauriscono la declinazione dell'interesse pubblico, che richiede la valorizzazione di profili ulteriori, come quelli relativi al corretto funzionamento del mercato, alla tutela dell'ambiente e del territorio.

3.3.2.4. Una più completa comprensione del rilievo dell'interesse pubblico deriva dalla meccanica indicata dalla legge. È a tutti noto come l'elemento centrale del dispositivo disegnato dalla legge sia quello dell'elaborazione ed approvazione del programma, che indichi le attività da proseguire e dismettere, le alienazioni di beni non funzionali e relative modalità, le previsioni economiche e finanziarie circa la prosecuzione dell'esercizio dell'impresa, le modalità con cui provvedere alla copertura del fabbisogno finanziario, inclusi finanziamenti o agevolazioni pubbliche, le previsioni di ricapitalizzazione e variazione degli assetti imprenditoriali, insieme a tempi e modalità di soddisfazione dei creditori. Il programma dovrà essere autorizzato, dal Ministero, sicché i profili di pubblico interesse oggetto dell'apprezzamento governativo debbono già esservi iscritti, sicché possano essere apprezzati ed approvati – con le conseguenze che le norme di cui agli artt. da 56 a 68 disciplinano. Salve le ipotesi di diversa chiusura della procedura, convertendosi in fallimento, le successive approvazioni ministeriali sono relative all'andamento dell'esecuzione del programma ed al suo compimento con l'approvazione del bilancio e delle relazioni richieste. Anche in questo caso – come per la *no creditor worse off clause* nella risoluzione bancaria – ulteriori elementi significativi per la determinazione dell'interesse pubblico derivano dalla comparazione con le ipotesi alternative; nel caso dell'amministrazione straordinaria, la conversione in fallimento si determina laddove risulti impossibile perseguire gli obiettivi del programma che, come tali sono strutturalmente ulteriori e

⁴⁰ Tribunale Roma, 3 novembre 1983.

diversi rispetto alla tutela del ceto creditorio – per ottenere la quale basterebbe il ricorso al fallimento.

3.3.3. Emerge, quindi, strutturalmente, dal meccanismo descritto dalle norme, il rilievo di interessi diversi da quelli dei creditori ed in particolare di interessi pubblici che possono essere, quindi, collegati a due distinti criteri.

In via *generale*, fondandosi sulle previsioni relative ai requisiti per il ricorso all'amministrazione straordinaria – vale a dire, entità della forza lavoro e dell'indebitamento nonché concretezza delle prospettive di riequilibrio economico – appare evidente e corretto il collegamento alla politica industriale ed alla tutela del lavoro e del mercato finanziario. Si tratta di funzioni che debbono essere lette in collegamento con la protezione di fondamentali diritti costituzionali (al lavoro – art. 4 Cost.; al risparmio – art. 47 Cost.; all'iniziativa economica, art. 41 Cost.), sicché la prosecuzione dell'impresa e gli atti autorizzativi governativi non possono essere giustificate in modo generico dall'essere «*strumento di politica industriale*»; piuttosto, le approvazioni ministeriali dovranno (pena la loro illegittimità) apprezzare gli elementi del piano che rendano il salvataggio dell'impresa coerente con questi diritti fondamentali. Non sussistono basi giuridiche, tantomeno costituzionali, per ritenere che le autorizzazioni e l'esercizio delle funzioni di vigilanza possano essere espressione di valutazioni puramente politiche o di larghissima discrezionalità⁴¹; piuttosto, si tratta di valutazioni discrezionali (e per largo tratto di discrezionalità tecnica) ampiamente sindacabili quanto alla coerenza del piano e, quindi, dell'autorizzazione, con la salvaguardia dei diritti fondamentali che la normativa segnatamente protegge attraverso la previsione dello strumento per conseguire «*finalità conservative del patrimonio produttivo, mediante prosecuzione, riattivazione o riconversione delle attività imprenditoriali*».

Inoltre, da un secondo e più *particolare* punto di vista, l'interesse pubblico da apprezzarsi in sede di approvazione governativa sarà

⁴¹ Come, invece, si ritiene per lo più; ad esempio, S. AMOROSINO, *I modelli ricostruttivi dell'ordinamento amministrativo delle banche: dal mercato "chiuso" alla regulation unica europea*, cit., 391.

collegato allo specifico campo di azione dell'impresa. Mi pare sussistano ragioni serie per ritenere che sia servizio pubblico l'attività d'impresa che – liberamente o perché soggetta a regolazione pubblicistica secondo le diverse regole contenute nell'art. 41 Cost. – produce beni o servizi funzionali al godimento di diritti fondamentali⁴². In questa prospettiva, la continuazione dell'impresa che produce simili beni o servizi è di interesse pubblico – e quest'interesse è caratteristico e specifico di determinate imprese e distinto da quello generale di cui s'è già detto. Allo stesso modo, profili ulteriormente specifici di interesse pubblico dipendenti dalla singola impresa potranno emergere dalla protezione di altri diritti fondamentali di rango costituzionale, come quelli alla salute o all'ambiente.

Come si vede, da un punto di vista normativo e dogmatico, non ci sono ragioni per ipotizzare un largo potere discrezionale – o, sostanzialmente, politico – del governo laddove eserciti funzioni e poteri previste dalla legge, giacché l'interesse pubblico non è affatto il parto di valutazioni esoteriche del singolo funzionario che, di tempo in tempo, assolve alle funzioni di Ministro.

3.3.4. Peculiare, invece, è la disciplina dell'amministrazione straordinaria in ambito bancario, giacché il presupposto fondamentale è quello della sussistenza – accertata da un'autorità amministrativa come Banca d'Italia – di «*gravi violazioni di disposizioni legislative, regolamentari o statutarie o gravi irregolarità nell'amministrazione ovvero quando il deterioramento della situazione della banca o del gruppo bancario sia particolarmente significativo*», oltre alla previsione di «*gravi perdite del patrimonio*» ed alla richiesta motivata da parte degli organi amministrativi ovvero dall'assemblea

⁴² Ho provato a teorizzare quest'interpretazione in *Contributo ad una teoria dei pubblici servizi*, Padova, 2001 e l'ho ulteriormente articolata in lavori successivi, molti dei quali richiamati in *I diritti sociali. Sui diritti fondamentali come esercizio della sovranità popolare nel rapporto con l'autorità*, in *Diritto pubblico*, 2013, 61, sicché sia consentito il rinvio a questi lavori per una più soddisfacente dimostrazione di quanto nel testo.

straordinaria⁴³. La disciplina, non diversa da quella previgente⁴⁴, al netto di questioni minori rispetto al rilievo dei poteri pubblicistici⁴⁵, si indirizza in senso peculiare – quanto ai profili che qui interessano.

Non si fatica, infatti, a comprendere come l'interesse pubblico specifico sia quello alla regolarità della gestione dell'impresa bancaria, non solo quanto alla regolarità della sua azione ma, più significativamente, in merito all'essere «*particolarmente significativo*» il «*deterioramento della situazione della banca o del gruppo bancario*», con evidente allusione alla coerenza gestionale con la «*sana e prudente gestione*» da parte degli organi della banca, suscettibili di malgoverno per eccessiva conflittualità interna o asservimento ad altri interessi – di *stakeholder* o del tutto esterni all'intermediario⁴⁶. È stata da molti segnalata l'assenza di parametri che consentano di distinguere le perdite «*gravi*» da quelle «*eccezionalmente gravi*»⁴⁷; si tratta di un

⁴³ Per la compiuta indagine sull'istituto in questione, F. CAPRIGLIONE, *Commento all'art. 70*, in ID. (a cura di e con M. PELLEGRINI, M. SEPE e V. TROIANO) *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Padova, 2012, t. II, 858. Successivamente, C. CANALE, *L'accertamento dell'insolvenza delle banche alla luce della (nuova) disciplina europea sulla gestione delle crisi bancarie: ritorno alla tradizione tramite l'innovazione?*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2020, 275; G. FALCONE, «*Stato di dissesto*» e «*insolvenza*» nella liquidazione coatta amministrativa delle banche, in *Il Fallimento e le altre procedure concorsuali*, 2019, 233; O. SOLINA, *I poteri del Mef nella procedura di "amministrazione straordinaria" delle banche*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2016, 263; L. SEMINARA, *Amministrazione straordinaria delle banche: condizioni e competenze delle Autorità creditizie*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2015, 289.

⁴⁴ In tal senso, A. NIGRO, *Amministrazione straordinaria delle banche e giurisprudenza amministrativa: qualcosa si muove?*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2001, 390 – ma si veda anche ID., *Amministrazione straordinaria delle banche e giurisprudenza amministrativa: ritorno al passato?*, *ivi*, 2003, 106.

⁴⁵ Come quello dei confini dell'applicabilità della legge generale sul procedimento amministrativo, sul quale, F. CAPRIGLIONE, *Commento all'art. 70*, cit., 867; più estesamente, a commento di Consiglio di Stato, sez. IV, 11 novembre 2010, n. 8016, A. MOLINTERNI, *Vigilanza creditizia e diritto amministrativo nella fase di avvio della procedura di amministrazione straordinaria delle banche*, in *Foro amm. CDS*, 2011, 1914.

⁴⁶ Su questi profili, F. CAPRIGLIONE, *Commento all'art. 70*, cit., 868; V. CERULLI IRELLI, *Crisi bancarie: i provvedimenti amministrativi e i loro effetti*, in M. T. CIRENEI e G. C. DE MARTIN (a cura di), *Il sistema creditizio nella prospettiva del Mercato Unico Europeo*, Milano, 1990, 165; M. ROSSI, *sub art. 70*, in *Commentario breve al Testo Unico Bancario*, in COSTI-VELLA (a cura di), Padova, 2019, 380.

⁴⁷ Ad esempio, G. BOCCUZZI, *La crisi dell'impresa bancaria*, Milano, 1998, 153.

elemento che certamente amplia la discrezionalità tecnica (non si vede per quale ragione debba essere, invece, come per lo più si fa, ritenuta amministrativa e per aggiunta, *lata*) di Banca d'Italia e del Ministero, ma non altera il profilo di riconoscibilità (e, quindi, sindacabilità) dell'interesse pubblico. Si tratta, come frequente, solo dell'utilizzo per via legislativa di clausole generali⁴⁸, cosa che peraltro avviene anche con riferimento alla previsione circa il «*deterioramento della situazione*» dell'intermediario, qualificandolo come «*particolarmente significativo*». Proprio per questo, proprio per ragione del fatto che il legislatore utilizza clausole generali per individuare il profilo di interesse pubblico rilevante che legittima l'esercizio di poteri amministrativi, se si vuole evitare che si trasformino in previsioni con compiti da *bonne à tout faire*, diviene di centrale importanza comprendere quali siano i profili di interesse pubblico cui il potere è funzionale, per renderne oggettivo⁴⁹ e sindacabile l'esercizio.

In questa prospettiva, l'elemento centrale è quello del contrasto con la sana e prudente gestione, posto in essere attraverso conflittualità degli organi (cui si accompagna ovvero alternativamente) funzionalizzazione delle decisioni ad interessi diversi da quelli propri dell'intermediario. Si tratta, quindi, di una disposizione che non si limita a garantire la stabilità finanziaria della banca o il rispetto delle norme di diritto obiettivo, ma che colpisce anche l'ipotesi della mancanza di buon governo dell'istituto. Ne riesce, allora, evidente la compressione dell'autonomia imprenditoriale e degli amministratori, conseguenza diretta del rilievo propriamente e direttamente giuridico degli interessi dei risparmiatori⁵⁰, degli investitori, del mercato, nella misura in cui questi – ricorrendo ai servizi bancari – pongono in essere atti e negozi funzionali al godimento di diritti (fondamentali, secondo

⁴⁸ Sulla relazione tra clausole generali e potere amministrativo, solo per brevità, sia permesso rinviare a L. R. PERFETTI, *Discrezionalità amministrativa, clausole generali e ordine giuridico della società*, in *Dir. amm.*, 2013, 299 e, prima, ID., *Per una teoria delle clausole generali in relazione all'esercizio dei pubblici poteri. Il problema dell'equità*, in *Giur. It.*, 2012, III, 1213.

⁴⁹ Sul tema, per tutti, M. BELLAVISTA, *Oggettività giuridica dell'agire pubblico*, Padova, 2001, *passim*.

⁵⁰ VELLA, *Proposta di avvio della procedura di liquidazione coatta amministrativa nei confronti delle imprese bancarie e responsabilità degli organi di vigilanza*, in *Giur. It.*, 1990, 3, limita la «specificità degli strumenti di intervento dei salvataggi bancari a protezione dei risparmiatori».

il nostro ordinamento costituzionali) funzionali all'esercizio dell'impresa ovvero al soddisfacimento di diritti e pretese (alla casa, all'istruzione, al riposo, etc.) cui l'ordinamento appresta garanzie costituzionali ed ai quali la stessa protezione costituzionale del risparmio (art. 47 Cost.) è funzionale. La banca non è un'impresa qualsiasi⁵¹, che possa essere mal gestita perché soci o amministratori, finché non violano norme di legge, possono darsi battaglia per il suo governo anche a costo di peggiorare la produzione (di servizi, nel caso) o la remuneratività; la banca amministra denaro altrui, svolge una funzione essenziale nel processo economico, finanzia imprese o acquisti di beni, in altri termini, è il luogo nel quale esercitando i diritti di cui all'art. 47 Cost. si ottengono le condizioni concrete per il godimento di diritti fondamentali. Per questa ragione, per queste ragioni di pubblico interesse, può essere collocata in amministrazione straordinaria, anche in assenza di gravi perdite, se si mostra che i suoi soci (in assemblea) o amministratori non conducano l'impresa secondo la funzione che gli è consustanzialmente propria. Lo scopo, quindi, come correttamente indicato, quello del «*risanamento dell'ente creditizio*»⁵², il che spiega l'ampiezza dei poteri degli organi di amministrazione straordinaria.

3.3.5. L'indagine risulterebbe incompleta se non facesse cenno alle procedure introdotte dalla direttiva 2014/59/UE (*Bank Recovery and Resolution Directive* o Brrd)⁵³. Gli istituti che ne sono derivati in tema

⁵¹ Per una condivisibile impostazione del tema, R. CALDERAZZI, *La funzione dell'organizzazione nell'impresa bancaria*, in *Persona e amministrazione*, IV (2019), 261 – ma anche ID., *La funzione organizzativa del capitale nell'impresa bancaria*, Torino, 2020.

⁵² F. CAPRIGLIONE, *Commento all'art. 72*, in ID. (a cura di e con M. PELLEGRINI, M. SEPE e V. TROIANO) *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, cit., 889.

⁵³ Senza alcuna pretesa di esaustività, né lo spazio per discutere le tesi sostenute, B. WESSELS, M. HAENTJENS, *Research Handbook on Cross-Border Bank Resolution*, Cheltenham, Elgar, 2019; M. DE POLI, *Fundamentals of European Banking Law*, Padova, 2018; D. ROSSANO, *La nuova regolazione delle crisi bancarie*, Milano, 2017; G. BOCCUZZI, *Il regime speciale della risoluzione bancaria. Obiettivi e strumenti*, Bari, Cacucci, 2018; ID., *The European Banking Union, Supervision and Resolution*, London, Palgrave Macmillan, 2016; E. RULLI, *Contributo allo studio della disciplina della risoluzione bancaria. L'armonizzazione europea del diritto delle crisi bancarie*, Torino, 2017; F. CAPRIGLIONE, *Crisi bancarie e crisi di sistema. Il caso Italia*, in

di *resolvability* sono molto noti ed indagati e le procedure di risoluzione effettivamente implementate hanno consentito l'emersione dei problemi e degli strumenti per superarli. Non serve al nostro discorso entrare dettagliatamente nel merito di questi elementi⁵⁴. Come tutti sanno, sottoporre una banca a risoluzione significa avviare un processo di ristrutturazione gestito da autorità indipendenti diretto ad assicurare la continuità nella prestazione dei servizi essenziali offerti dalla banca, ripristinare condizioni di sostenibilità economica della porzione d'impresa risolta attraverso gli enti di risoluzione e liquidarne la restante parte, allo scopo di salvaguardare la stabilità sistemica, proteggere i clienti, assicurare la continuità dei servizi finanziari essenziali. I profili di interesse pubblico sono, quindi, gli stessi dell'amministrazione straordinaria; per quanto le due fattispecie siano distinte e diverse le procedure, gli scopi che l'esercizio del potere intende raggiungere hanno la medesima sostanza.

3.3.6. L'osservazione relativa all'amministrazione straordinaria bancaria ed alle procedure di risoluzione secondo le norme Brrd è utile per le considerazioni che legittima circa l'efficacia dell'intervento pubblico. Non può non notarsi come nelle procedure speciali che riguardano il mercato bancario, il ruolo della giurisdizione sia sostanzialmente assente (se non per il profilo della ricorribilità delle

Federalismi.it, 2020, 6, 1; S. CASSESE, *La nuova architettura finanziaria europea*, in *Dal testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione dei poteri*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, Roma, marzo 2014, 19; A. NIGRO, *Il nuovo ordinamento bancario e finanziario europeo: aspetti generali*, in *Giur. Comm.*, 2018, 181; E. CECCHINATO, *L'amministrazione straordinaria delle banche tra vigilanza prudenziale e gestione della crisi*, in *Riv. diritto bancario*, 2021, II, 303; L. SALTARI, *Che resta delle strutture tecniche nell'amministrazione italiana?*, in *Riv. Trim. Dir. Pub.*, 2019, 249; O. CAPOLINO, *The Single Resolution Mechanism: Authorities and Proceedings*, in CHITI-SANTORO (a cura di), *The Palgrave Handbook of European Banking Union Law*, Cham, Palgrave Macmillan, 2019, 254.

⁵⁴ In capo a chi scrive, essendosi direttamente occupato di codeste procedure sia in sede stragiudiziale che giudiziale, ricorrono anche stringenti doveri di riservatezza, sicché nel testo si analizza il tema solo ed esclusivamente nella prospettiva della spiegazione dell'interpretazione generale che si propone rispetto ai vari istituti concernenti le crisi d'impresa.

decisioni pubbliche, come per ogni provvedimento amministrativo)⁵⁵, a differenza delle procedure ordinarie, e, tuttavia, il grado di efficienza ed efficacia (sia sul versante procedurale che di conseguimento del risultato), nonché di resistenza rispetto ad alterazioni derivanti da pressioni di natura politica sia estremamente più elevato, quasi incomparabile. Pur nell'assenza di poteri in capo ad un'autorità terza rispetto al Governo, come la giurisdizione, si avverte un'influenza politica nettamente inferiore. La ragione è da individuare nel ruolo istituzionale e nella competenza tecnica delle banche centrali, autorità indipendenti che sono in grado di resistere alle influenze governative. Se, quindi, si dovesse indicare un'ipotesi di revisione dell'amministrazione straordinaria nei settori ordinari, si dovrebbe pensare esattamente all'assegnazione delle competenze governative ad agenzie pubbliche indipendenti dal Governo.

3.4. *Il primato del legislatore*

Vi sono, poi, sul versante opposto, casi nei quali l'intervento del legislatore – normalmente in via d'emergenza e derogatorio rispetto alle procedure ordinarie – ha avuto la funzione di gestire e risolvere la crisi dell'impresa. Si tratta di ipotesi nelle quali non intervengono né l'accordo tra i privati, né la giurisdizione, né l'amministrazione. Il legislatore direttamente, attraverso la legge – e gli eventuali organi straordinari che la legge prevede – risolvono la crisi di impresa.

L'ipotesi che si intende porre in luce è di particolare rilievo perché costituisce una serissima alterazione dello Stato-di-diritto, con il risultato di sottrarre tutela giurisdizionale, creare strutturali disuguaglianze di trattamento, alterare il funzionamento del mercato, rendere complessa la determinazione dell'interesse pubblico.

Si tratta, eminentemente, di crisi bancarie – o di grandi imprese di preminente interesse nazionale. Sul versante delle crisi bancarie, per le quali sono previste procedure ordinarie (per quanto differenziate rispetto alle normali imprese commerciali), si è assistito frequentemente all'intervento del Governo – con decreti legge – e del

⁵⁵ Specificamente, F. DIMICHINA, *Brevi considerazioni sul tema del sindacato del giudice amministrativo sugli atti della Banca d'Italia*, in *P.A. Persona e Amministrazione*, VIII (2021), 473.

Parlamento – in sede di conversione in legge – con leggi *ad hoc* (o *tailor made*) che introducono misure di salvataggio dirette a sottrarre l'impresa bancaria alla crisi. Come tutte le leggi *tailor made*⁵⁶, si tratta di norme di dubbia legittimità costituzionale, che limitano la difesa giurisdizionale e sono molto sospette sul versante del rispetto della regola dell'uguaglianza di fronte alla legge⁵⁷.

In realtà, questi interventi del legislatore sono da riferire ad iniziative del Governo. Come osservato, si tratta normalmente di decreti legge (poi convertiti in legge). Inoltre, queste norme assegnano compiti a soggetti pubblici (tipicamente la Cassa depositi e prestiti)⁵⁸ o privati con i quali il Governo stesso ha raggiunto accordi di massima. Conviene fornire degli esempi, per comprendere a fondo questo dispositivo giuridico⁵⁹.

Un primo caso è quello del fondo Atlante I⁶⁰, che ha visto l'intervento di Cassa depositi e prestiti e della Società di Gestione delle Attività S.p.A., interamente partecipata dal Governo (attraverso il Ministero delle Finanze). Il fondo ha assunto il ruolo di sottoscrittore di ultima istanza delle nuove azioni non sottoscritte emesse negli aumenti di capitale necessari per il salvataggio di Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca – con un successivo fondo, Atlante II, si è avuta la sottoscrizione di titoli junior e mezzanine emessi nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazione, per i quali non era possibile concedere garanzie pubbliche, sicché si è intervenuti – per sostenere il mercato delle cartolarizzazioni dei crediti deteriorati – con il decreto legge 14

⁵⁶ Per maggiori indicazioni, sia consentito rinviare a L. R. PERFETTI, *Massnahmevorschriften and Emergency powers in contemporary Public Law*, in *The Lawyer Quarterly*, X (n. 1/2020), 23.

⁵⁷ Per maggiori indicazioni, sia consentito rinviare a L. R. PERFETTI, *Legge-provvedimento, emergenza e giurisdizione*, in *Dir. proc. Amm.*, 2019, 1021.

⁵⁸ Per la Corte dei Conti (cfr., *Determinazione e relazione sul risultato del controllo eseguito sulla gestione finanziaria di Cassa depositi e prestiti S.p.A. 2017*, determinazione del 5 febbraio 2019, n. 9, 56) «I risultati del 2017 ribadiscono il ruolo centrale e di promozione svolto dal Gruppo CdP a sostegno dell'economia italiana, ad ulteriore conferma della trasformazione della società in un vero e proprio strumento di politica industriale».

⁵⁹ Anche in questo caso si ricorrerà solo ad indicazioni da fonti pubbliche, che prescindono interamente dall'esperienza professionale dell'autore relativamente a queste procedure.

⁶⁰ Cfr., L. STANGHELLINI, *Tutela dell'impresa bancaria e tutela dei risparmiatori*, in *Banca impresa società*, 2018, 436.

febbraio 2016, n. 18. Questi interventi sono stati realizzati attraverso norme di legge ed azioni concrete che non sono state poste in essere né dall'amministrazione né dal giudice, anche se la regia complessiva era indubitabilmente del Governo. Gli scopi – di interesse pubblico – erano garantire stabilità e competitività del sistema bancario, tutelare i depositanti, prevenire l'impatto sui piccoli risparmiatori dell'applicazione del *bail-in* ed, infine, non determinare effetti dannosi sul sistema delle imprese locali. Solo successivamente – e sempre con norme *ad hoc*, come il decreto legge 25 giugno 2017, n. 99 – Banca d'Italia ha avviato una procedura di liquidazione coatta amministrativa delle due banche, con continuazione dell'esercizio dell'impresa attraverso la cessione dell'azienda bancaria e l'acquisto dei crediti deteriorati da parte di una società interamente partecipata dal Governo.

Anche nel caso della crisi del Monte dei Paschi di Siena è intervenuto direttamente il legislatore – con il decreto legge 23 dicembre 2016, n. 237 – assegnando compiti ad alcune strutture dello Stato o ad esso direttamente riconducibili, perché fornissero garanzia statale su passività di nuova emissione e su operazioni di erogazione di liquidità di emergenza effettuate dalla Banca d'Italia nonché di acquisto o sottoscrizione di azioni di nuova emissione per la ricapitalizzazione precauzionale della banca.

Ancora più evidente è il caso di Banca Carige S.p.A., per la quale si è intervenuti con il decreto legge 8 gennaio 2019, n. 1. Anche in questo caso si tratta di una legge *ad hoc*. Anche in questo caso, il Governo, attraverso legge, ha previsto la concessione della garanzia dello Stato sulle passività di nuova emissione e sui finanziamenti erogati da Banca d'Italia, nonché sottoscrizione di nuove azioni o acquisto da parte del Governo (Ministero delle Finanze) per il rafforzamento patrimoniale della banca.

Anche quanto a Banca popolare di Bari⁶¹, a fronte della crisi bancaria avviata con il commissariamento degli organi della banca da parte di Banca d'Italia per gravi irregolarità, il Governo è intervenuto attraverso strumenti legislativi, con il decreto legge 16 dicembre 2019, n. 142. Anche in questo caso la legge impegna società interamente

⁶¹ Per taluni profili rilevanti, E. CECCHINATO, *L'amministrazione straordinaria delle banche tra vigilanza prudenziale e gestione della crisi*, in *Riv. dir. banc.*, 2021, sez. II, 304.

partecipate dallo Stato⁶² ad assumere il compito di rilanciare Banca Popolare di Bari ed acquisirne azioni.

In tutti questi casi, il coinvolgimento dell'amministrazione o della giurisdizione è solo eventuale se non assente. Tuttavia, l'intera operazione è sotto la regia del Governo, e si realizza attraverso società interamente partecipate dal Governo stesso.

Le ragioni di pubblico interesse espressamente individuate dal Governo e dalle società a controllo pubblico coinvolte, sono la tutela dei risparmiatori, del mercato, del sistema bancario e di quello imprenditoriale locale – vale a dire interessi di un pubblico stakeholder dell'impresa assai più ampio dei soli creditori⁶³.

4. Conclusioni sull'interesse pubblico nelle crisi di impresa

Alla luce delle considerazioni che si sono fin qui condotte, si possono trarre alcune conclusioni rispetto ai problemi che ci s'è posti in apertura. Anzitutto, come è agevole considerare alla luce della previsione di cui all'art. 41 Cost., l'impresa costituisce un'organizzazione che concentra vari profili di rilievo giuridico, alcuni dei quali pubblici. La complessità dell'organizzazione e delle relazioni che dà vita l'impresa, non sono irrilevanti per l'interesse pubblico, sicché essa potrà essere avviata e condotta nel rispetto di limiti pubblicistici (art. 41 Cost., co. 1 e co. 2) ovvero essere sottoposta ad una disciplina, anche fitta, diretta a procurare il conseguimento di fini sociali (art. 41 Cost., co. 3)⁶⁴; è, quindi, fatale che la sua estinzione abbia rilievo per quegli stessi interessi pubblici che ne hanno interessato il suo nascere ed agire ordinario. In questa prospettiva, non sembra ragionevole escludere il rilievo dell'interesse pubblico rispetto alle vicende di crisi ed estinzione dell'impresa.

⁶² Come Banca del Mezzogiorno MedioCredito Centrale S.p.A., interamente partecipata da Invitalia S.p.A., di proprietà del Ministero dell'Economia.

⁶³ Su tutti questi aspetti, si può leggere la rassegna di G. MULAZZANI, *La regolazione dell'attività bancaria tra interesse pubblico e logiche del mercato in Il diritto dell'economia*, 2020, 421.

⁶⁴ Per una più dettagliata discussione dei problemi e delle opinioni, sia consentito per brevità rinviare a L. R. PERFETTI, *Contributo ad una teoria dei pubblici servizi*, cit. (particolarmente il capitolo III).

Tuttavia, se il regime ordinario di costituzione ed esercizio dell'impresa non esclude mai il rilievo di interessi pubblici, per la più parte delle ipotesi essi saranno definiti interamente dalla norma (art. 41 Cost., co. 1 e co. 2), sicché basterà che l'esercizio della libertà economica non vi contrasti e sia, conseguentemente, autorizzato. Così come gli atti di consenso all'avvio e conduzione dell'attività economica si confrontano con un interesse pubblico chiaramente individuato e dettagliato dalle norme, sicché il potere si esprime ordinariamente attraverso atti a limitata discrezionalità (autorizzazioni, nulla osta, e simili), allo stesso modo, rispetto alla crisi che conduce alla liquidazione giudiziale o concordato il pubblico interesse è interamente definito dall'ordinamento obiettivo ed appare corretto ed efficiente che la sua garanzia spetti interamente alla funzione giurisdizionale; altro è che le procedure concorsuali per come definite dalla legge ed applicate in concreto siano effettivamente adeguate e concretamente efficienti – si tratta solo di un problema di tecnica normativa, che non rileva rispetto al nostro problema.

Nell'esercizio della libertà economica, tuttavia, l'operatore economico può dar corso alla produzione di beni e servizi che costituiscono strumenti essenziali – in via diretta o indiretta (come la tutela del risparmio) – per il godimento di diritti fondamentali, ovvero che li intacchino direttamente (si pensi alle imprese inquinanti). In questa prospettiva, la dissoluzione di una simile impresa è rilevante per l'interesse pubblico sotto una molteplicità di profili e, soprattutto, è concreto l'interesse ad evitarne la cessazione attraverso risanamento o risoluzione della crisi. Poiché le banche appartengono per definizione al novero di codeste imprese, si comprende facilmente la loro esclusione dalle procedure ordinarie, fissata per via legislativa. I dati sistematici sono piuttosto chiaramente in questa prospettiva.

Tuttavia, proprio il rilievo di queste imprese non solo per l'interesse pubblico ma, non di rado, per interessi che si rappresentano politicamente negli organi di Governo, l'osservazione della prassi consente di sottolineare chiaramente come il perseguimento dell'interesse pubblico avvenga in modo più efficace ed imparziale quando l'amministrazione sia (come nel caso di Banca d'Italia) un'autorità indipendente (dal Governo).

Non sembra seriamente discutibile, infine, il fatto che per il corretto perseguimento degli interessi pubblici sia necessario distinguere tra

politica e discrezionalità amministrativa. Infatti, proprio perché l'ordinamento prevede procedure funzionali al pubblico interesse e condotte da autorità indipendenti, negli ultimi anni si registra una tendenza del Governo ad aggirarle, attraverso una gestione delle crisi bancarie condotta tutta per via legislativa.

In conclusione, quindi, non è disagevole osservare che a fronte del maggior rilievo dell'attività dell'impresa per il pubblico interesse si assisterà ad un passaggio di competenza dalla giurisdizione all'amministrazione ed, al tempo stesso, rivelandosi una tensione tra l'imparzialità ed oggettività (art. 97 Cost.) dell'amministrazione e l'aspirazione della politica ad incidere sui processi di soluzione delle crisi, rispetto ai quali è agevole denunciare intollerabili storture (la gestione della crisi per via legislativa) ed indicare soluzioni preferibili (la gestione da parte di autorità indipendenti).

Finanza sostenibile, servizi di investimento e tutela dell'investitore

SOMMARIO: 1. Finanza sostenibile e disciplina europea sulla prestazione dei servizi di investimento. - 2. Gli effetti dell'intervento legislativo sul mercato dei prodotti sostenibili. - 3. Le criticità della strategia di promozione della finanza sostenibile. - 4. La gestione dei rischi tipici dei prodotti sostenibili. - 5. L'eccessiva discrezionalità dell'intermediario e una più efficace tutela dell'investitore. - 5.1. *Segue*. La rilevanza della profilatura e i vincoli espliciti alla discrezionalità dell'intermediario. - 5.2. *Segue*. Le preferenze di sostenibilità e la gerarchia tra gli obiettivi da perseguire. - 5.3. *Segue*. Le scelte esplicite dell'investitore. - 5.4. *Segue*. L'impostazione di *default* in caso di mancata risposta alla domanda in ordine alla gerarchia tra gli obiettivi da perseguire. - 6. La tutela dell'investitore nella prestazione dei servizi di investimento esecutivi. - 7. Conclusione.

1. Finanza sostenibile e disciplina europea sulla prestazione dei servizi di investimento

Al fine di promuovere la finanza sostenibile¹, il regime della Direttiva 2014/65/UE (d'ora in poi "MiFID II") è stato modificato e

¹ Invocando il «contributo della finanza a una crescita sostenibile e inclusiva» [così COMMISSIONE EUROPEA, *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, 8.3.2018 COM(2018) 97 final (d'ora in poi "CE Action Plan"), 1], la Commissione Europea ha inteso «riorientare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili» (così CE Action Plan, 2) anche attraverso interventi sulla disciplina dei servizi di investimento (CE Action Plan, 7 s.; COMMISSIONE EUROPEA, *Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy*, Comunicazione, 6.7.2021 COM(2021) 390 final, 9). Come confermato da ESMA, *ESMA Strategy*, September 2022, ESMA22-439-1076, 6 (d'ora in poi "ESMA Strategy"), la finanza sostenibile è una delle priorità chiave dell'Unione europea nell'area dei servizi finanziari, oltre ad essere un "thematic drivers" secondo l'autorità stessa (*ivi*, 13 e 26 s.).

integrato da un regolamento² e una direttiva³, all'interno di un disegno più esteso che coinvolge anche altri ambiti⁴.

Le recenti novelle alla disciplina dei servizi di investimento hanno introdotto regole che aumentano la domanda di prodotti sostenibili, incentivano la relativa distribuzione da parte degli intermediari e allargano il mercato rilevante.

L'intervento legislativo non è tuttavia esente da criticità. Orientare le scelte degli investitori verso prodotti sostenibili comporta, infatti, l'esposizione ai rischi tipici di tali prodotti. Più in generale, l'integrazione degli obiettivi finanziari con obiettivi non finanziari comporta una maggior discrezionalità per gli intermediari che potrebbero prendere scelte destinate a risolversi a danno dei clienti, fino al *mis-selling*.

Dopo aver approfondito tali aspetti, i paragrafi che seguono sono dedicati all'individuazione di una soluzione adeguata ai problemi sollevati.

2. Gli effetti dell'intervento legislativo sul mercato dei prodotti sostenibili

Una modifica della disciplina sulla prestazione dei servizi di investimento non era di per sé necessaria per riorientare i flussi di

² Regolamento Delegato (UE) 2021/1253 (d'ora in poi "MiFID II DR 2021") che modifica il Regolamento Delegato (UE) 2017/565 (d'ora in poi "MiFID II DR"), per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità in taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento.

³ Direttiva delegata (UE) 2021/1269 (d'ora in poi "MiFID II DD 2021") che modifica la direttiva delegata (UE) 2017/593 (d'ora in poi "MiFID II DD") per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità negli obblighi di governance dei prodotti.

⁴ L'intervento normativo, infatti, ha portata più ampia: per una panoramica sugli altri aspetti del sistema finanziario, F.E. MEZZANOTTE, *Recent Law Reforms in EU Sustainable Finance: Regulating Sustainability Risk and Sustainable Investments*, March 01, 2022, *American University Business Law Review*, Forthcoming, disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4098053>. La sostenibilità è più in generale un obiettivo da perseguire per qualsiasi società, pur non senza obiezioni al riguardo: di recente, M. IRRERA, *L'etica ESG è solo cosmesi?*, in *Milano Finanza*, 6 ottobre 2022.

capitale verso investimenti sostenibili. È possibile infatti “riempire di contenuto” le numerose clausole generali di cui essa è caratterizzata.

Ciò è avvenuto ad esempio nei mesi scorsi in merito al rischio di inflazione, per il quale ESMA è intervenuta nell’ambito della disciplina di trasparenza⁵, della valutazione di adeguatezza⁶, nonché del regime di *product governance*⁷. Lo stesso può dirsi, in precedenza, proprio in merito ai fattori c.d. ESG, per i quali ESMA ha raccomandato che «*it would be a good practice for firms to consider non-financial elements when gathering information on the client’s investment objectives, and ... collect information on the client’s preferences on environmental, social and governance factors*»⁸.

Lasciare alle dinamiche di mercato il compito di spostare i flussi di capitali verso attività economiche più sostenibili non è stata tuttavia una scelta efficace⁹. Come infatti è stato sottolineato, «[s]esso nell’erogazione della consulenza non si» considerano «a sufficienza le preferenze degli investitori e dei beneficiari per quanto attiene alla

⁵ Muovendo dalla clausola generale secondo cui «*[a]ll information, including marketing communications, addressed by the investment firm to clients or potential clients shall be fair, clear and not misleading*» (art. 24, par. 3, MiFID II), ad esempio, ESMA ha raccomandato agli intermediari di assicurarsi che «*the information they address to retail clients, or disseminate in such a way that it is likely to be received by them, reflect, in comprehensible form, inflation risks and the possible effect this may have on the value and return of the investment*»: ESMA, *Public Statement To investment firms on the impact of inflation in the context of investment services to retail clients*, 27 September 2022, ESMA35-43-3328 (d’ora in poi “ESMA Inflation”), par. 6, 2.

⁶ Tra i rischi che devono essere presi in considerazione nel giudizio di adeguatezza rientra, infatti, anche «*the risk that inflation will undermine the performance and/or the value of an investment*»: ESMA Inflation, par. 10, 2.

⁷ Nell’ambito del «*mandatory ‘product reviews’ and ‘scenario analyses’*», infatti, ESMA si aspetta che «*manufacturers and distributors consider the effect of the expected inflation in their product governance processes*»: ESMA Inflation, parr. 13 e 14, 3.

⁸ Così ESMA, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, Final Report, 28 May 2018 | ESMA35-43-869 (d’ora in poi “ESMA GL Suitability 2018”), par. 28, 38, sulla scorta di HIGH-LEVEL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *Financing a Sustainable European Economy*, Final Report 2018, 28.

⁹ F.E. MEZZANOTTE, *The Eu Policy on Sustainable Finance: A Discussion on the Design of ESG-Fit Suitability Requirements*, in 40 *Review of Banking & Financial Law* (2021), 255.

sostenibilità»¹⁰. Più in generale, in assenza di una indicazione espressa da parte dei clienti, il mercato non ha intrapreso nel suo complesso strategie di investimento sostenibili¹¹.

In un tale contesto, l'intervento europeo non è privo di effetti. Dall'analisi delle scelte di dettaglio operate, emerge infatti la logica di promuovere gli investimenti sostenibili.

Più nel dettaglio, la necessaria inclusione nel questionario-MiFID di una domanda relativa alle preferenze di sostenibilità dei clienti comporta una loro maggior consapevolezza su questa possibilità e aumenta quindi la domanda di prodotti coerenti con tali preferenze¹². Tale incremento è ulteriormente favorito dal fatto di imporre

¹⁰ CE Action Plan, 7; nello stesso senso, facendo riferimento a uno studio fatto dal *Common Supervisory Action* dell'ESMA in materia di adeguatezza, F. ADRIA, N. LINCIANO, F. QUARANTA, P. SOCCORSO, *Profilazione della clientela ai fini della valutazione di adeguatezza*, Consob Discussion Paper n. 11, novembre 2022, 14, che ha anche riscontrato domande funzionali alla rilevazione delle preferenze di sostenibilità in soli due questionari tra i ventidue analizzati (*ivi*, 27). Più nel dettaglio, gli obiettivi non finanziari dei clienti, come le preferenze di sostenibilità, di solito non sono stati presi in considerazione e solo una minoranza dei clienti ha esplicitato proattivamente tali preferenze: per l'affermazione secondo cui «*the information about investment objectives generally relates to financial objectives, while non-financial objectives of the client, such as sustainability preferences, are usually not addressed*», Explanatory Memorandum to the Commission Delegated Regulation amending MiFID II Delegated Regulation (EU) 2017/565, Ref. Ares(2020)2955205, 8 June 2020, 1 (d'ora in poi "EM 2955205"), ma v. anche, negli stessi termini, Explanatory Memorandum to the Commission Delegated Regulation amending IDD Delegated Regulations (EU) 2017/2358 and (EU) 2017/2359, Ref. Ares(2020)2955230, 8 June 2020), 1 s.; in letteratura, V. COLAERT, *Integrating Sustainable Finance into the MiFID II and IDD Investor Protection Frameworks*, in D. BUSCH, G. FERRARINI, S. GRÜNEWALD (eds.), *Sustainable Finance in Europe*, EBI Studies in Banking and Capital Markets Law, Cham (Switzerland), 2021, 455.

¹¹ Per un approfondimento, con particolare riguardo al dibattito relativo ai doveri fiduciari dei gestori nei confronti dei loro clienti, per tutti, M.M. SCHANZENBACH, R.H. SITKOFF, *Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience: The Law and Economics of ESG Investing by a Trustee*, in 72 *Stan. L. Rev.* (2020), 381 e S.N. GARY, *Best Interests in the Long Term: Fiduciary Duties and ESG Integration*, in 90 *U. of Colorado L. Rev.* (2019), 731.

¹² V. COLAERT (nt. 10), 473 e, nello stesso senso, A. PERRONE, A. CARDANI, *Servizi di investimento e finanza sostenibile. Le conseguenze non volute della recente disciplina europea*, in *Osservatorio Monetario*, n. 2, 2022, 86; in via più generale, sottolineando il ruolo aggiuntivo e nuovo ricoperto dalla valutazione di adeguatezza rispetto al passato, F.E. MEZZANOTTE (nt. 9), 272.

all'intermediario di «aiutare i clienti a comprendere il concetto di preferenze di sostenibilità e spiegare la differenza tra prodotti con e senza caratteristiche di sostenibilità in modo chiaro ed evitando un linguaggio tecnico»¹³.

La necessità di prendere posizione in merito alla caratteristica di un prodotto come sostenibile o meno quando si procede all'identificazione del *target market* attribuisce un valore segnaletico al comportamento del produttore e del distributore; dinamiche di mercato incentivano così l'intermediario a creare e distribuire prodotti sostenibili¹⁴.

Da ultimo, la previsione che esclude la rilevanza del *target market* negativo in caso di prodotti sostenibili amplia il mercato di questi prodotti e consente quindi la distribuzione di prodotti sostenibili anche a investitori senza obiettivi legati alla sostenibilità¹⁵. Nello stesso senso, la possibilità concessa all'intermediario di considerare un cliente come neutro rispetto alla sostenibilità (nelle parole di ESMA, *sustainability-neutral*) quando non risponde alla domanda sulle preferenze di sostenibilità o perfino quando risponde negativamente¹⁶ allarga, all'evidenza, il mercato della distribuzione di prodotti sostenibili: ad esempio, pur in presenza di un diniego esplicito alla domanda sulle preferenze di sostenibilità, un prodotto “green” può essere raccomandato a un cliente “brown”.

3. *Le criticità della strategia di promozione della finanza sostenibile*

L'intervento della legge volto a promuovere la finanza sostenibile non è tuttavia esente da criticità.

Nello specifico, orientare le scelte degli investitori verso prodotti sostenibili comporta l'assoggettamento a rischi tipici di tali prodotti. Infatti, come riconosciuto dallo stesso legislatore, esistono ad esempio

¹³ Così F. ADRIA, N. LINCiano, F. QUARANTA, P. SOCCORSO (nt. 10), 11, con riferimento a ESMA, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, Final Report, 23 September 2022 | ESMA35-43-3172 (d'ora in poi “ESMA GL Suitability 2022”), par. 106, 67.

¹⁴ A. PERRONE, A. CARDANI (nt. 12), 86.

¹⁵ A. PERRONE, A. CARDANI (nt. 12), 86.

¹⁶ «Where a client does not answer the question whether it has sustainability preferences or answers “no”, the firm may consider this client as “sustainability-neutral” and recommend products both with and without sustainability-related features»: ESMA GL Suitability 2022, par. 85, 61.

attività economiche *brown* per le quali «non esistono alternative a basse emissioni di carbonio tecnologicamente ed economicamente praticabili» (così il Considerando n. 41 e art. 10, par. 2, Regolamento (UE) 2020/852: d’ora in poi “Regolamento *Taxonomy*”), sicché «un prodotto diretto a finanziare attività *green* potrebbe rivelarsi in contraddizione con l’andamento del mercato, salvo un costante sostegno pubblico, a sua volta, tuttavia, esposto a rischi derivanti dal contesto politico ed economico di riferimento»¹⁷. Sotto un diverso profilo, prodotti finanziari sostenibili che prendono in considerazione la transizione ecologica - ad esempio, un fondo comune che esclude dalla propria *asset allocation* società che svolgono attività *brown* - sono esposti al rischio specifico che la transizione non avvenga nei modi e nei tempi previsti¹⁸, a maggior ragione in considerazione del ruolo giocato in questo contesto dai gruppi di interesse¹⁹.

In via generale, l’affiancamento agli obiettivi finanziari anche di obiettivi non finanziari comporta una maggiore discrezionalità per gli intermediari²⁰ che potrebbero prendere scelte destinate a risolversi a danno dei clienti, fino al *mis-selling*²¹. Come è stato evidenziato da

¹⁷ A. PERRONE, A. CARDANI (nt. 12), 87.

¹⁸ A. PERRONE, A. CARDANI (nt. 12), 87. Enfaticamente, la copertina del mese di novembre 2022 della rivista *The Economist* ha il seguente titolo: *Say goodbye to 1.5 °C. Why climate policy is off target*. Tra le ragioni per le quali si riduce la propensione verso la finanza sostenibile risulta presente anche l’attitudine al breve termine (il c.d. *short termism*: F. ADRIA - N. LINCiano, F. QUARANTA, P. SOCCORSO (nt. 10), 16, poiché «nel breve periodo è assai probabile che il perseguimento di obiettivi ESG determini una compressione dei profitti», impattando così sulle *performance* dell’impresa (in questo senso, G. STRAMPELLI, *L’informazione non finanziaria tra sostenibilità e profitto*, in *Analisi giur. econ.*, I, 2022, 146), e quindi ragionevolmente anche sui prezzi dei relativi titoli.

¹⁹ Ad esempio, in merito alla possibilità di qualificare l’energia nucleare come sostenibile all’interno del Regolamento *Taxonomy*, il dibattito si è trasformato in controversie davanti alla Corte di Giustizia dell’Unione europea: C. HODGSON, *Challenge against EU ‘green’ label for gas and nuclear energy steps up*, in *Financial Times*, October 10, 2022.

²⁰ L’osservazione è nota alla dottrina commercialistica relativa all’approccio *multistakeholder* delle società: *ex multis*, a livello internazionale, F.H. EASTERBROOK - D.R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge-London, 1991, 3; nella letteratura domestica, V. CALANDRA BUONAURA, *Responsabilità sociale dell’impresa e doveri degli amministratori*, in *Giur. comm.*, 2011, IV, 544 ss.

²¹ In tema di *mis-selling*, per tutti: in via generale, JOHN ARMOUR ET AL., *Principles of Financial Regulation*, Oxford, 2016, 226 ss. e, più nello specifico, A.

ESMA, esistono infatti pratiche di vendita errata che potrebbero verificarsi a seguito di conflitti di interesse nel campo della consulenza in materia di investimenti o della gestione del portafoglio, come l'uso di considerazioni ESG per vendere prodotti propri o più costosi o per generare un flusso eccessivo di transazioni attive e passive nel portafoglio titoli del cliente, senza vantaggio per quest'ultimo ma al solo scopo di generare alti costi commissionali a suo carico (c.d. *churning*)²². È stato al riguardo sintetizzato che «*ESG considerations may give a new pretext to engage in mis-selling practices*»²³.

È evidente quindi la necessità di stabilire un criterio che l'intermediario sia tenuto a rispettare quando, a parità di rischio, debba scegliere tra uno strumento finanziario con un maggior rendimento e un altro, invece, che prediliga maggiormente le preferenze di sostenibilità.

I prodotti sostenibili pongono in definitiva dei rischi che devono essere adeguatamente gestiti²⁴. Al problema relativo all'esposizione ai rischi tipici dei prodotti sostenibili e a quello che riguarda l'eventuale *mis-selling* è possibile fornire una duplice risposta.

REURINK, *Financial Fraud: A Literature Review*, MPIfG Discussion Paper, No. 16/5, Max Planck Institute for the Study of Societies, Cologne, 53 ss.

²² ESMA, *On integrating sustainability risks and factors in MiFID II*, Consultation Paper, 19 December 2018 | ESMA35-43-1210, par. 13, 10; ESMA, *ESMA's technical advice to the European Commission on integrating sustainability risks and factors in MiFID II*, Final Report, 30 April 2019 | ESMA35-43-1737, parr. 27 e 30, 14 s. Questa preoccupazione è condivisa anche da EIOPA, nel contesto della distribuzione assicurativa: EIOPA, *EIOPA's Technical Advice on the integration of sustainability risks and factors in the delegated acts under Solvency II and IDD*, EIOPA-BoS-19/172, 30 April 2019, par. 154, 32 s.

²³ V. COLAERT (nt. 10), 469.

²⁴ ESMA, infatti, intende concentrare i suoi sforzi sui rischi posti, tra gli altri, dai «*products with strong retail investor demand (e.g. ESG)*»: ESMA Strategy, 22. Naturalmente, esistono ulteriori rischi rispetto a quelli menzionati in questo lavoro, tra cui quelli relativi al *greenwashing* e ai *rating* ESG. Sul punto, per tutti, rispettivamente, EBA - EIOPA - ESMA, *ESAs Call for evidence on better understanding greenwashing*, 15 November 2022 e M. GARGANTINI, M. SIRI, *Information Intermediaries and Sustainability. ESG ratings and benchmarks in the European Union*, ECMI Working Paper no 15 | November 2022, 1.

4. *La gestione dei rischi tipici dei prodotti sostenibili*

Con riferimento al primo problema sollevato, i rischi tipici dei prodotti sostenibili possono essere gestiti secondo una pluralità di strumenti.

Nel caso di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli (c.d. servizi di investimento ad alto valore aggiunto), l'intermediario è tenuto anzitutto ad ottenere dal cliente alcune informazioni, tra cui quelle relative alla «sua tolleranza al rischio», rilevanti ai fini della valutazione di adeguatezza dell'investimento (art. 25, par. 2, MiFID II). Un prodotto che comporti un rischio non coerente con la tolleranza al rischio del cliente non può quindi superare il giudizio di adeguatezza²⁵.

Per la verità, sarebbe possibile una valutazione di adeguatezza positiva anche per uno strumento finanziario che abbia un rischio di per sé non coerente col profilo di un cliente. Con specifico riferimento al requisito degli obiettivi di investimento - tra cui rientra la tolleranza al rischio - l'intermediario può effettuare la valutazione di adeguatezza con riferimento all'intero portafoglio²⁶. Un prodotto particolarmente rischioso può infatti comportare un rischio più contenuto se la prospettiva è quella complessiva, nel caso in cui abbia un peso relativamente ridotto nel portafoglio titoli di un cliente.

Anche in un tale contesto, nondimeno, come del resto nel caso di uno strumento finanziario sostenibile che abbia di per sé un rischio coerente col profilo del cliente, il pericolo di un portafoglio eccessivamente concentrato con riferimento ai rischi tipici dei prodotti sostenibili può essere ragionevolmente gestito. In via generale, infatti, un portafoglio eccessivamente concentrato con riferimento a prodotti sostenibili non può superare il giudizio di adeguatezza. Tale rischio è presidiato secondo un duplice modello. Anzitutto, attraverso misure organizzative interne, perché, come è stato chiarito, «*[a] firm should*

²⁵ Chiaramente, questa strategia normativa impone agli intermediari di valutare correttamente i rischi assunti dai clienti nella sottoscrizione degli strumenti finanziari, secondo un'impostazione più difficile quando occorre verificare il rischio tipico di un prodotto sostenibile.

²⁶ «*with regard to the client's financial situation and investment objectives, the suitability assessment about the impact of the product and transaction can be done at the level of the client's portfolio*»: ESMA GL Suitability 2022, par. 87, 62.

*establish policies and procedures which enable it to ensure inter alia that ... the advice and portfolio management services provided to the client take account of an appropriate degree of risk diversification»²⁷. Inoltre, attraverso le norme specifiche in tema di sostituzione di prodotti all'interno di un portafoglio: tra i benefici che devono essere presi in considerazione nell'analisi che conduce a uno *switch* di prodotti, rientra infatti la diversificazione di portafoglio, l'allineamento del rischio di portafoglio con quello del cliente, e la diminuzione del rischio di credito complessivo²⁸.*

5. L'eccessiva discrezionalità dell'intermediario e una più efficace tutela dell'investitore

Venendo ora al secondo problema sollevato, pratiche di vendita errata sono tipicamente la conseguenza di conflitti di interesse che si concretizzano in un particolare momento. È la relativa disciplina quindi che potrebbe rispondere in prima battuta a tale problema. Una simile soluzione non sembra tuttavia pienamente efficace.

Pur contemplando i conflitti che possono insorgere a seguito dell'integrazione delle preferenze di sostenibilità del cliente²⁹, il regime in parola impone all'intermediario una loro gestione³⁰ e, in caso negativo, una mera disciplina di trasparenza (art. 16, par. 3, e art. 23, par. 2, MiFID II; artt. 33-43 MiFID II DR). Nei fatti, questa strategia può essere tuttavia di scarsa utilità a impedire operazioni svantaggiose

²⁷ ESMA GL Suitability 2022, par. 80, 60.

²⁸ Sono considerati infatti dei benefici derivanti dalla sostituzione di prodotti in un portafoglio i seguenti aspetti: «(i) an increase in the portfolio diversification (by geographical area, type of instrument, type of issuer, etc.); (ii) an increased alignment of the portfolio's risk profile with the client's risk objectives; (iii) an increase in the portfolio's liquidity; or (iv) a decrease of the overall credit risk of the portfolio»: ESMA GL Suitability 2022, par. 98, 66.

²⁹ Tra i conflitti di interesse da individuare, rientrano infatti anche «quelli che possono insorgere a seguito dell'integrazione delle preferenze di sostenibilità del cliente» (così il Considerando n. 4 del MiFID II DR 2021).

³⁰ Infatti, «le imprese di investimento dovrebbero disporre di meccanismi adeguati per garantire che l'inclusione dei fattori di sostenibilità nel processo di consulenza e nella gestione del portafoglio non porti a pratiche di vendita impropria o all'errata rappresentazione di strumenti o strategie finanziari come rispondenti alle preferenze di sostenibilità laddove non lo sono» (così il Considerando n. 5 del MiFID II DR 2021).

per il cliente, a causa in particolare dei suoi limiti cognitivi e comportamentali³¹.

Oltre alla gestione del possibile conflitto di interessi, è opportuno quindi eliminarne la causa. In questa prospettiva, la possibile discrezionalità dell'intermediario nel perseguire contemporaneamente obiettivi finanziari e non finanziari dipende anzitutto dalla scelta del cliente in ordine alle sue preferenze di sostenibilità.

Come sarà dettagliato nei paragrafi che seguono, in caso di risposta affermativa in ordine alle eventuali preferenze di sostenibilità, la discrezionalità dell'intermediario può essere ridotta dall'obbligo di domandare al cliente la gerarchia tra rendimento e sostenibilità, secondo una soluzione rafforzata dalla considerazione che l'intermediario deve rispettare gli obblighi di conoscenza del cliente (c.d. *know your customer rule*) e di perseguire il suo miglior interesse. In assenza di risposta da parte del cliente alla domanda in ordine alla gerarchia tra gli obiettivi, l'analisi precisa degli interessi in gioco e la ricerca di valori fondanti e prevalenti nell'ordinamento suggerisce invece che il rendimento sia da preferire alla sostenibilità.

5.1. (Segue) *La rilevanza della profilatura e i vincoli espliciti alla discrezionalità dell'intermediario*

La distribuzione di strumenti finanziari dipende anzitutto dalla scelta del cliente in ordine alle sue preferenze di sostenibilità³².

Nel caso in cui il cliente non risponde o risponde negativamente alla preferenza di sostenibilità³³, il suo profilo è qualificabile come neutro rispetto alla sostenibilità e quindi l'intermediario considera il cliente

³¹ Di recente, F.E. MEZZANOTTE (nt. 9), 259 e, nel contesto della promozione di una trasparenza di qualità, per l'affermazione secondo cui «ESMA recognises that disclosure has its limits», ESMA Strategy, 23. L'osservazione non è nuova: nella prospettiva della *behavioral finance*, per tutti, T.S. ULEN, *A Behavioral View of Investor Protection*, in 44 *Loyola U. Chicago L. J.* (2012), 1370 e, per un'analisi più approfondita, O. BEN-SHAHAR, C.E. SCHNEIDER, *More Than You Wanted to Know: The Failure of Mandated Disclosure*, Princeton University Press, 2014.

³² Tale scelta può dipendere da molteplici fattori: per una sintesi dei risultati teorici sul punto e per un'analisi empirica relativa agli investitori italiani, D. COSTA, M. GENTILE, N. LINCIANO, *Interesse verso gli investimenti sostenibili*, Consob Finanza Sostenibile, novembre 2022, 10 ss.

³³ ESMA GL Suitability 2022, par. 85, 61 (*supra*, par. 2).

come un investitore che non ha né preferenze esplicite di sostenibilità, né preferenze esplicite di “non sostenibilità”, come peraltro avviene anche per il momento di transizione per chi è già cliente, finché il profilo-mifid non è ancora stato aggiornato³⁴.

Poiché comporta la possibilità di sottoscrivere comunque strumenti sostenibili anche senza aver indicato esplicitamente la preferenza in questo senso (*supra*, par. 2), non è difficile pensare che l’adozione di questo approccio neutro sia “sponsorizzato” dagli intermediari che, dal canto loro, godono di una maggiore discrezionalità, rispetto al caso di una manifestazione esplicita delle preferenze di sostenibilità da parte del cliente.

Nel caso in cui il cliente sia qualificato come neutro rispetto alla sostenibilità, il possibile *trade-off* tra rendimento e sostenibilità dovrebbe essere risolto in favore del primo termine. Il comportamento del cliente è infatti inequivoco in ordine a quale sia, dal suo punto di vista, il suo miglior interesse: se avesse voluto perseguire un obiettivo non finanziario l’avrebbe esplicitato.

Qualora invece il cliente abbia manifestato preferenze di sostenibilità, la discrezionalità dell’intermediario che presta servizi di investimento ad alto valore aggiunto per i quali è richiesta la valutazione di adeguatezza è esposta a diversi vincoli.

Più nel dettaglio, un prodotto conforme a obiettivi di sostenibilità ma non a quelli finanziari non può essere raccomandato, comportando un giudizio negativo di adeguatezza. Come noto, infatti, le imprese di investimento devono determinare se «la specifica operazione da raccomandare o realizzare nel quadro della prestazione del servizio di gestione del portafoglio soddisfa», tra i vari criteri, anche quello relativo alla corrispondenza con gli «obiettivi di investimento del cliente, inclusa la sua tolleranza al rischio e le sue eventuali preferenze di sostenibilità» (art. 25, par. 2, MiFID II e art. 54, par. 2, MiFID II DR).

³⁴ «Where the client does not request the immediate update of its profile, and during the period preceding the acquisition from the firm of the information on the client’s sustainability preferences, the client will be considered as “sustainability-neutral” and therefore, in line with paragraph 85, the client could be recommended products both with and without sustainability-related features»: ESMA GL Suitability 2022, par. 57, 54 ss.

In modo speculare, un prodotto conforme a obiettivi finanziari, ma non a quelli di sostenibilità non potrebbe essere raccomandato a chi abbia preferenze di sostenibilità. L'intermediario, infatti, «non raccomanda né decide di negoziare strumenti finanziari come rispondenti alle preferenze di sostenibilità di un cliente o potenziale cliente se essi non soddisfano tali preferenze» (art. 54, par. 10, co. 2, MiFID II DR). Per la verità, in quest'ultimo caso, «se nessuno strumento finanziario soddisfa le [sue] preferenze di sostenibilità» il cliente potrebbe «adattare le proprie preferenze di sostenibilità» e l'intermediario sarebbe tenuto a tener «traccia della decisione del cliente, compresi i relativi motivi» (art. 54, par. 10, co. 3, MiFID II DR). Su richiesta del cliente il “blocco” potrebbe essere quindi rimosso. Se, tuttavia, un cliente non intende modificare le proprie preferenze di sostenibilità, l'intermediario dovrebbe astenersi, perché la legge è esplicita nel prescrivere che nel caso di servizi di investimento ad alto valore aggiunto «l'impresa di investimento non raccomanda né decide di negoziare alcun servizio o strumento se nessuno dei servizi o degli strumenti è adeguato al cliente» (art. 54, par. 10, co. 1, MiFID II DR).

5.2. (Segue) *Le preferenze di sostenibilità e la gerarchia tra gli obiettivi da perseguire*

I vincoli appena menzionati non sono in grado, tuttavia, di sciogliere l'alternativa tra rendimento e sostenibilità. Per un cliente che abbia manifestato le proprie preferenze di sostenibilità è possibile, infatti, individuare diverse tipologie di prodotti come adeguati al suo profilo.

Più nel dettaglio, prodotti rispettosi sia di esigenze finanziarie che di quelle non finanziarie di un determinato cliente sono adeguati, ma presentano caratteristiche diverse, con un impatto quindi differente sull'investitore. Ad esempio, ci sono prodotti con un maggior rendimento (o minor costo) che pur rispettano preferenze di sostenibilità e prodotti con un minor rendimento (o maggior costo) che rispettano le preferenze di sostenibilità in maniera più significativa³⁵.

³⁵ Come è ricordato anche dal legislatore, infatti, «[a]d oggi sono stati sviluppati strumenti finanziari con vari livelli di ambizioni in materia di sostenibilità»: così il Considerando n. 6 del MiFID II DR 2021.

Lasciare la scelta su quale strumento offrire all'intermediario potrebbe non essere la soluzione ideale per la tutela dell'investitore. Da un lato, dinamiche di mercato suggeriscono di regola all'intermediario di favorire il rendimento a discapito della sostenibilità, quando i due termini siano in opposizione³⁶, per mantenere la relazione col cliente maggior attento ai guadagni del proprio investimento. Per altro verso, la scelta opposta è nondimeno possibile quando è suggerita dal possibile conflitto di interessi, come può essere la percezione di una commissione maggiore in caso di distribuzione di questi prodotti.

Nell'ottica di ridurre la discrezionalità dell'intermediario nell'offerta dei prodotti finanziari, la scelta della Commissione Europea di favorire l'"allineamento" degli obiettivi di investimento, rispetto al "disaccoppiamento" tra obiettivi finanziari e quelli di sostenibilità³⁷ non risulta particolarmente significativa. Sebbene impedisca all'intermediario di consigliare un prodotto sostenibile ma non in linea con gli obiettivi di investimento, quando può consigliarne uno sostenibile e in linea con gli obiettivi di investimento, la scelta di allineare obiettivi di investimento e di sostenibilità non indica infatti una gerarchia tra gli obiettivi da perseguire e quindi non è in grado di suggerire quale sia la scelta corretta tra rendimento e sostenibilità.

5.3. (Segue) *Le scelte esplicite dell'investitore*

In un tale contesto, l'intermediario è tenuto a chiedere al cliente quale sia la sua gerarchia tra rendimento e sostenibilità perché deve rispettare gli obblighi di conoscenza del cliente (c.d. *know your customer rule*) e di servire al meglio i suoi interessi (art. 24, par. 1, MiFID II). Le regole di dettaglio, infatti, possono essere "integrate" mediante l'utilizzo degli *standard* appena ricordati³⁸.

³⁶ In questo senso, sia pur in modo non esplicito, F.E. MEZZANOTTE, *Accountability in EU sustainable finance: linking the client's sustainability preferences and the MiFID II suitability obligation*, in 16.4 *Capital Markets Law Journal* (2021), 484 s.

³⁷ Gli impatti della scelta sono approfonditi da F.E. MEZZANOTTE (nt. 36), 496 ss.

³⁸ In via generale, un simile approccio è suggerito da A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*³, Milano, 2020, 53.

L'investitore che espliciti quale sia la gerarchia tra gli interessi da perseguire manifesta le proprie preferenze e, allo stesso tempo, riduce la discrezionalità dell'intermediario.

Un cliente che preferisca la sostenibilità al rendimento, ad esempio, non riceverà un prodotto non conforme ai suoi obiettivi non finanziari, ma nemmeno uno non coerente con quelli finanziari. Tra due prodotti che rispettano sia gli obiettivi finanziari che quelli di sostenibilità, tuttavia, l'intermediario sarà vincolato dalla scelta esplicita del cliente a raccomandare o a decidere di negoziare quello strumento che, pur con un rendimento inferiore, persegue maggiormente gli obiettivi di sostenibilità.

In assenza di risposta da parte del cliente alla domanda in ordine alla gerarchia tra gli obiettivi, invece, l'esigenza di ridurre la discrezionalità dell'intermediario suggerisce all'interprete di individuare un criterio ordinatore. L'analisi precisa degli interessi in gioco e la ricerca di valori fondanti e prevalenti dell'ordinamento finanziario possono fornire un contributo alla soluzione del problema.

5.4. (Segue) *L'impostazione di default in caso di mancata risposta alla domanda in ordine alla gerarchia tra gli obiettivi da perseguire*

Nel caso di un'adeguata diversificazione del rischio nel portafoglio di un cliente e, contemporaneamente, quando l'intermediario presta un servizio di investimento ad alto valore aggiunto dovendo scegliere tra rendimento e sostenibilità, a parità di rischio dei due prodotti in questione, l'alternativa dovrebbe essere risolta favorendo il primo alla seconda, sulla base di una pluralità di ragioni.

Anzitutto, il legislatore stesso considera il rendimento e il rischio come elementi tipici dell'investimento, mentre la sostenibilità è una sua possibile (ma non necessaria) declinazione: tra i criteri in base ai quali valutare l'adeguatezza di uno strumento finanziario, si esplicita il fatto se «corrisponde agli obiettivi di investimento del cliente, inclusa la sua tolleranza al rischio e le sue *eventuali* preferenze di sostenibilità» (art. 54, par. 2, lett. a, MiFID II DR, corsivo aggiunto)³⁹; inoltre si considerano prodotti equivalenti quelli che hanno un profilo simile di

³⁹ Per un commento sul punto, F.E. MEZZANOTTE (nt. 9), 301.

rischio/rendimento⁴⁰. La medesima impostazione è seguita da ESMA. Oltre a indicare, tra le informazioni utili per un investitore, quelle che consentono di comparare i prodotti, il loro costo, i rischi e le *performance*⁴¹, nelle sue linee guida, l'autorità richiede infatti agli intermediari di istituire delle procedure interne per assicurarsi che: il cliente abbia un'adeguata consapevolezza della relazione tra rischio e rendimento⁴²; prenda in considerazione tutti i rischi rilevanti e ogni costo diretto o indiretto per il cliente, per consentire investimenti adeguati⁴³.

In secondo luogo, l'analisi storica del percorso intrapreso dal legislatore suggerisce che il rendimento sia gerarchicamente superiore alla sostenibilità. Nella consultazione pubblica promossa da ESMA, ad esempio, uno dei temi oggetto di discussione è stato il c.d. *Two-Step Suitability Assessment*, strumento considerato utile per integrare le preferenze di sostenibilità nel giudizio di adeguatezza "classico"⁴⁴. Inoltre, nella consultazione pubblica sulla *Renewed Sustainable Finance Strategy* dell'8 aprile 2020, la Commissione Europea ha presentato due domande che, in buona sostanza, chiedevano se promuovere prodotti sostenibili solo *dopo* che la valutazione di adeguatezza fosse stata compiuta⁴⁵, trovando peraltro un riscontro in

⁴⁰ «Firms should have a process in place, taking into account the nature of the service, the business model and the kind of products that are provided, to assess products available that are 'equivalent' to each other in terms of ability to meet the client's needs and circumstances, such as financial instruments with similar target markets and similar risk-return profile»: ESMA GL Suitability 2022, par. 92, 64.

⁴¹ ESMA Strategy, 23.

⁴² «A firm should establish policies and procedures which enable it to ensure *inter alia* that: ... the client has an adequate understanding of the relationship between risk and return, i.e. of the necessarily low remuneration of risk free assets, of the incidence of time horizon on this relationship and of the impact of costs on his investments»: ESMA GL Suitability 2022, par. 80, 60.

⁴³ «In order to match clients with suitable investments, firms should establish policies and procedures to ensure that they consistently take into account: ... all material characteristics of the investments considered in the suitability assessment, including all relevant risks and any direct or indirect costs to the client»: ESMA GL Suitability 2022, par. 76, 59.

⁴⁴ Una buona sintesi delle risposte alla consultazione di ESMA è presente in F.E. MEZZANOTTE (nt. 9), 288 ss.

⁴⁵ EUROPEAN COMMISSION, *Consultation on the Renewed Sustainable Finance Strategy*, Consultation Document, April 8, 2020, 8 e 21.

gran parte positivo⁴⁶. Infine, i disegni di legge presentati dalla Commissione Europea sul tema mostrano la preoccupazione che si verifichi il problema del *mis-selling*, se gli obiettivi finanziari siano sacrificati rispetto a quelli di sostenibilità⁴⁷.

L'evoluzione storica emerge dalla lettura del considerando n. 5 del MiFID II DR 2021⁴⁸, che pone una “sequenza di valutazione”, dove prima occorre valutare il rispetto degli obiettivi finanziari e solo successivamente delle preferenze di sostenibilità. Per la verità, leggendo il Considerando appena citato insieme agli artt. 54, par. 2, lett. a, e 54, par. 5, MiFID II DR, uno strumento finanziario oggetto di investimento è adeguato solo se conforme alle preferenze finanziarie e di sostenibilità, a prescindere da quale valutazione avvenga per prima⁴⁹; ciò nondimeno, questo Considerando è utile nel segnalare una possibile gerarchia nel caso in cui si sia obbligati a scegliere nel *trade-off* tra sostenibilità e rendimento.

Infine, la minor rilevanza degli obiettivi non finanziari rispetto a quelli finanziari emerge dall'introduzione del già ricordato art. 54, par.

⁴⁶ EUROPEAN COMMISSION (nt. 45), 17 e 47.

⁴⁷ L'argomento presente in F.E. MEZZANOTTE (nt. 36), 498 e V. COLAERT (nt. 10), 457 si fonda sulla lettura di EM 2955205, 3, secondo cui il *mis-selling* può accadere «*should a sustainability factors take precedence over a client's personal investment objective*». In questo modo, la Commissione Europea ha fatto propria la prospettiva di ESMA, secondo cui gli “*ESG objectives*” sono secondari rispetto alla tradizionale valutazione di adeguatezza. Anzitutto, «*[t]he willingness of a client to invest in environmentally sustainable, social or good governance products should not be used against the interests of that client*»; inoltre, per evitare che le considerazioni sulla sostenibilità prevalgano sugli altri requisiti per valutare l'adeguatezza, contrariamente al perseguimento del miglior interesse del cliente, sulla pertinenza degli altri criteri di idoneità in un modo che potrebbe non risultare nel migliore interesse del cliente, «*ESG preferences should only be addressed once the suitability has been assessed in accordance with the criteria of knowledge and experience, financial situation and investment objectives. Once the range of suitable products has been identified following this assessment, in a second step the product that fulfils best the client's ESG preferences should be chosen*»: così ESMA, *On integrating sustainability risks and factors in MiFID II* (nt. 22), parr. 10 e 11, 22 s.

⁴⁸ Per evitare pratiche di vendita impropria o false rappresentazioni, «prima di chiedere le potenziali preferenze di sostenibilità, le imprese di investimento che forniscono consulenza in materia di investimenti dovrebbero valutare gli altri obiettivi di investimento, l'orizzonte temporale e le circostanze individuali del cliente o potenziale cliente» (così il Considerando n. 5 del MiFID II DR 2021).

⁴⁹ In questo senso V. COLAERT (nt. 10), 458.

10, co. 3, MiFID II DR⁵⁰, volto a evitare di “bloccare” l’allocazione del risparmio per soddisfare esigenze di sostenibilità, così mostrando la preferenza per il normale funzionamento del mercato, piuttosto che per la direzione sostenibile che potrebbe prendere. È con esclusivo riferimento alla sostenibilità - e non anche agli altri requisiti - che il cliente può adattare le sue preferenze⁵¹.

Più in generale, l’obbligo di «servire al meglio gli interessi dei ... clienti» (art. 24, par. 1, MiFID II) suggerisce di interpretare che l’indicazione di un cliente che risponda affermativamente alla preferenza di sostenibilità non significhi che queste debbano prevalere sugli obiettivi finanziari: come emerge anche dalla lettura di alcuni questionari-mifid, gli obiettivi di sostenibilità sono considerati un “di più” e non un obiettivo superiore a quello finanziario; d’altra parte, le esigenze di sostenibilità possono essere soddisfatte anche attraverso ulteriori modalità, talvolta anche più efficaci, come le scelte di consumo. Ciò trova peraltro conferma nella prospettiva dei gestori⁵² e in recenti indagini empiriche sul tema⁵³. Salvo indicazione esplicita⁵⁴,

⁵⁰ Al riguardo, v. anche il Considerando n. 8 del MiFID II DR 2021.

⁵¹ «*Firms are reminded that this possibility only refers to the sustainability preferences and that with regard to the other criteria of the suitability assessment, the product has to meet the client profile and otherwise shall not be recommended*»: ESMA GL Suitability 2022, par. 82, 60 s.

⁵² Per l’affermazione secondo cui «*in building an investor-centric framework, it is important to recognise that different types of investors have widely varying needs, approaches and preferences. If we ask an end retail investor whether they want a sustainable investment, many may say yes – but it is unlikely that they, or even their advisors, might fully understand how that choice may impact their financial goals*», BLACKROCK, *RE: Consultation on integrating sustainability risks and factors in MiFID II*, 19 February 2019, 6.

⁵³ Nel 2019, su un campione di oltre 25.000 investitori, il 57% degli intervistati tiene conto dei fattori ESG nelle scelte di investimento; nella scala delle priorità, tuttavia, le preferenze di sostenibilità sono secondarie rispetto agli obiettivi finanziari: in questo senso, SCHROEDERS, *Global Investor Study GIS*, 2019, citato da D. COSTA - M. GENTILE - N. LINCiano (nt. 32), 12, nt. 13, dal quale emerge inoltre, con riferimento al contesto italiano, una maggior percentuale di investitori con priorità per gli aspetti finanziari, rispetto a quelli che prediligono invece la sostenibilità (*ivi*, 24).

⁵⁴ Secondo alcuni studi, ci sono investitori che preferiscono investire in un fondo sostenibile anche se ciò comporta una diminuzione del rendimento: per tutti, UNIVERSITY OF CAMBRIDGE INSTITUTE FOR SUSTAINABILITY LEADERSHIP (CISL), *Walking the talk: Understanding consumer demand for sustainable investing*,

sono da considerarsi quindi come una “sfumatura” dell’obiettivo principale che si intende perseguire quando si investe. Agendo diversamente, si violerebbe il principio fiduciario a tutela del cliente⁵⁵.

6. *La tutela dell’investitore nella prestazione dei servizi di investimento esecutivi*

Le soluzioni individuate fin qui non possono valere per i servizi di investimento a basso valore aggiunto. Le preferenze di sostenibilità, al pari di qualsiasi obiettivo di investimento, non rilevano infatti né nel regime di appropriatezza (art. 25, par. 3, MiFID II; artt. 55 e 56 MiFID II DR), né in quello di mera esecuzione (art. 25, par. 4, MiFID II; art. 57 MiFID II DR), che si applicano quando l’intermediario presta tali attività. In questi casi, inoltre, è il cliente che seleziona direttamente lo strumento finanziario, senza l’ausilio dell’intermediario che non può quindi “correggere” eventuali scelte controproducenti. Da un punto di vista empirico, questa dinamica è peraltro sempre più frequente nel caso di utilizzo di piattaforme di negoziazione *online*⁵⁶, anche se non si può escludere anche in tale ipotesi la prestazione del servizio di consulenza tramite *robo-advisor*⁵⁷.

Laddove la profilatura della clientela risulta meno efficace, può essere sensato allora concentrarsi sulla “profilatura degli strumenti finanziari”: anziché sul regime relativo al cliente, la soluzione può passare da quello relativo al prodotto (c.d. *know your merchandise rule*).

In quest’ottica, una prima ipotesi concerne la disciplina di *product governance* che, tra le altre cose, impone agli intermediari di individuare il mercato di riferimento di uno strumento finanziario “creato” e distribuito, «al fine di evitare e ridurre sin dall’inizio

Cambridge UK, 2019, 14 s. e, sia pur nella prospettiva dei gestori dei fondi, G. STRAMPELLI (nt. 18), 151.

⁵⁵ Per un approfondimento sul punto nel dibattito statunitense, V. RAMASWAMY, *The ESG Fiduciary Gap*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, October 25, 2022.

⁵⁶ Al riguardo, sia consentito il riferimento a M. ARRIGONI, *The GameStop case and investor protection. Towards a new regime for the provision of executive investment services*, in *Orizzonti*, 2021, II, 956; più di recente, ESMA Strategy, 6.

⁵⁷ F.E. MEZZANOTTE (nt. 36), 485.

potenziali rischi di mancato rispetto delle regole di protezione degli investitori» (così il Considerando n. 15 della MiFID II DD)⁵⁸. La genericità delle indicazioni normative sui fattori di sostenibilità (art. 2, punto 24, Regolamento (UE) 2019/2088, c.d. *Sustainable Finance Disclosure Regulation*, SFDR) e la problematica identificazione delle relative metriche rendono, tuttavia, meno efficace la regola che chiede l'individuazione del *target market*: obiettivi di sostenibilità molto generici consentono prodotti capaci di soddisfare *target market* molto ampi. Semmai, in una prospettiva *de iure condendo*, la disciplina di *product governance* potrebbe prevedere l'obbligo per i distributori di indicare la prestazione di servizi di investimento ad alto valore aggiunto in caso di mancanza di informazioni da parte dei clienti e per prodotti particolarmente complessi o rischiosi⁵⁹.

Più utile risulta, invece, incidere sulla “mappatura dei prodotti”, cioè sulla presentazione degli strumenti finanziari da offrire alla clientela. Per servire al meglio anche in questo caso gli interessi dei suoi clienti (art. 24, par. 1, MiFID II) e nel rispetto del suo dovere di trasparenza e correttezza (art. 24, par. 3, MiFID II), l'intermediario dovrebbe essere tenuto a escludere dalla gamma di prodotti offerti alla clientela quelli che, all'evidenza, presentano una relazione rischio-rendimento sproporzionata rispetto alla media di mercato, nonché rispetto ad altri prodotti comunque presenti nell'elenco generale⁶⁰. In altri termini, nel contesto di servizi di investimento esecutivi, il rischio di *mis-selling* può essere ridotto presidiando possibili mappature opportunistiche da parte degli intermediari.

⁵⁸ Per un approfondimento, A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2019, I, 7 e, successivamente, L. DELLA TOMMASINA, *La produzione e la distribuzione di strumenti finanziari (tra servizi di investimento esecutivi, aumenti di capitale senza consulenza e derivati over the counter)*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2021, II, 264 ss.

⁵⁹ Per un approfondimento della proposta, M. ARRIGONI (nt. 56), 967. Per l'affermazione secondo cui «*disclosures on sustainability characteristics of products are complex*», ESMA Strategy, 27.

⁶⁰ L'impostazione di far discendere norme di condotta specifiche dalle clausole generali menzionate non è nuova: con riferimento ai c.d. prodotti illiquidi e complessi, rispettivamente, CONSOB, *Comunicazione*, n. 9019104 del 2 marzo 2009, 5 e CONSOB, *Comunicazione*, n. 0097996 del 22 dicembre 2014, entrambe poi revocate da CONSOB, *Avviso*, 3 febbraio 2022.

7. Conclusioni

Al fine di promuovere la finanza sostenibile, le recenti novelle alla disciplina sui servizi di investimento non sono esenti da criticità, quali la sovraesposizione ai rischi tipici dell'investimento e la maggior discrezionalità offerta agli intermediari che potrebbe aumentare i casi di *mis-selling*.

Tali rischi possono essere gestiti ricorrendo agli strumenti offerti dall'ordinamento. Al riguardo, le soluzioni variano a seconda dei servizi di investimento prestati dall'intermediario.

Nel caso dei servizi di investimento di consulenza in materia di investimenti e di gestione individuale di portafoglio, la valutazione di adeguatezza costituisce un filtro a investimenti non coerenti col profilo di rischio del cliente. In assenza di indicazioni esplicite da parte del cliente, lo stesso vale per la riduzione della discrezionalità offerta all'intermediario: la considerazione per cui il rendimento sia da preferire alla sostenibilità impatta sulla valutazione di adeguatezza di un determinato strumento finanziario in relazione al profilo di uno specifico cliente. In caso di violazione di tali obblighi, la disciplina europea è lacunosa e lascia, pertanto, agli Stati membri l'identificazione più puntuale dei rimedi⁶¹.

Qualora, invece, l'intermediario presti i servizi di investimento puramente esecutivi, la valutazione nel merito dell'investimento non risulta lo strumento più efficace a presidiare i rischi evidenziati. In tal caso, più ragionevole pare concentrarsi anzitutto sulla disciplina di *product governance*, per la quale l'intermediario deve individuare il mercato di riferimento di uno strumento finanziario "creato" o distribuito. Maggiormente efficace può essere, inoltre, l'obbligo di "mappatura dei prodotti" che comporta per l'intermediario l'esclusione dalla gamma di strumenti finanziari offerti alla clientela quelli che, all'evidenza, presentano una relazione rischio-rendimento sproporzionata. Diversamente dall'ipotesi dei servizi di investimento ad alto valore aggiunto, in questo caso, tuttavia, la soluzione individuata

⁶¹ Con specifico riferimento alla giurisprudenza italiana, per un approfondimento dei rimedi vuoi nel senso della nullità per contrarietà a norme imperative *ex art. 1418, co. 1, c.c.*, vuoi per la responsabilità precontrattuale da violazione di obblighi di comportamento gravanti *ex lege* sull'intermediario nella fase precedente la conclusione del contratto, A. PERRONE (nt. 38), 240 ss.

in questo contesto non è particolarmente efficace. L'applicazione nel regime di *product governance* del principio di proporzionalità e la flessibilità offerta dalle linee guida ESMA ai distributori suggerisce, infatti, che tale strategia consenta di evitare solamente casi eclatanti di *mis-selling*, non rappresentando, di contro, uno strumento di conformazione “forte” dell’offerta di strumenti finanziari alla clientela, in grado di incidere su qualsiasi prodotto distribuito dagli intermediari⁶². Per i servizi di investimento esecutivi, peraltro, il filtro della valutazione nel merito dell’investimento è meno efficace: diversamente dal regime di adeguatezza, la norma di condotta dell’appropriatezza richiede infatti all’intermediario di prendere in considerazione minori parametri e, soprattutto, ammette la possibilità che il cliente impartisca un ordine non coerente col suo profilo (art. 25, par. 3, MiFID II)⁶³.

⁶² Sul punto, A. PERRONE, *A Brave New World? Investment Services and Investor Protection*, in S. LANNI, *Harmonization of European and Latin-American Consumer Law*, Convegno Conclusivo Progetto Jean Monnet Module HELACOL, vol. 5. ESI (2018), Naples, 183; v. anche E.R. RESTELLI, *Shaped by the Rules. How Inducement Regulation Will Change the Investment Service Industry*, in 4 *ECFR* (2021), 659 s.

⁶³ Nel senso che ciò sia espressione di un principio di autoresponsabilità, L. DELLA TOMMASINA (nt. 58), 276: diversamente dall’adeguatezza, nel regime di appropriatezza è il cliente a valutare la coerenza dell’investimento con la sua situazione economica e coi suoi obiettivi di investimento; inoltre, la possibilità di procedere con l’investimento anche in caso di giudizio negativo implica la considerazione per cui «il cliente non dev’essere salvato da se stesso».

Quale futuro per bitcoin e la sua decentralizzazione? Riflessioni in attesa della pronuncia sul caso Tulip Trading.

SOMMARIO: 1. Un'importante premessa. – 2. Bitcoin. – 3. Una governance unica che sfugge alle logiche tradizionali: l'indeterminatezza dei gestori. – 3.1. Una precisazione importante: la figura degli sviluppatori. – 3.2. L'indeterminatezza degli utenti: lo pseudo-anonimato. – 4. Un'unicità che disorienta autorità di vigilanza e regolatori. – 5. Il tentativo di imbrigliare la sua unicità nel tradizionale concetto di moneta. – 6. E la sua critica: l'incapacità di bitcoin di assolvere alle 3 funzioni tradizionali della moneta. – 7. L'esistenza di una finalizzazione di carattere finanziario che potrebbe giustificare la sussunzione all'interno della categoria dei prodotti finanziari. – 8. La problematica applicazione della disciplina dei prodotti finanziari in mancanza di un centro di imputazione. – 9. Alla ricerca di un nuovo criterio di imputabilità: il caso Tulip Trading. – 10. La governance decentralizzata di bitcoin sarà davvero solo un mito?

1. Un'importante premessa.

Dopo le vicende¹, o forse sarebbe meglio dire i veri e propri scandali², che si sono succeduti nel corso dell'ultimo anno, e che hanno

¹ È del 17 di febbraio 2023 la notizia che The Rock Trading, la più antica e italiana piattaforma di exchange, ha sospeso la propria attività per una crisi di liquidità, su questo v. B. SIMONETTA, *Rock Trading inagibile, utenti mobilitati*, 19 febbraio 2023, in *Ilsole24ore*.

² Il primo e più rilevante evento, del 2022, è stato senz'altro il crollo del crypto-asset LUNA, ossia una *algorithmich stablecoin*, su cui v. E. CAMPACI, *Tutti i passaggi del disastro Terra (LUNA)*, 25 maggio 2022, in <https://youngplatform.com/blog/news/riassunto-disastro-terra-luna/>, vicenda che è stata subito, soprattutto dalla stampa, collegata a tutto il mondo crypto e a bitcoin, in particolare. Si veda, ad esempio, l'articolo intitolato *Luna, nel mondo bitcoin crollo della crypto di Terra: -85% in un giorno e -95% in una settimana*, 11 maggio 2022, in https://www.ilmattino.it/economia/news/luna_crypto_bitcoin_crollo_criptoalute_valore_cosa_succede-6683203.html; A. ROCIOLA, *L'origine del crollo delle cryptovalute, spiegata in 21 domande*, in https://www.repubblica.it/tecnologia/2022/05/18/news/cosa_sono_stabelcoin_terra_luna_tether-349979753/; G. GRAZIOLA, *Criptoalute, «senza regole risparmiatori a rischio truffe»*, 4 giugno 2022, in *Ilsole24ore*. In proposito, si v. anche la posizione particolarmente critica nei confronti dell'intero fenomeno dell'attuale presidente della

travolto il mondo cripto³, non è affatto facile tornare ad affrontare un argomento quale quello della natura giuridica di bitcoin⁴, ossia la più

Consob Paolo Savona, che proprio in occasione del convegno sull'Economia di Trento del giugno 2022, ha ribadito come ormai non «riusciamo più a controllare» questo mondo. Opinioni riportate da G. CARLINI, ARCUDI, CARLETTI, *Consob, rischio truffe sulle criptovalute. Bankitalia: siamo pronti a intervenire*, 4 giugno 2022, in *Il sole24ore*. A seguire, occorre poi ricordare l'arresto del fondatore dell'*exchange* FTX, dopo che la piattaforma aveva presentato istanza di fallimento, ex *Chapter 11*, per una crisi di liquidità intorno agli 8 miliardi di dollari garantiti prevalentemente da *token*. Su cui v. *Scandalo crypto: l'arresto del fondatore di FTX e la collusione con la politica*, 15 dicembre 2022, in <https://quifinanza.it/economia/scandalo-crypto-larresto-del-fondatore-di-ftx-e-la-collusione-con-la-politica/681610/>.

³ Per un recente commento circa gli effetti degli ultime vicende sullo stesso andamento del valore degli assets che poggiano sulla tecnologia blockchain, v. C. CATALINI, J. WU, *Do Crypto Prices Actually Mean Anything?*, in *Harvard Business Law Review*, 11 gennaio 2023, in <https://hbr.org/2023/01/do-crypto-prices-actually-mean-anything>.

⁴ Sul tema v. G. GASPARRI, *Riflessioni sulla natura giuridica del bitcoin tra aspetti strutturali e profili funzionali*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, 2 dicembre 2021.

famosa tra le c.d. valute virtuali⁵ o *cryptocurrencies*⁶, lanciata nel 2008⁷, da Satoshi Nakamoto⁸.

⁵ Per una critica circa l'uso del termine "valuta", che finirebbe per creare confusione sulla reale natura di bitcoin, v. in particolare, N. VARDI, "*Criptovalute*" e dintorni: alcune considerazioni sulla natura giuridica dei bitcoin, in *Diritto dell'informazione e dell'informatica*, 2015, 445 ss., che richiamando la distinzione tra moneta e, per l'appunto valuta, evidenzia come la seconda si riferisca, di norma, alla moneta avente corso legale, *ex lege*, ossia quanto di più lontano ci possa essere dalle *cryptocurrencies*, tipo bitcoin.

⁶ Seguendo una classificazione che è stata proposta dalla stessa BCE, esse possono essere distinte in: 1. valute chiuse o non convertibili in/da moneta legale, ma di conseguenza utilizzabili solo all'interno di comunità virtuali; 2. valute aperte con flussi unidirezionali o a convertibilità limitata, le cui unità possono essere acquistate, utilizzando moneta legale, ma non possono essere rivendute; 3. valute aperte con flussi bidirezionali o pienamente convertibili, le cui unità possono essere comprate e vendute a un tasso di cambio fluttuante, utilizzando varie monete legali, così v. BCE, *Virtual Currency Schemes*, ottobre 2012, 14 ss.

⁷ Per una ricostruzione del contesto in cui è nato bitcoin, v. G. LEMME, S. PELUSO, *Criptomoneta e distacco dalla moneta legale: il caso bitcoin*, in *questa Rivista*, IV, 2016, 389, che richiama il sistema *ecash*, brevettato da David Chaum (1995-1998) e il *Linden Dollar* di *Second Life*. Più approfonditamente su questo tema, v. G. MACARIO, *Il passato, presente e futuro del mondo virtuale Second Life*, Roma, 2014; M.A. KAPLAN, M. HANLEIN, *Consumer use and business potential of virtual worlds: the case of Second Life*, in *International Journal of Media Management*, 2009.

⁸ S. NAKAMOTO, *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*, consultabile sul sito <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>; A. M. ANTONOPOULOS, *Mastering Bitcoin: Programming the Open Blockchain*, Sebastopol, CA, O'Reilly Media, Inc., 2017, 2; Z. BERNARD, G. KAY, *The Many Alleged Identities of Bitcoin's Mysterious Creator, Satoshi Nakamoto*, 26 febbraio 2021, in <https://www.businessinsider.com/bitcoin-history-cryptocurrency-satoshi-nakamoto-2017-12>; M. CIAN, *La criptovaluta. Alle radici dell'idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, 3, 315. Per un approfondimento delle diverse posizioni dal punto di vista economico, v. P. KAYAL, P. ROHILLA, *Bitcoin in the economics and finance literature: a survey*, in *SN Bus Econ* 1, 88, 2021, in <https://doi.org/10.1007/s43546-021-00090-5>; AA.VV., *The law of Bitcoin*, Bloomington, 2015.

Cionondimeno, questo resta un tema di estrema rilevanza, non solo dato l'interesse che l'Unione Europea⁹ e gli altri ordinamenti¹⁰ continuano a riservare alle tecnologie decentralizzate e, più in particolare, ai c.d. *crypto-assets*¹¹, ma anche perché è attualmente

⁹ L'Unione Europea ha adottato un *Financial Digital Package Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on a Digital Finance Strategy for the EU*, 23 September 2020, COM(2020)591, nell'ambito del quale sono in fase di approvazione o già approvati ben 4 regolamenti, tra cui il Regolamento in Digital Operation Resilience Act o DORA 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 e la Direttiva che modifica le direttive 2006/43/CE, 2009/65/CE, 2009/138/UE, 2011/61/UE, UE/2013/36, 2014/65/UE, (EU) 2015/2366 e UE/2016/2341. Il 30 maggio 2022 è stato approvato reg. (UE) 2022/858 del Parlamento europeo e del Consiglio 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, in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022R0858&from=EN>.

Esso disciplina un aspetto peculiare, ossia la creazione di un mercato secondario degli strumenti finanziari *tokenizzati*, sul tema da ultimo v. P. CARRIÈRE, N. DE LUCA, M. DE MARI, G. GASPARRI, T. N. POLI, *Tokenizzazione di azioni e azioni tokens. Quaderni giuridici della Consob*, gennaio 2023, consultabile in <https://www.consob.it/documents/1912911/1916538/qg25.pdf/0cc70f0f-49ac-7ee4-f8cc-c07f7affbf35>. E, a breve, si attende l'approvazione definitiva del Regolamento sui Mercati di Cripto-attività o *Regulation on Markets in Crypto-assets* (Mica), attualmente noto nella versione approvata nella proposta di compromesso finale dal COREPER del Consiglio dell'Unione europea il 5 ottobre 2022. Per alcuni primi commenti, v. *ex multis*, F. ANNUNZIATA, *Verso una disciplina europea delle cripto-attività. Riflessioni a margine della recente proposta della Commissione UE*, 15 ottobre 2020, in dirittobancario.it; F. MATTASSOGLIO, *Le proposte europee in tema di crypto-asset e DLT. Prime prove di regolazione del mondo crypto o tentativo di tokenizzazione del mercato finanziario (ignorando bitcoin?)*, in questa Rivista, 2021, 2, 413 ss.

¹⁰ Per un aggiornamento sull'approccio del regolatore americano al fenomeno, v. R. STEVENS, *A Snapshot of the 2023 Crypto Regulatory Landscape*, 12 gennaio 2023, in <https://www.coindesk.com/powerd-by-consensus/crypto-regulation-new-laws-2023/>.

¹¹ G.M. BELARDINELLI, *L'ecosistema Terra Luna, dalla morte alla resurrezione nel mondo crypto*, 29 novembre 2022, in <https://cryptonomist.ch/2022/11/29/mondo-crypto-implosione-terra-luna/>.

giunta, di fronte alle corti inglesi¹², una vertenza che potrebbe essere destinata ad avere un impatto estremamente rilevante sul futuro normativo e non solo di questo strumento.

Nel caso di specie, infatti, una società (La Tulip Trading) ha chiamato in causa gli sviluppatori della rete Bitcoin, per chiedere loro la restituzione di un ingente numero di *token* rubati, da *hackers* anonimi, tramite una modifica del protocollo. In primo grado, le pretese dell'attore sono state ritenute infondate, ma di recente la corte d'appello¹³, ribaltando il precedente giudizio, ha deciso che la questione merita di essere oggetto di approfondimento di fronte al giudice per verificare la presenza di un c.d. *duty of care*¹⁴ in capo agli sviluppatori.

¹² High Court of Justice Business and Property Courts of England and Wales Business List (ChD), [2022] EWHC 667, Tulip Trading Limited, decisione del 25 marzo 2022, appellate in seguito, consultabili in <https://www.bailii.org/ew/cases/EWHC/Ch/2022/667.html>.

¹³ Court Of Appeal (Civil Division) on Appeal From High Court Of Justice Business and Property Court Of England and Wales Business List (ChD) Mrs Justice Falk [2022] EWHC 667 (Ch) BL-2021-000313, 3 febbraio 2023, consultabile in <https://www.judiciary.uk/wp-content/uploads/2023/02/Tulip-v-Van-Der-Laan-judgment-030223.pdf>.

¹⁴ Come ha precisato la stessa Corte (42), in questo caso si tratta di fare riferimento alla tradizionale definizione di *duty of care* così come definita nel caso *Bristol and West Building Society v Mothew* [1998] Ch 1 at 18A-C, secondo cui «A fiduciary is someone who has undertaken to act for or on behalf of another in a particular matter in circumstances which give rise to a relationship of trust and confidence. The distinguishing obligation of a fiduciary is the obligation of loyalty. The principal is entitled to the single-minded loyalty of his fiduciary. This core liability has several facets. A fiduciary must act in good faith; he must not make a profit out of his trust; he must not place himself in a position where his duty and his interest may conflict; he may not act for his own benefit or the benefit of a third person without the informed consent of his principal. This is not intended to be an exhaustive list, but it is sufficient to indicate the nature of fiduciary obligations. They are the defining characteristics of the fiduciary». In dottrina, ha sostenuto questa tesi, ossia circa l'applicabilità a sviluppatori e blockchain di questo istituto, e che del resto viene richiamata dalla stessa corte, A. WALCH, *In Code(Rs) We Trust: Software Developers as Fiduciaries in Public Blockchains*, in *Regulating Blockchain. Techno-Social and Legal Challenges*, edited by Philipp Hacker, Ioannis Lianos, Georgios Dimitropoulos & Stefan Eich, Oxford University Press, 2019, secondo cui gli sviluppatori di una blockchain pubblica come quella di Bitcoin sarebbero "fiduciaries". *Contra v.* invece la tesi di R. S. HAQUE ET AL., *Blockchain Development and Fiduciary Duty*, in *Stanford Journal of Blockchain Law & Policy*, 2019, in <https://stanford-jblp.pubpub.org/pub/blockchain-dev-fiduciary-duty/release/1>.

Il presupposto da cui muove l'attore è, infatti, che proprio questi ultimi non solo possano considerarsi in relazione con i possessori dei beni astratti registrati sulla loro blockchain, ma, in virtù di siffatto legame, debbano essere altresì ritenuti responsabili nei loro confronti e, eventualmente, oggetto di un obbligo di porre rimedio, con azioni attive quali la modifica del protocollo, ai danni sofferti, in virtù dell'applicazione di quel concetto di “fiduciary duties”¹⁵, che è stato sviluppato nel mondo anglosassone da dottrina e giurisprudenza.

Proprio per fare chiarezza sulla vicenda ed evidenziare quanto l'accoglimento della richiesta attorea potrebbe essere dirompente per bitcoin, appare quanto mai utile tornare prima di tutto a riflettere sulle caratteristiche tecniche e poi ancora sulla sua possibile qualificazione giuridica. Solo al termine di questa indagine sarà possibile cogliere, con maggior consapevolezza, la complessità della vicenda su cui il giudice inglese dovrà esprimersi.

2. *Bitcoin.*

Secondo il modello ideato da Satoshi, bitcoin è un asset virtuale *open source*, che opera grazie alla crittografia e a un *software* libero, che si avvale di algoritmi complessi, non protetto da *copyright* e quindi liberamente modificabile dagli utenti.

Questa tecnologia consente di eludere il complesso sistema che poggia sugli operatori finanziari tradizionali, per sostituirlo con un apparato autoreferenziale¹⁶, finalizzato a risolvere il problema della

¹⁵ Per uno studio approfondito di questo concetto, v. T. FRANKEL, *Fiduciary Law*, in *California Law Review*, 71, 3, 1983, 795-836.

¹⁶ Secondo F. R. VELDE, senior economist della FED, «Some of bitcoin's features make it less convenient than existing currencies and payment systems, particularly for those who have no strong desire to avoid them in the first place. Nor does it truly embody what Hayek and others in the “Austrian School of Economics” proposed. Should bitcoin become widely accepted, it is unlikely that it will remain free of government intervention, if only because the governance of the bitcoin code and network is opaque and vulnerable. That said, it represents a remarkable conceptual and technical achievement, which may well be used by existing financial institutions (which could issue their own bitcoins) or even by governments themselves», così in *Bitcoin: a primer*, Chicago Fed Letters No. 317, 2013, The Federal Reserve Bank of Chicago, in <https://www.chicagofed.org/publications/chicago-fed-letter/2013/december-317>.

doppia spesa.

Esso si basa, infatti, su una tecnologia che promette di eliminare i c.d. *middlemen*¹⁷, ossia proprio quei «soggetti che a livello centrale validano determinate transazioni, scambi, registri» sostituendoli «con un meccanismo di consenso basato sulla crittografia che consente a tutti i partecipanti alla rete di poter prestare fiducia sulla legittimità di una transazione, senza la necessità che la stessa sia in qualche modo validata da un soggetto centrale di natura pubblicistica o para-pubblicistica»¹⁸.

Per questo motivo, per lo meno all'inizio, bitcoin e la sua tecnologia sono stati visti come un mezzo per emancipare la moneta e il suo sistema dei pagamenti dal controllo delle istituzioni finanziarie e dello stesso Stato, per riattribuirne il governo alla società nel suo complesso, divenendo il simbolo di una maggiore giustizia sociale, in grado di minare lo stretto connubio oligopolistico tra il governo centrale e le grandi istituzioni finanziarie, fonte, per molti, di disuguaglianze economiche e sociali, nella convinzione che fornisca una soluzione per le transazioni¹⁹, che «governing without governments»²⁰, con ampie potenzialità di sviluppo, soprattutto in Paesi caratterizzati da intensa instabilità monetaria²¹.

Ideali che si riflettono nella sua lenta penetrazione e diffusione nell'ambito della comunità *cyberpunk*²², *geek informatici* e

¹⁷ In proposito, v. V. GUPTA, *The Promise of Blockchain is a World Without Middlemen*, in *Harvard Business Review*, 6 marzo 2017, in <https://hbr.org/2017/03/the-promise-of-blockchain-is-a-world-without-middlemen>.

¹⁸ Così M. BELLEZZA, *Blockchain e Smart contract in ambito finanziario e assicurativo*, in (a cura di) M. T. PARACAMPO, *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Torino, 2019, 311.

¹⁹ Lo ritiene una rivoluzione particolarmente significativa, R. RAZZANTE, *Bitcoin: tra diritto e legislazione*, in *Notariato*, IV, 2018, 383 ss.

²⁰ P. DE FILIPPI, B. LOVELUCK, *The invisible politics of Bitcoin: governance crisis of a decentralised infrastructure*, in *Internet Policy Review*, 2016, 5, 3, in <https://policyreview.info/articles/analysis/invisible-politics-bitcoin-governance-crisis-decentralised-infrastructure>, 3.

²¹ In generale, per un maggior approfondimento sul tema della moneta sia consentito rinviare a F. MATTASSOGLIO, *Moneta e tecnologia. Come intelligenza artificiale e DLT stanno trasformando lo strumento monetario*, Torino, 2022.

²² In proposito non può non citarsi E. HUGHES, *A Cyberpunk's Manifesto*, 1993, in <http://www.activism.net/cyberpunk/manifesto.html>. Nel manifesto viene espressamente richiamata la necessità di creare una moneta virtuale, basata sulla

*cryptolibertarians*²³.

Tuttavia, questa vocazione originaria ha subito una prima deriva già a partire dal 2011, quando bitcoin ha cominciato a essere utilizzato, sempre più spesso, tra gli utenti che popolavano la piattaforma per il commercio illegale di *Silk Road*, fino a divenire l'odierno strumento di speculazione²⁴.

Bitcoin ha così subito, in poco meno di un lustro, un'importante metamorfosi funzionale, tradendo, almeno in parte, secondo alcuni, i propri ideali primigeni di giustizia sociale²⁵, e ponendo di riflesso complesse questioni giuridiche, sia in punto di qualificazione, sia di disciplina.

Problematiche che non possono prescindere da un'analisi accurata della tecnologia su cui esso poggia, ossia un sistema che può essere definito come *public permissionless*, posto che integra una governance unica che sfugge alle logiche tradizionali.

crittografia, che sia in grado di garantire la protezione della privacy dei suoi utilizzatori, a differenza del sistema tradizionale che non fornisce sufficienti garanzie.

²³ L. DIAMOND, *Liberation technology*, in *Journal of Democracy*, 2010, 21, 3, 70, che, già più di dieci anni fa, sottolineava come «Liberation technology enables citizens to report news, expose wrongdoing, express opinions, mobilize protest, monitor elections, scrutinize government, deepen participation, and expand the horizons of freedom. But authoritarian states such as China, Belarus, and Iran have acquired (and shared) impressive technical capabilities to filter and control the Internet, and to identify and punish dissenters. Democrats and autocrats now compete to master these technologies».

²⁴ Secondo alcuni a dimostrazione di una società ormai guidata dai soli valori capitalistici di accumulazione e di massimizzazione del profitto. Per una dura critica del fenomeno, v. P. KRUGMAN, *Bitcoin is evil*, 28 dicembre 2013, in <https://krugman.blogs.nytimes.com/2013/12/28/bitcoin-is-evil/>.

²⁵ P. DE FILIPPI, B. LOVELUCK, *op. cit.*, 7. Su questo tema, v. anche V. KOSTAKIS, M. BAUWENS, *Distributed capitalism*, in *Network Society and Future Scenarios for a Collaborative Economy*, Basingstoke and New York, 2014, 30-34; KOSTAKIS, V., GIOTITSAS, C., *The (a)political economy of bitcoin*, 12, 2, 2014, 431-440, <http://triplec.at/index.php/tripleC/article/view/606>. In particolare, secondo gli A., bitcoin costituirebbe un interessante esempio di un nuovo fenomeno che loro denominano “capitalismo distribuito”, che poggia sull'innovazione tecnologica.

3. Una governance unica che sfugge alle logiche tradizionali: l'indeterminatezza dei gestori.

Questa nuova forma di *trustless technology*²⁶, in assenza di un'autorità di governo, si declina, in un sistema *peer-to-peer*, teso a garantire un comportamento equo e corretto nelle relazioni tra pari²⁷.

Da questo punto di vista, esso può considerarsi come uno dei più puri esempi di tecnologia distribuita di tipo *public permissionless* poiché qualunque soggetto, dotato della tecnologia necessaria, può entrare a far parte della rete, svolgendo il ruolo di nodo e di *miner*, senza essere assoggettato ad alcuna forma di autorizzazione o di controllo.

Come si è anticipato, infatti, la blockchain di Bitcoin²⁸, più precisamente, è un database distribuito tra i nodi²⁹ che fanno parte della rete, costituito da una serie di blocchi in cui vengono registrati i dati, che, una volta raggiunta la dimensione predeterminata, sono incatenati al registro esistente attraverso un processo di *hashing* e successivamente legati tra loro (*chained*) attraverso la funzione di *hash*, inteso come il risultato di una trasformazione delle informazioni

²⁶ Per un'analisi circa il funzionamento del meccanismo di consenso della blockchain di Bitcoin, v. P. DE FILIPPI, B. LOVELUCK, *op. cit.*, ove gli A. giungono a criticare la sua governance poiché finirebbe, al di là delle intenzioni iniziali, di integrare comunque una forma, seppure diversa, di centralizzazione. Questo può apparire senz'altro una forma di tradimento rispetto agli iniziali ideali libertari; tuttavia, nonostante siffatte critiche, sembra ormai indubbio che il sistema riesca a garantire la sicurezza degli scambi, grazie alla sua resilienza.

²⁷ B. ZHU, S. JAJODIA, M.S. KANKANHALLI, *Building trust in peer-to-peer systems: a review*, in *International Journal of Security and Networks*, 1, 1-2, 2006, 103-112.

²⁸ Come precisa H. NABILOU, *Bitcoin Governance as a Decentralized Financial Market Infrastructure*, 16 marzo 2020, in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3555042, 5, «It is important to highlight that the Bitcoin network functions as the infrastructure, while bitcoin (i.e., the token) functions as a medium of exchange in the Bitcoin network. Following the convention in the computer science literature, throughout this paper uppercase-B Bitcoin refers to the network and lowercase-b bitcoin refers to the unit of account».

²⁹ I nodi sono i computer su cui il libro mastro è immagazzinato. Alcune DLT operano una distinzione a seconda della loro capacità di memorizzazione, ossia nodi full quando contengono una copia integrale del libro mastro dal blocco genesis, e nodi light quando memorizzano solo quelle parti del libro mastro di loro rilevanza. Nelle *blockchain* pubbliche e *permissionless*, come Bitcoin, chiunque può assumere la veste di nodo full scaricando ed eseguendo il relativo software. Alcuni nodi svolgono anche la funzione di *miners*, legando le transazioni in blocchi.

originali (*input*)³⁰. In questo modo, i dati risultano ordinati cronologicamente – in modo da renderne difficile la manomissione, salva la necessità di alterare tutti i blocchi successivi³¹ – nonché “visibili” per tutti coloro che hanno accesso alla rete.

Essa, dunque, per queste caratteristiche, stravolge³² le consuete regole di governance³³, per imporne di nuove³⁴, secondo un processo

³⁰ Una funzione hash è un algoritmo matematico che prende un input e lo trasforma in un output. Una funzione di hash crittografica può essere più o meno complessa, a seconda della difficoltà di ripristinare i dati di partenza, sulla base di un dato valore di input di hash. Questa caratteristica prende il nome di resistenza alla collisione. In proposito, v. M. PILKINGTON, *Blockchain Technology: Principles and Applications*, in (edited by) F. XAVIER OLLEROS, MAJILINDA ZHEGU, *Research Handbook on Digital Transformations*, Cheltenham, 2016, in <https://ssrn.com/abstract=2662660>, 7.

³¹ Tutte le operazioni valide sono registrate in un blocco che incorpora un riferimento (o *hash*) al blocco precedente, in modo che qualsiasi tentativo di manomettere l'ordine, o il contenuto di una transazione, comporterà sempre e necessariamente una discontinuità apparente nella catena di blocchi. In proposito, occorre però essere estremamente cauti. Il fatto che sia molto complesso, data questa struttura, intervenire per modificare le informazioni registrate sulla rete, non significa che questo sia impossibile. In passato, infatti, si sono avuti episodi, come nel famoso DAO case, in cui la rete è stata hackerata. Per un approfondimento, v. CONTE DE LEON ET AL., *Blockchain: Properties and Misconceptions*, in 11 *Asia Pacific Journal of Innovation and Entrepreneurship*, 2017, 268.

³² In dottrina sul punto v. P. HACKER, *Corporate Governance for Complex Cryptocurrencies? A Framework for Stability and Decision Making in Blockchain-Based Organizations*, in *Regulating Blockchain. Techno-Social and Legal Challenges*, (edited by) P. HACKER, I. LIANOS, G. DIMITROPOULOS, S. EICH, Oxford, 2019, 140-166; J. M. BALKIN, *Information Fiduciaries and the First Amendment*, in *UC Davis Law Review* 49, 2016, https://lawreview.law.ucdavis.edu/issues/49/4/Lecture/49-4_B. Per una diversa ricostruzione, v. A. VAN WIRDUM, *A Primer on Bitcoin Governance, or Why Developers Aren't in Charge of the Protocol*, in *Bitcoinmagazine*, 7 settembre 2016, in <https://bitcoinmagazine.com/culture/a-primer-on-bitcoin-governance-or-why-developers-aren-t-in-charge-of-the-protocol-1473270427>; J. BRITO, P. VAN VALKENBURGH, *Writing and Publishing Code Alone Cannot Be a Crime*, 29 ottobre 2018, in *CoinCenter.org*; R. HAQUE ET AL., *op. cit.*

³³ In questo senso, v. S. DAVIDSON, P. DE FILIPPI, J. POTTS, *Disrupting Governance: The New Institutional Economics of Distributed Ledger Technology*, 2016, in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2811995.

³⁴ S. DAVIDSON, P. DE FILIPPI, J. POTTS, *Economics of Blockchain*, *SSRN Working Paper Series*, 2016, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2744751; P. DE FILIPPI, B. LOVELUCK, *op. cit.*, 5 sottolineano come «the Bitcoin protocol

decisionale unico nel suo genere³⁵, che coniuga rilevanti elementi di automazione, che pur però ancora richiedono un importante intervento umano³⁶. È bene fin d'ora chiarire che, nonostante la presenza di un rilevante vincolo algoritmico, i nodi, i *miners* e gli sviluppatori costituiscono ancora parte fondamentale e integrante dell'organismo rete Bitcoin³⁷.

represents an elegant, but purely technical solution to the issue of social trust – which is normally resolved by relying on trusted authorities and centralised intermediaries. With the blockchain, to the extent that trust is delegated to the technology, individuals who do not know (and therefore do not necessarily trust) each other, can now transact with one another on a peer-to-peer basis, without the need for any intermediary».

³⁵ H. NABILOU, *op. cit.*, 12, che sottolinea come «In the Bitcoin ecosystem, various actors such as mining pools, node operators, users, developers, exchanges, custodians and wallet providers, and eventually the media and advocacy groups have their say and they ultimately decide over critical governance issues either by reaching a consensus or by forking. It appears that it is the very unique value proposition of Bitcoin as censorship-resistant store of value and value transfer infrastructure that is likely to maximize value for all Bitcoin stakeholders».

³⁶ Per questo interessante studio, v. sempre H. NABILOU, *op. cit.*, 7-8 che metteva in luce come, sebbene il fenomeno sia tuttora poco studiato, la struttura di Bitcoin implicasse comunque un ruolo importante anche della governance esterna alla rete.

³⁷ Ancora per una parziale critica di questa posizione, P. DE FILIPPI, B LOVELUCK, *op. cit.*, 17 secondo cui in realtà, la sola tecnologia non sarebbe in grado di risolvere tutte le questioni di governance. Essa, al più, potrebbe sicuramente essere utilizzata per ottenere e mediare diverse interazioni sociali, ma non può essere il solo elemento che guida le modifiche sociali. Anzi, sarebbe davvero irrealistico, secondo gli autori, pensare che tutta un sistema possa poggiare esclusivamente su regole algoritmiche. Alla fine, soprattutto se si vuole garantire la sopravvivenza a lungo termine di un'organizzazione, è indispensabile che venga prevista una fase di discussione e di coordinamento democratica tra le diverse parti (umane) coinvolte, circa le questioni tecniche fondamentali, in modo da poter decidere in quale modo la componente tecnica dovrà evolvere. Più in generale, sulla trasformazione che la tecnologia e ora la blockchain stanno introducendo nella stessa regolazione, v. P. DE FILIPPI, S. HASSAN, *Blockchain Technology as a Regulatory Technology: From Code is Law to Law is Code*, in *First Monday*, 1, 12, 5 dicembre 2016, ove gli A. descrivono il passaggio da un sistema, quello che si è sviluppato a partire dagli anni '90 dove “Code is Law”, ossia dove il codice dei computer è progressivamente diventato la fonte delle regole di internet; al contesto attuale dove, a causa dell'avvento della *blockchain* e degli *smart contracts*, quello stesso codice sta acquisendo un valore ancora più grande aspirando a diventare legge dei comportamenti umani anche al di fuori della realtà digitale. Su questi temi v. anche K. YEUNG, *Regulation by Blockchain: The Emerging Battle for Supremacy between the Code of Law and Code as Law*, in *Modern Law Review*, 2018, in <https://onlinelibrary.wiley.com/journal/14682230>.

Queste peculiarità danno vita a un'infrastruttura che coniuga tecnologia e umano secondo logiche e relazioni che sfuggono alla nostra esperienza e, conseguentemente, sono difficilmente sussumibili nell'ambito delle consuete categorie giuridiche e nell'approccio regolatorio tradizionale.

La prima e fondamentale caratteristica di questo sistema è infatti la difficoltà a individuare una o più entità responsabili della sua gestione, conseguenza dell'assenza di nette distinzioni³⁸ tra i diversi ruoli svolti dalle componenti umane³⁹. Un fatto che, a sua volta, crea una netta contrapposizione tra la trasparenza garantita dalla registrazione sulla blockchain, rispetto alle modalità di intervento sul protocollo⁴⁰.

Questa libertà, che si traduce nella mancanza di un qualsiasi vincolo, di carattere formale e sostanziale, costituisce uno degli elementi peculiari dei sistemi *public permissionless* e, nello stesso tempo, anche

³⁸ Per il tentativo di paragonare la governance di Bitcoin a quella costituzionale, v. B. PERLEY, *Crypto-Governance and the Dangers of Faction: Lessons from the 18th Century for Designing a Decentralized Future*, *Medium*, 27 ottobre 2017, in https://www.researchgate.net/publication/339953741_Bitcoin_Governance_as; F. EHRSAM, *Blockchain Governance: Programming Our Future*, 27 novembre 2017, in <https://www.fehrsam.xyz/blog/blockchain-governance-programming-our-future>.

³⁹ Come è stato messo in luce, infatti, «in the Bitcoin ecosystem, there is neither a clear separation of powers or roles, nor even a clear division of labor. For example, a Bitcoin user can be a developer, may run a fully validating node and at the same time can be a miner or can have other Bitcoin related businesses. The same applies to other participants in the Bitcoin governance», cfr. H. NABILOU, *op. cit.*, 8.

⁴⁰ Y.Y. HSIEH, J.P. VERGNE, S. WANG, *The Internal and External Governance of Blockchain-Based Organizations: Evidence from Cryptocurrencies*, in *Bitcoin and Beyond: Blockchains and Global Governance*, Campbell-Verduyn, 51. Secondo i risultati della loro ricerca le scelte di governance avrebbero rilevanti impatti sui rendimenti (es. aumento o diminuzione del prezzo della criptovaluta). Da questo punto di vista, ad esempio, mentre le scelte di progettazione relative alla governance centralizzata della blockchain diminuirebbero i rendimenti, le scelte di progettazione di governance centralizzata a livello di protocollo e i livelli organizzativi sembrerebbero essere più vantaggiose. I risultati corrispondono all'idea che, da un lato, gli investitori attribuiscono valore soprattutto alle criptovalute decentralizzate; ma dall'altro, diffidano di una governance decentralizzata a più livelli, soprattutto dal punto di vista organizzativo perché potrebbe rallentare il processo decisionale strategico (ad esempio, per quanto riguarda l'introduzione di nuove innovazioni) o creare asimmetrie informative tra investitori e tecnologi. Su questo tema v. anche, V. BUTERIN, *Daos, Dacs, Das and More: An Incomplete Terminology Guide*, 6 maggio 2014, in *Ethereum Blog*, in <https://blog.ethereum.org/2014/05/06/daos-dacs-das-and-more-an-incomplete-terminology-guide/>.

delle loro complessità regolatorie.

Ciò è messo ben in luce dagli studi, che si dedicano specificamente ai sistemi *peer-to-peer*, ove vengono prese in considerazione le interazioni tra i diversi componenti, attenzionando, prima di tutto, le modalità con cui i volontari (cioè i nodi) sono coinvolti nella gestione della rete, alle modalità con cui questi, a loro volta, si auto-organizzano nonché, aspetto fondamentale, ricevono gli incentivi e risolvono eventuali conflitti tra loro⁴¹.

In linea teorica, infatti, essendo un sistema *peer-to-peer*, ciascuno dovrebbe essere libero di partecipare e di contribuire alla rete di Bitcoin, sia come utente passivo sia come *miners*. Tuttavia, ciò che è accaduto in realtà è molto diverso.

Oltre alla difficile perimetrazione delle responsabilità, il progressivo aumento della difficoltà computazionale richiesta dal protocollo, a fronte di una diminuzione dell'importo del premio, ha già indotto, nel corso degli ultimi anni, a una graduale e corrispondente concentrazione del potere di *hashing* in mano a pochi grandi *pool* di *miners*, che ormai controllano la grande maggioranza della rete Bitcoin.

Situazione che, a sua volta, secondo alcuni, starebbe evolvendo nella creazione di una rete altamente centralizzata governata da una struttura di mercato sempre più oligopolistica⁴², che finirebbe per incidere sulla stessa eguaglianza tra i *miners* per imporne alcune (poche) figure particolarmente influenti, le cui decisioni possono influenzare la rete, grazie al possesso di informazioni privilegiate⁴³.

Ciò dimostra pertanto come, seppur al di là delle intenzioni iniziali, anche i sistemi decentralizzati potrebbero sfociare non solo in una deriva antidemocratica, quanto addirittura legittimare l'instaurazione di una nuova oligarchia di tecnici, i soli capaci di gestirne le complessità⁴⁴, che oltretutto richiede ingenti quantità di energia per il suo

⁴¹ P. DE FILIPPI, B LOVELUCK, *op. cit.*, 10.

⁴² P. DE FILIPPI, B LOVELUCK, *op. cit.*, 11.

⁴³ H. NABILOU, A. PRÜM, *Ignorance, Debt and Cryptocurrencies: The Old and the New, in the Law and Economics of Concurrent Currencies*, in *Journal of Financial Regulation*, 5, 1, marzo 2019, 29-63, in <https://doi.org/10.1093/jfr/fjz002>.

⁴⁴ In questo senso, v. M. ATZORI, *Blockchain Technology and Decentralized Governance: Is the State Still Necessary?*, 2015, in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2709713, 31

funzionamento⁴⁵.

Si noti che questa caratteristica, che ha di recente sollevato un acceso e autonomo dibattito, è diretta conseguenza del complesso sistema di validazione previsto dal protocollo, per rendere la rete estremamente sicura⁴⁶. Ciò richiede ai diversi soggetti di coordinarsi tra loro, al fine di impedire, a un singolo o un gruppo di partecipanti, di acquisire il

⁴⁵ Nel protocollo Bitcoin, la funzione di hash si collega alla c.d. *proof-of-work*, per creare nuovi blocchi e collegarli a quelli precedenti. Per poter aggiungere e quindi validare un nuovo blocco alla catena, infatti, è necessario che i miners risolvano complessi algoritmi, che poggiano, nel caso di Bitcoin, sul c.d. *double SHA256 hashing algorithm*, in cui l'obiettivo è un numero di 256 bit, che tutti i client Bitcoin condividono. Il grande costo in termini di energia consumata, di questo procedimento, è dovuto al fatto che la rete peer-to-peer di validatori (o minatori) competono tra loro – ciascuno consumando energia per le loro risorse computazionali (potere di *hashing*) – per risolvere per primi il puzzle che consentirà di registrare le transazioni nel registro pubblico, aggiudicandosi così i bitcoin in palio. Tuttavia, la convalida e l'aggiunta di un nuovo blocco potrà avvenire solo se gli altri nodi del network concorderanno con la soluzione fornita dal *miner*, ripetendo l'operazione risolta. Solo il vincitore, però, avrà diritto alla ricompensa per il lavoro svolto, tutti gli altri, invece, subiranno una mera perdita, pari alla quantità di energia utilizzata. Un simile meccanismo attribuisce grande certezza alla rete ma, nello stesso tempo, comporta un grandissimo dispendio energetico.

A fronte di questa attività, i *miners* vincitori ricevono proprio i nuovi bitcoin creati, come *transaction fees*. I singoli bitcoin possono essere creati esclusivamente attraverso questo processo di *data mining*, in cui i partecipanti alla rete, i miners, sfruttano la loro potenza computazionale per validare e registrare le transazioni nel registro. Come sottolineano i più critici, la *proof of work* sarebbe eccessivamente costosa dal punto di vista computazionale e avrebbe altresì dei tempi di validazione troppo lunghi (solo 7 operazioni al secondo) rispetto alle esigenze transazionali ed ecco perché molte delle soluzioni scelte dagli altri crypto-assets poggiano sulla diversa soluzione della *proof of stake*. Su questo tema, v. C. CATALINI, R. JAGADEESAN, S.D. KOMINERS, *Market Design for a Blockchain-Based Financial System*, in http://www.econ.ntu.edu.tw/uploads/asset/data/5fdb119c48b8a102780194a9/HKBU_1100401.pdf.

⁴⁶ FORBES ADVISOR, *Bitcoin's Energy Usage, Explained*, 7 giugno 2021, in <https://www.forbes.com/advisor/investing/bitcoins-energy-usage-explained/> for additional information on cryptocurrency energy usage.

controllo della rete⁴⁷, da cui discende la sua energivività⁴⁸.

Proprio per questo motivo, sia a livello europeo⁴⁹, sia americano⁵⁰ si sta discutendo circa l'opportunità di mettere al bando il meccanismo della *proof of work*, su cui si basa bitcoin, per preferirgli modelli più economici, come la *proof of stake*⁵¹.

⁴⁷ In caso di contrasto, uno dei rischi più evidenti è quello di andare incontro ad un *fork*, ossia a una duplicazione della catena di blocchi. Sul tema v. in dottrina, P. DE FILIPPI, B. LOVELUCK, *op. cit.*, 9.

⁴⁸ In proposito, v. *Cambridge Bitcoin Energy Consumption Index*, www.cbeci.org; K. O'DWYER, D. MALONE, *Bitcoin Mining and Its Energy Footprint*, in *Proceedings of Irish Signals and Systems Conference 2014*, 280-285, in <https://mural.maynoothuniversity.ie/6009/>; S. DEETMAN, *Bitcoin Could Consume as Much Electricity as Denmark by 2020*, Opinion Article, Leiden, 2016, in <http://motherboard.vice.com/read/bitcoincould-consume-as-much-electricity-as-denmark-by-2020>.

⁴⁹ Come è noto, alcuni avrebbero voluto inserire nel già citato regolamento MiCa l'espresso divieto di ricorrere a questa tecnologia; posizione che però è stata attenuata e sostituita dal rinvio a un apposito regolamento da parte della Commissione europea. Per un commento, v. A. PANTALEO, *Crypto e MiCA: respinto il divieto sul Proof of Work, il meccanismo di consenso di Bitcoin ed Ethereum*, in <https://dirittoaldigitale.com/2022/03/16/crypto-mica-proof-work-bitcoin-ethereum/>. Il tema è destinato però a sollevare ancora notevoli dibattiti, V. CACIOPPOLI, *La Svezia pensa di vietare il modello Proof of Work*, 22 aprile 2022, in <https://cryptonomist.ch/2022/04/22/svezia-pensa-vietare-modello-proof-of-work/>.

⁵⁰ In proposito, si veda la decisione del Senato dello Stato di New York di vietare la *proof of work*; per un commento v. P. THOMSON, *New York State Senate passes ban on proof of work mining – here's what to expect*, 6 giugno 2022, in <https://coingeek.com/new-york-state-senate-passes-ban-on-proof-of-work-mining-here-what-to-expect/>.

⁵¹ In questo secondo caso, infatti, la competizione, per potenza computazionale, viene sostituita dall'obbligo per i *validators* di impegnare, come garanzia, una quota di proprie criptovalute, al fine di coniare (*forge*) i nuovi blocchi. Le *cripto* versate non possono di conseguenza essere spese. Una volta effettuato il deposito, il *validator* partecipa a un processo di selezione automatico, finalizzato a individuare il soggetto che potrà procedere alla validazione del nuovo nodo da aggiungere alla catena. Detto processo varia, naturalmente, a seconda del singolo sistema, che può prendere in considerazione diversi elementi quali l'ammontare della quota depositata, la longevità dello *stake* e un fattore di randomizzazione. Pur con l'aggiunta di quest'ultimo correttivo, è evidente che l'ammontare e la longevità delle quote attribuiscono a quel *validator* una posizione di vantaggio rispetto agli altri *competitors*, sebbene, dopo ogni vincita, la longevità venga azzerata. Al vincitore spetta il compito di validare il blocco successivo, aggiungendolo alla rete, per cui viene remunerato con una *fee* trattenuta sulla transazione validata, previa verifica da parte del *network* del suo

Alla luce di queste osservazioni, appare evidente come ogni metodologia presenti pregi e difetti, che dovranno essere valutati a seconda degli obiettivi che si intendono perseguire.

Ma, ancor più importante, queste riflessioni dimostrano come ogni meccanismo atto a creare consenso, che possa dirsi sicuro e idoneo a garantire la fiducia – sia esso tradizionale o innovativo come quello proposto da bitcoin –, ha un costo, che non può essere eliminato e una serie di interessi che dovranno essere tra loro bilanciati.

3.1. *Una precisazione importante: la figura degli sviluppatori.*

Ancor più importante, rispetto a nodi e miners, sebbene spesso ignorato, è il ruolo svolto da un'altra categoria di soggetti coinvolti nella governance di Bitcoin, ossia gli sviluppatori⁵² che intervengono direttamente sul protocollo della rete, per il periodico aggiornamento.

Secondo la narrazione, in origine, il codice è stato creato e poi gestito da Satoshi, che per i suoi successivi interventi ha sollecitato il contributo di altri esperti e programmatori che si erano nel frattempo riuniti in un gruppo noto come *Cryptography Mailing List*, poi diventato il *Bitcointalk Forum*⁵³. Nel 2011, a seguito dell'abbandono di Nakamoto e del rifiuto di Gavin Andresen di gestire da solo il sistema, sono stati coinvolti altri quattro sviluppatori, che hanno assunto il ruolo di sviluppatori *Bitcoin Core (Core Devs)*, posizione che ha dato loro la possibilità di avere accesso al cuore del sistema, ossia al *repository Github Bitcoin Core*, di cui mantengono la base dei codici⁵⁴.

operato. Se il network non valida l'operazione compiuta, il *validator* perde parte della sua *stake*, oltre al diritto di essere selezionato come *validator* in futuro.

⁵² Secondo A. WALCH, *op. cit.*, 2, nota 4, il termine «“developers” is used as shorthand for those involved in decision-making about the software that operates public blockchains – this group may include people who write software code, make decisions about policies that should be reflected in software code, review software code, etc. The term excludes miners and other nodes in the network that run the software».

⁵³ Il coordinamento tra gli sviluppatori avviene nell'ambito di apposite sedi quali *Bitcointalk Forum* e *Bitcoin Core Github repository*, per sviluppare processi più informali per l'aggiornamento del protocollo di Bitcoin, come ad esempio, BIP, ossia un processo standardizzato per proporre modifiche.

⁵⁴ Per maggiori dettagli, si v. SFOX, *Bitcoin Governance: What Are Bips and How Do They Work?*, *Medium*, 16 aprile 2019.

Nel decidere poi eventuali modifiche, il *Bitcoin Core Devs* non è libero, ma deve tenere in considerazione diversi elementi, ossia se la singola scelta sia in linea con i principi generali del progetto; se soddisfa i requisiti minimi richiesti per l'inclusione; se si allinea con il consenso generale dei partecipanti, etc.

Oggi la rete Bitcoin consta, dunque, di un'infrastruttura la cui governance è rimessa a un ridotto numero di pool di *miners* e di sviluppatori, localizzati in diverse giurisdizioni, che condividono la responsabilità della gestione e della manutenzione della rete, contrapponendosi ai modelli centralizzati tradizionali, in cui è sempre ravvisabile e riconoscibile l'entità cui può essere imputata l'azione.

Come si è anticipato, recentemente proprio gli sviluppatori sono stati posti al centro di quella complessa vicenda giudiziaria, che sarà destinata probabilmente ad avere un grande impatto sulla futura evoluzione "giuridica" dei sistemi decentralizzati e su cui torneremo più approfonditamente in seguito.

3.2. *L'indeterminatezza degli utenti: lo pseudo-anonimato.*

Oltre all'indeterminatezza circa la governance e più precisamente sui soggetti cui attribuirne la responsabilità, la blockchain di Bitcoin rende complessa anche l'identificazione dei fruitori della rete, ossia gli utenti; fatto che crea un'ulteriore netta cesura rispetto ai sistemi centralizzati tradizionali che richiedono un'identificazione forte del titolare dell'operazione.

Come viene spesso ricordato, in questo caso, la verifica del soggetto, che effettua le transazioni, si basa su un sistema a crittografia asimmetrica, distinta in due fasi, che ne cela la vera identità. Ogni utente è in possesso di una chiave pubblica, composta da una stringa di lettere e numeri, che consentono le transazioni, associata a una chiave privata, che equivale a una password segreta, tra loro connesse in modo inscindibile. Solo chi possiede la chiave privata può decodificare e quindi conoscere l'identità del soggetto legato a quella determinata chiave pubblica⁵⁵.

⁵⁵ Su questo punto v. F. RAMPONE, *I dati personali in ambiente blockchain tra anonimato e pseudonimato*, in *Cyberspazio e diritto*, 19, 61, 2018, 460, che sottolinea come «Le chiavi altro non sono che due sequenze di numeri e lettere generate in coppia la cui caratteristica consiste nel fatto che il testo cifrato con una di esse può

La *blockchain* non consente mai di associare direttamente la chiave pubblica con l'identità reale di un soggetto, permettendo che le operazioni, sebbene tracciabili, siano portate a termine senza rivelare la vera identità delle persone coinvolte. Tuttavia, tale operatività deve essere distinta dal diverso concetto di anonimato che comporta l'assoluta impossibilità di ricostruire l'identità del suo utilizzatore.

Siffatta tecnologia poggia, infatti, sul diverso concetto di pseudo-anonimato⁵⁶, introducendo dunque una terza categoria intermedia, più sfumata, variabile e graduabile, che si pone nello spettro esistente tra la piena riconoscibilità e l'anonimato.

La catena della *blockchain* conserva traccia di tutte le transazioni che sono altresì riconducibili, grazie alla crittografia, a una determinata chiave pubblica. Tramite questa struttura è così possibile, almeno dal punto di vista teorico, risalire all'intera catena delle operazioni di cui è stato oggetto quello specifico *asset* e, conoscendo la chiave privata, anche risalire all'identità del possessore.

Su una *blockchain* di tipo *permissionless*, ad esempio, tutti i dati registrati sono a disposizione di chiunque vi acceda⁵⁷, seppur celata dalla pseudonimia. Le informazioni memorizzate nella catena sono crittografate tramite la funzione di *hash*. La maggior parte delle DLT

essere decifrato solo con l'altra. Ciò comporta che pubblicando una delle due chiavi (la c.d. chiave pubblica) dichiarando al tempo stesso di essere in possesso dell'altra (la c.d. chiave privata), ma tenendola segreta, si può dimostrare la provenienza e quindi la paternità di un messaggio. Se infatti questo può essere decifrato con una determinata chiave pubblica, vorrà dire che solo colui che si è dichiarato possessore della corrispondente chiave privata (e solo lui) lo ha originariamente criptato».

⁵⁶ In questo senso, v. anche M. PASSARETTA, *La nuova disciplina antiriciclaggio: tra sistemi di pagamento innovativi e nuove forme di finanziamento alle imprese*, in (a cura di) F. FIMMANÒ, G. FALCONE, *Fintech*, Napoli, 2019, 466 ss. Diversamente, invece, una parte della dottrina italiana, proprio in virtù di questa caratteristica, avrebbe proposto di considerare l'«anonimato» garantito dalla Blockchain come addirittura in contrasto con l'art. 2004 c.c., che vieta la circolazione di titoli al portatore ipotizzando anche una frode alla legge, alla stregua dell'art. 1344 c.c., così M. TOLA, *Valute virtuali tra sovranità monetaria e tutela costituzionale del risparmio*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 6, 2021, 1386. Nello stesso senso v. anche DE STASIO V., *Prestazione di servizi di portafoglio digitale relativi alla valuta virtuale "Nanocoin" e qualificazione del rapporto tra prestatore e utente*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, 3, 399 ss.

⁵⁷ M. FINCK, *Blockchains and Data Protection in the European Union*, in *Max Planck Institute for Innovation & Competition Research Paper No. 18-01*, 2017, 4 ss.

contiene, dunque, due tipi di dati: 1. l'intestazione che include il *timestamp*, l'identità dei dati indicati sotto forma di un indirizzo e il precedente hash di blocco; 2. il contenuto del blocco (o *payload*) che contiene i dati da memorizzare normalmente in forma crittografata.

Ciò consente di creare una traccia che può essere seguita per risalire all'identità del possessore, salvo che non vengano utilizzati specifici strumenti come i *mixer* che consentono di mascherare i riferimenti degli utenti⁵⁸. Essi, più precisamente, operano impedendo l'associazione tra l'indirizzo di deposito e quello di recupero⁵⁹, facendo così sfumare la pseudonimia fino a divenire vero e proprio anonimato⁶⁰.

4. Un'unicità che disorienta autorità di vigilanza e regolatori.

Simili nuove dinamiche suscitano reazioni contrastanti da parte delle autorità di vigilanza e regolazione⁶¹.

A fronte di pochi Paesi come El Salvador⁶² e la Repubblica

⁵⁸ Sul tema v. R. BÖHME, N. CHRISTIN, B. EDELMAN, T. MOORE, *Bitcoin: Economics, Technology, and Governance*, in *Journal of Economic Perspectives*, 2015, 29(2): 213–238, in <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.29.2.213>.

⁵⁹ L. D'AGOSTINO, *Operazioni di emissione, cambio e trasferimento di criptovaluta: considerazioni sui profili di esercizio (abusivo) di attività finanziaria a seguito dell'emanazione del D. Lgs. 90/2017*, in *questa Rivista*, 2018, V, 11.

⁶⁰ In questo caso è possibile depositare criptovaluta su uno o più conti "di ingresso" per poi recuperarli su diversi "conti di uscita", che possono essere già esistenti oppure creati appositamente per mascherarne la provenienza. Il 7 agosto 2022, il Dipartimento del Tesoro degli USA ha proibito ai cittadini statunitensi di utilizzare i servizi offerti dal mixer Tornado Cash, accusandolo di aver svolto un ruolo centrale nel riciclaggio di oltre 7 miliardi di dollari. In proposito v. R. CULICCHI, *Tornado Cash bandito negli Usa, perché così le cripto sono a una svolta*, 19 agosto 2022, in <https://www.agendadigitale.eu/mercati-digitali/tornado-cash-bandito-negli-usa-perche-cosi-le-cripto-sono-a-una-svolta/>.

⁶¹ Per una approfondita disamina della posizione delle autorità di vigilanza, internazionali, europee e italiane, fino a quel momento v. R. SCALCIONE, *Gli interventi delle autorità di vigilanza in materia di schemi di monete virtuali*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2015, 1, 139 ss. Da ultimo sul tema, v. anche V. LEMMA, *Quali controlli per le valute virtuali*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. 3, 1, 2022, 52 ss.

⁶² V. LOPS, *Bitcoin moneta di El Salvador: perché il 7 settembre passerà alla storia (forse)*, 7 settembre 2021, in *Ilsole24ore*. Per un primo bilancio, invero piuttosto deludente, dell'esperimento condotto da El Salvador, v. V. LOPS, *Bitcoin a corso legale? Il tentativo di El Salvador perde appeal tra il popolo*, 30 novembre 2022, in *Ilsole24ore*.

Centrafricana⁶³, che hanno addirittura deciso di elevarlo a moneta legale, la maggior parte degli altri lo considera estremamente rischioso per la stessa stabilità del sistema finanziario⁶⁴.

La BIS⁶⁵ ha ribadito, più volte, come questa tipologia di assets possa al più considerarsi come uno strumento speculativo che per giunta si presterebbe a finalità criminali e illecite, nonché all'eccessivo consumo di energia, a fronte di pochi se non nulli vantaggi economici⁶⁶.

⁶³ L. BECCHETTI, *Repubblica Centrafricana, il Bitcoin diventa la moneta ufficiale: il Parlamento approva la legge all'unanimità*, 29 aprile 2022, https://www.repubblica.it/solidarieta/equo-e-solidale/2022/04/29/news/repubblica_centrafricana-347352641/.

⁶⁴ Secondo i dati contenuti nel report di Thomson Reuters, *Cryptocurrencies regulations by country*, del 2022, consultabile in <https://www.thomsonreuters.com/en-us/posts/wp-content/uploads/sites/20/2022/04/Cryptos-Report-Compendium-2022.pdf>, solo una decina di Paesi avrebbe introdotto un espresso divieto relativo alla circolazione dei *crypto-asset*, ivi incluso bitcoin.

⁶⁵ Nel suo Report 2021 già cit., 67. Su questi aspetti v. da ultimo, CHAINANALYSIS, *The 2023 Crypto Crime Report. Everything you need to know about cryptocurrency-based crime*, febbraio 2023, in https://go.chainalysis.com/rs/503-FAP-074/images/Crypto_Crime_Report_2023.pdf. In dottrina per queste posizioni v. S. FOLEY, J. KARLSEN, T. PUTNIŠ, *Sex, drugs, and bitcoin: how much illegal activity is financed through cryptocurrencies?*, in *The Review of Financial Studies*, 32, 5, maggio 2019, 1798-1853. Gli A. nel loro studio evidenziano come l'attività illegale rappresenti una percentuale considerevole degli utenti e dell'attività di trading in bitcoin. Ad esempio, circa un quarto di tutti gli utenti e quasi la metà delle transazioni sarebbero associati ad attività illegali, il che equivale a circa 27 milioni di operatori di mercato con un fatturato illegale di circa 76 miliardi di dollari all'anno. Gran parte di questa attività illegale coinvolgerebbe il commercio nei mercati *darknet*, mentre l'aspetto relativo all'evasione fiscale è stato meno considerato. Sempre in tema, v. anche M. PAQUET-CLOUSTON, B. HASLHOFER, B. DUPONT, *Ransomware payments in the Bitcoin ecosystem*, in *Journal of Cybersecurity*, maggio 2019, 1-11, in <https://academic.oup.com/cybersecurity/article/5/1/tyz003/5488907?login=false>; K.K. R. CHOO, *Cryptocurrency and Virtual Currency: Corruption and Money Laundering/Terrorism Financing Risks?*, in (edited by) D. LEE KUO CHUEN, *Handbook of Digital Currency: Bitcoin, Innovation, Financial Instruments, and Big Data*, San Diego, 2015; R. STOKES, *Virtual Money Laundering: The Case of Bitcoin and the Linden Dollar*, in *Information & Communications Technology Law* 21, 3, 2012, in www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/13600834.2012.744225.

⁶⁶ Molto critici nei confronti di questo strumento sono anche, P. SAVONA, *Lineamenti teorici e pratici di un'economia con le cryptocurrency*, scritto inedito; nonché C. GOLA, A. CAPONERA, *Aspetti economici e regolamentari delle «cripto-attività»*, in *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)* Numero 484, Marzo 2019, in bancaditalia.it, 5.

La Cina ha intrapreso una dura battaglia per metterlo al bando che l'ha portata a vietare tutte le transazioni in bitcoin⁶⁷, percorso seguito anche dal governo indiano, più che altro per l'incapacità di vigilarle e controllarle.

Atteggiamento cauto seguito da altri Paesi che, pur non vietandolo in assoluto, considerano bitcoin un pericolo almeno se inteso come moneta⁶⁸.

In Europea e negli USA, sia la BCE⁶⁹, sia la FED⁷⁰ sono più volte intervenute per voce dei loro membri e con report per mettere in guardia contro i rischi di un simile fenomeno, sebbene non si siano ancora risolti ad assumere espressi divieti sembrando più propensi a cercare un approccio di tipo regolatorio⁷¹, posto che, non intendendo sostituirsi

⁶⁷ V. LOPS, *Bitcoin, cosa c'è dietro l'ultimo divieto della Cina contro le crypto*, 25 settembre 2021, in *Ilsole24ore*. Su questi aspetti v. P. SANDNER, *Bitcoin: Where do We Stand In Summer 2021?*, in <https://www.forbes.com/sites/philippsandner/2021/07/21/bitcoin-where-do-we-stand-in-summer-2021/?sh=440b7dc9b0bb>.

⁶⁸ La Turchia, ad esempio, li ammette unicamente come forma di investimento mentre ha vietato di utilizzare le criptovalute a fini di pagamento, soprattutto per impedire ai giovani di sfruttarle come mezzo alternativo, a fronte di una lira turca in difficoltà con un tasso di inflazione al 10%. E. SPAGNOLO, *Perché la Turchia non adotterà Bitcoin come valuta legale*, 26 gennaio 2022, in <https://cryptonomist.ch/2022/01/26/perche-turchia-non-adottera-bitcoin-valuta-legale/>

⁶⁹ Con il già citato paper *Virtual Currencies Schemes; nonché Virtual currency schemes – a further analysis*, febbraio 2015, in <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemesen.pdf>. Tuttavia, questa presa di posizione non ha impedito alla Germania di seguire un approccio molto diverso, posto che l'autorità Federale di Supervisione Finanziaria tedesca (BaFin) ha qualificato le criptovalute come "unità di conto", includendole nella categoria degli strumenti finanziari ai sensi del § 1, paragrafo 11, della legge bancaria tedesca (c.d. Kreditwesengesetz o KWG).

⁷⁰ Sul tema v. V. CACIOPPOLI, *La relazione pericolosa tra Bitcoin e la Federal Reserve*, in *Cryptonomist*, 19 settembre 2021, in <https://cryptonomist.ch/2021/09/19/la-relazione-pericolosa-tra-bitcoin-e-la-federal-reserve/>.

⁷¹ In proposito si veda ad esempio, la posizione espressa dall'EBA (*Opinion on Virtual Currencies*, del 4 giugno 2014, <https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/657547/81409b94-4222-45d7-ba3b-7deb5863ab57/EBA-Op-2014-08%20Opinion%20on%20Virtual%20Currencies.pdf>) fin dal 2014 e ribadita nel 2019 (*Report with advice for the European Commission on crypto-assets*, del gennaio

alla moneta ufficiale, esso, ad esempio, non violerebbero l'art. 128 TFUE che per l'appunto attribuisce in via esclusiva alla BCE, il potere di emettere banconote aventi valore legale⁷².

Anche recentemente, le autorità italiane hanno sentito la necessità di ribadire che, in assenza di un quadro regolamentare di riferimento, bitcoin e le altre valute virtuali presentano innumerevoli rischi per il mercato⁷³, con riferimento alla stabilità del sistema monetario e finanziario e per la tutela della clientela.

Ciò detto, in questa sede, acquista precipua rilevanza approfondire la questione relativa alla sua natura giuridica.

2019, in <https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/2>.) circa la necessità di introdurre una regolazione di settore che consenta di limitare il potenziale impatto per la stabilità del sistema finanziario e dei pagamenti. Le osservazioni dell'EBA sono state poi riprese da Banca d'Italia nella sua *Comunicazione del 30 gennaio 2015, sulle Valute virtuali*, in https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-vigilanza/2015-01/20150130_III5.pdf. La B.I., in tale documento, precisa che «in Italia, l'acquisto, l'utilizzo e l'accettazione in pagamento delle valute virtuali debbono allo stato ritenersi attività lecite; le parti sono libere di obbligarsi a corrispondere somme anche non espresse in valute aventi corso legale. Si richiama tuttavia l'attenzione sul fatto che le attività di emissione di valuta virtuale, conversione di moneta legale in valute virtuali e viceversa e gestione dei relativi schemi operativi potrebbero invece concretizzare, nell'ordinamento nazionale, la violazione di disposizioni normative, penalmente sanzionate, che riservano l'esercizio della relativa attività ai soli soggetti legittimati (artt. 130, 131 TUB per l'attività bancaria e l'attività di raccolta del risparmio; art. 131 ter TUB per la prestazione di servizi di pagamento; art. 166 TUF, per la prestazione di servizi di investimento)».

⁷² Per queste osservazioni v. C. PERNICE, *Criptovalute, tra legislazione vigente e diritto vivente*, in *Rivista di studi giuridici*, 2020, 21, 57.

⁷³ In un comunicato congiunto emesso dalle nostre Banca d'Italia e Consob, *Comunicato congiunto, Consob e Banca d'Italia mettono in guardia contro i rischi insiti nelle crypto-attività*, 28 aprile 2021, in https://www.bancaditalia.it/media/comunicati/documenti/2021-01/CS_Congiunto_BI_CONSOB_cryptoasset.pdf. E, più di recente, *Comunicazione della Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e crypto-attività*, giugno 2022, in <https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2022/cripto/Comunicazioni-della-Banca-d-Italia-DLT-crypto.pdf>. Per un cui commento, v. M. RABITTI, *Le regole di supervisione nel mercato digitale: considerazioni intorno alla comunicazione Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e crypto-attività*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. 3, 1, 2022, 119 ss.

Da questo punto di vista, sia l'Unione Europea⁷⁴, sia gli USA l'hanno al momento relegato in una sorta di limbo che contribuisce ad alimentare le speculazioni della dottrina circa la sua multiforme natura⁷⁵, ora come nuovo "oro digitale"⁷⁶, ora come valuta assimilabile

⁷⁴ Richiamando la posizione espressa dalla BCE sulle *Virtual currencies* nel 2012, è categorico nell'escludere che le valute virtuali possano essere assimilate alla moneta avente corso legale M. MANCINI, *Valute virtuali e Bitcoin*, in *Analisi giur. econ.*, 1, 2015, 124. Secondo l'A. è da rifiutare anche la possibilità di confonderle con la moneta elettronica o quella scritturale.

⁷⁵ M. CIAN, *op. cit.*, 340-341, ben mette in luce la poliedricità della questione affermando che «Tutto ciò considerato, risulta dunque registrabile già nel sistema giuridico quale esso è oggi (ma la cosa, alla luce delle premesse suesposte, non può sorprendere), una sorta di comportamento quantistico della criptovaluta, che è e non è (va trattata e non va trattata come) moneta in senso giuridico, a seconda di come essa si configura nello specifico caso e della nozione che di denaro l'ordinamento fa di volta in volta propria». Sul tema v. anche R. BOCCHINI, *Sviluppo della moneta virtuale: primi tentativi di inquadramento e disciplina tra prospettive economiche e giuridiche*, in *Diritto dell'informazione e dell'informatica*, 2017, 27 ss.

⁷⁶ Per questa ipotesi ricostruttiva, v. F. M. AMETRANO, *Hayek Money: The Cryptocurrency Price Stability Solution*, Milano, 2016.

a quelle tradizionali⁷⁷, ora come strumento finanziario⁷⁸, ora come bene giuridico immateriale⁷⁹.

⁷⁷ M. SEMERARO, *Moneta legale, moneta virtuale e rilevanza dei conflitti*, in questa Rivista, 2019, II, 256, secondo cui, pur dovendo distinguere tra moneta legale e virtuale, l'utilizzo di queste ultime come «strumenti di pagamento, sul piano del rapporto di debito credito, nulla aggiunge alle dinamiche che sono proprie di un ordinario rapporto di scambio, ad eccezione del fatto che lo strumento di pagamento non è rappresentato dalla moneta avente corso legale». Per la dottrina che ritiene possibile che bitcoin possa divenire, a certe condizioni, strumento di pagamento, in sostituzione delle valute tradizionali, v. N. A. PLASSARAS, *Regulating Digital Currencies: Bringing Bitcoin within the Reach of the IMF*, in *Chicago Journal of International Law*, 2013, 14, 1, 377-407, in <https://chicagounbound.uchicago.edu/cjil/vol14/iss1/12/>; R. SATRAN, *How Did Bitcoin Become a Real Currency?*, U.S. News & World Report, 2013, in <https://money.usnews.com/money/personal-finance/articles/2013/05/15/how-did-bitcoin-become-a-real-currency>; W.J LUTHER, L.H. WHITE, *Can Bitcoin Become a Major Currency?*, in *GMU Working Paper in Economics*, 2014, 14-17, in <https://www.semanticscholar.org/paper/Can-Bitcoin-Become-a-Major-Currency-Luther-White/3dae>; D. FOLKINSHTYEN, M. LENNON, T. REILLY, *The Bitcoin Mirage: An Oasis of Financial Remittance*, in *Journal of Strategic and International Studies, Forthcoming*, 2015, sottolineano come le caratteristiche tecniche di bitcoin lo possano rendere uno strumento di pagamento efficace soprattutto nell'ambito delle rimesse, grazie ai bassi costi e alla semplicità di utilizzo paragonata ai sistemi di pagamento tradizionali. Per la dottrina italiana v. G. LEMME, S. PELUSO, *op. cit.*

⁷⁸ Ritengono, invece, che sia una forma di investimento particolarmente speculativa, molto lontana dal concetto di moneta di cui finora si è discusso B. P. HANLEY, *The False Premises and Promises of Bitcoin*, Cornell, 2014; D. YERMACK, *Is Bitcoin a real currency? An economic appraisal*, in *NBER Working Paper No. 19747*, National Bureau of Economic Research, 2014, in <https://www.nber.org/papers/w19747>; M.T. WILLIAMS, *Virtual Currencies – Bitcoin Risk*, Paper presented at the World Bank Conference, Washington, D.C., 21 ottobre 2014, in <https://www.bu.edu/questrom/files/2014/10/Williams-World-Bank-10-21-2014.pdf>, secondo cui «bitcoin does not behave much like a currency according to the criteria widely used by economists. Instead bitcoin resembles a speculative investment similar to the Internet stocks of the late 1990s» (p. 2).

Per la dottrina italiana v. E. GIRINO, *Un problema di legalità funzionale*, in questa Rivista, 2018, IV, 733 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, 2018, I; G. GHIDINI, E. GIRINO, *Criptovalute, criptoattività, regole e concorrenza: la ricerca imperfetta di un equilibrio perfetto*, in V. FALCE (a cura di), *Financial Innovation tra disintermediazione e mercato*, Torino, 2021, 63 ss.

⁷⁹ In tal senso v. M. KROGH, *Transazioni in valute virtuali – e rischi di riciclaggio. – il ruolo del notaio*, in *Notariato*, 2, 2018, 158, che sottolinea come «Esclusa, quindi,

5. *Il tentativo di imbrigliare la sua unicità nel tradizionale concetto di moneta.*

L'incertezza del regolatore ha particolarmente alimentato anche il dibattito in seno alla dottrina italiana⁸⁰.

In questo contesto, meritano senz'altro attenzione quelle tesi che, nel corso degli ultimi anni, hanno proposto di riconoscere alle criptovalute, e a bitcoin in particolare, natura monetaria, per lo più al fine di estendergli la disciplina civilistica relativa alle obbligazioni pecuniarie.

Via interpretativa⁸¹ senz'altro alimentata anche dalla pronuncia della Corte di giustizia Europea C-264/14⁸², con cui è stata risolta una questione in materia di imposta sul valore aggiunto relativa alle operazioni di cambio della valuta virtuale in tradizionale, ove il giudice ha finito per assimilare il regime a quello degli operatori che scambiano monete tradizionali, ex art. 135, p. 1, lett. e) della direttiva IVA⁸³.

Similmente, ha senz'altro contribuito ad attrarre il fenomeno nell'orbita della natura monetaria anche la scelta del legislatore italiano di estendere, a questa fattispecie, la disciplina relativa al contrasto al

la possibilità che le valute virtuali possano rientrare nella categoria giuridica delle "monete legali", non resta che includerle nella più generica categoria di "beni", nell'ampia accezione dell'art. 810 c.c.». G. DONADIO, *Dalla "nota di banco" all'informazione via Blockchain: profili civilistici e problemi applicativi della criptovaluta*, in *Giust. civ.*, 1, 2020, 173 ss., secondo la quale «La natura di bene della cryptocurrency fa sì, dunque, che il pagamento di beni e servizi a mezzo della stessa configuri una permuta, sia dal punto di vista civilistico che dal punto di vista fiscale. L'alienazione di "moneta" virtuale verso corrispettivo in moneta legale non è un'operazione di cambio ma una normale vendita, avente a oggetto lo scambio della cosa – il bitcoin – contro un prezzo.

Ove il bitcoin sia trasferito ad estinzione di una precedente obbligazione in denaro, si è dinanzi a una prestazione in luogo di adempimento, ex art. 1197 c.c.» (pag. 180).

⁸⁰ Per una panoramica della dottrina che si è occupata del tema v. G. M. NORI, *Bitcoin, tra moneta e investimento*, relazione presentata a Roma il 22 e 23 febbraio 2019, al X Convegno Annuale dell'Associazione Italiana dei Professori di Diritto commerciale "Orizzonti del Diritto Commerciale e consultabile alla pagina https://www.orizzontideldirittocommerciale.it/wp-content/uploads/2021/04/Nori_Bitcoin-tra-moneta-e-investimento.pdf.

⁸¹ M. RUBINO DE RITIS, *Obbligazioni pecuniarie in criptomoneta*, in *GiustiziaCivile.com*, fasc., 11 luglio 2018.

⁸² www.eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:62014CA0264&from=IT.

⁸³ Direttiva 2006/112/CE.

riciclaggio e al finanziamento del terrorismo. In proposito, si deve ricordare come in questo caso sia stata prevista anche quella definizione di “valute virtuali” come una «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, trasferita, archiviata e negoziata elettronicamente»⁸⁴, che è stata poi ampiamente

⁸⁴ Di cui all’art. 1, c. 2, lett. qq, del d.lgs. 25 maggio 2017, n. 90, che ha modificato il d.lgs. 21 novembre 2007, n. 231. Per quanto riguarda la dottrina italiana che si è occupata del tema, v. L. LA ROCCA, *La prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo nelle nuove forme di pagamento. Focus sulle valute virtuali*, in *Analisi giur. econ.*, 2015, 201 ss.; M. PASSARETTA, *La nuova disciplina antiriciclaggio: tra sistemi di pagamento innovativi e nuove forme di finanziamento alle imprese*, in *Fintech*, cit., 463 ss.; M. NADDEO, *Nuove frontiere del risparmio, Bitcoin, Exchange e rischio penale*, in *Penale diritto e procedura*, 1, 2019, 100 ss.; D. MAJORANA, *Disciplina giuridica e fiscale delle criptovalute: sfida del legislatore dal web*, in *Corriere Tributario*, 8, 2018, 630 ss. secondo cui «fino a quando non sarà possibile istituire regole che presidono la rete dall’interno, sarà necessario costruire una “cinta daziaria” dotata di alcune “porte” per individuare chi e che cosa passa dal mondo reale a quello virtuale e viceversa. Solo alle transazioni compliant sarà garantito l’accesso al mondo reale, mentre le altre saranno destinate ad essere isolate in quello virtuale». A. ROSSI, *Prevenzione del riciclaggio e finanziamento del terrorismo: finalità e novità normative*, in *Penale diritto e procedura*, 1, 2018, 256 ss.; S. GALMERINI, *La nuova disciplina dell’antiriciclaggio, gli obblighi, il whistleblowing e le sanzioni*, in *Quotidiano giuridico*, 12 aprile 2017; G.P. ACCINNI, *Profili di rilevanza penale delle “criptovalute” (nella riforma della disciplina antiriciclaggio del 2017)*, in *Archivio penale*, 1, 2018; R. LUCEV, F. BONCOMPAGNI, *Criptovalute e profili di rischio penale nell’attività degli exchangers*, in *Giurisprudenza penale*, 2018, 3 ss.

Per quanto riguarda la dottrina straniera. V. DOSTOV, P. SHUST, *Cryptocurrencies: an unconventional challenge to the AML/CFT regulators?*, in *Journal of Financial Crime*, 21, 3, 2014, 249 ss.; D. BRYANS, *Bitcoin and Money Laundering: Mining for an Effective Solution*, in *Indiana Law Journal*, 89, 1, 2014, 441; A.S.M. IRWIN, J. SLAY, K.K. R. CHOO, *Money laundering and terrorism financing in virtual environments: A feasibility study*, in *Journal of Money Laundering Control*, 17, 1, 2014, 50 ss.; P. TWOMEY, *Halting a shift in the paradigm: The need for Bitcoin regulation*, in *Trinity College Law Review*, 13, 2013, 67 ss.; W. HETT, *Digital Currencies and the Financing of Terrorism*, in *Richmond Journal of Law & Technology*, XV, 2008, 4; S. ZHOU, *Bitcoin Laundromats for Dirty Money: The Bank Secrecy Act’s (BSA) Inadequacies in Regulating and Enforcing Money Laundering Laws over Virtual Currencies and the Internet*, in *Journal of Law & Cyber Warfare*, 3, 2014, 103. C. ACCORSI, R. BRENING, G. MÜLLER, *Economic Analysis of Cryptocurrency Backed Money Laundering. Twenty-Third European Conference on*

richiamata in molteplici altri contesti.

È dunque naturale che siano ormai numerose le proposte tese a costringere bitcoin⁸⁵ all'interno delle diverse categorie monetarie tradizionali, presenti nel nostro ordinamento: moneta complementare⁸⁶,

Information Systems, 2015, (ECIS), 4; R. BARONE, D. MASCIANDARO, *Cryptocurrency or Usury? Crime and Alternative Money Laundering Techniques*, in *European Journal of Law and Economics*, 2019, 47, 2, 9; D. CARLISLE, *Virtual Currencies and Financial Crime: Challenges and Opportunities*, occasional paper, marzo 2017, in <https://rusi.org/explore-our-research/publications/occasional-papers/virtual-currencies-and-financial-crime-challenges-and-opportunities>, 9-11.

⁸⁵ Cfr. G. ARANGUENA, *Bitcoin: una sfida per policymakers e regolatori*, in *Diritto mercato tecnologia*, gennaio/marzo 2014, 19, in https://www.dimt.it/wp-content/uploads/2014/07/Giulia-Aranguena-DIMT2014_1.pdf, che giunge ad ammettere che «E non deve escludersi che il Bitcoin possa essere considerato tale, seppur in senso lato, tenuto conto che esso, pur essendo rappresentato solo da un codice crittografico e non avendo alcuna materialità, è anch'esso più vicino al denaro-merce di quanto non lo sia il denaro» (p. 26). Per una tesi simile v. anche R. GRINBERG, *Bitcoin: An Innovative Alternative Digital Currency*, in *Hastings Science & Technology Law Journal*, 2011, 4, 1, 159 ss. Secondo l'A. «bitcoin is novel digital currency that has the potential to be a significant player in the micropayment and virtual world commerce markets. It is also a great alternative currency for gold bugs who prefer to hold currencies fully backed by commodities» (p. 206). Si tenga conto, peraltro, che queste tesi ormai risalenti, non potevano avvalersi dell'attuale rally di quotazione che bitcoin ha subito nel corso degli ultimi anni. Situazione che lo rende sicuramente meno adatto, oggi più che mai, a essere ricostruito alla stregua di una moneta complementare. Se da una parte, infatti, essa riuscirebbe a legittimare la titolarità privata del potere di emissione, dall'altra, essa non risolverebbe il problema, che in questa sede si è indicato come centrale, relativo alla sua eccessiva volatilità nonché all'incapacità della infrastruttura di reggere il reale carico delle transazioni di milioni di utenti.

⁸⁶ Si noti che nel nostro ordinamento ci sono anche stati alcuni tentativi tesi a regolare il fenomeno, proponendo un emendamento al decreto destinazione Italia 23 dicembre 2103, n. 145 e, poi ancora, una proposta di legge presentata il 30 luglio 2014 contenente la delega al governo per la disciplina dell'emissione e della circolazione delle monete complementari. Ma nessuno di essi è andato a buon fine. In dottrina sul tema v. G. GRECO, ABATE, *Riserve di attività versus piattaforme di gestione delle valute virtuali: il caso "Sardex"*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 4, 2016, Suppl. 1, 104 ss.

valuta straniera⁸⁷, fino alla moneta vera e propria, seppur non legale⁸⁸, per giungere all'obiettivo di trattare «le obbligazioni che lo assumono ad oggetto [...] alla stregua di obbligazioni»⁸⁹ pecuniarie, con conseguente applicazione, in tutto o in parte, in via diretta o analogica⁹⁰, della corrispondente disciplina.

6. *E la sua critica: l'incapacità di bitcoin di assolvere alle 3 funzioni tradizionali della moneta.*

Le tesi appena richiamate, che tendono a ricondurre bitcoin nell'ambito della moneta, hanno senz'altro il merito di tentare di offrire una prima protezione al consumatore, soprattutto nel momento in cui ritengono applicabili, in modo più o meno esteso, le disposizioni relative alle obbligazioni pecuniarie.

Ciononostante, esse non appaiono condivisibili.

L'esigenza di garanzia non può mettere in secondo piano le caratteristiche e la natura di uno strumento peculiare come bitcoin. Partendo, infatti, dal presupposto che qualsiasi “bene” può essere utilizzato come strumento di scambio, qualora due parti vi acconsentano, ciò non può certo essere ritenuto sufficiente per trasformare quel bene in moneta; ma occorrono ulteriori verifiche.

⁸⁷A cui sarebbe pertanto applicabile l'art. 1278 c.c. secondo cui «Se la somma dovuta è determinata in una moneta non avente corso legale nello Stato, il debitore ha facoltà di pagare in moneta legale, al corso del cambio nel giorno della scadenza e nel luogo stabilito per il pagamento». Per questa tesi, v. M. RUBINO DE RITIS, *La moneta digitale complementare, modelli convenzionali di adempimento in criptomonete e prospettive per il sud*, in *Fintech*, cit., 551 ss.; ID., *Bitcoin una moneta senza frontiere e senza padrone? Il recente intervento del legislatore italiano*, in *giustiziacivile.com*, 2018.

⁸⁸Sul tema v. ancora M. PASSARETTA, *Bitcoin: il leading case italiano*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2017, 70, 471 ss.

⁸⁹Per questa tesi v. C. PERNICE, *op. cit.*, 522-523; A. CALONI, *Bitcoin: profili civilistici e tutela dell'investitore*, in *Riv. dir. civ.*, 2019, 174 ss.

⁹⁰C. PERNICE, *op. cit.*, 541, secondo cui «come moneta non appartenente ad uno specifico ordinamento nazionale, bitcoin può essere ricondotto al perimetro applicativo di cui all'art. 1278 c.c., che disciplina le ipotesi in cui l'obbligazione pecuniaria sia espressa in moneta non avente corso legale nello Stato, potendo tale espressione ricomprendere oltre che le valute estere anche le monete contrattuali, espressione quanto mai attuale di un assioma che sta progressivamente determinando la devoluzione di funzioni sovrane ai cittadini: il principio di sussidiarietà».

È evidente, peraltro, che se si aderisse a una teoria statalista⁹¹, che poggia sul necessario corso legale e forzoso, che può essere garantito solo dall'intervento autoritativo dello Stato, il tentativo, di attribuire a bitcoin natura monetaria, sarebbe destinato a fallire immediatamente⁹², posto che questo non potrebbe mai essere considerato una moneta.

Risultato simile si rischierebbe di ottenere anche indagando la questione alla luce delle teorie sociologiche⁹³, posto che il ruolo prioritario che viene attribuito alla fiducia in questo caso – intesa nelle sue declinazioni di «“metodica”, “gerarchica” ed “etica”»⁹⁴ – potrebbe difficilmente abbracciare quel sistema *peer to peer*⁹⁵ alla base della valuta virtuale, che abbiamo descritto. Esso sarebbe comunque troppo labile per poter supportare un ambito fondamentale quale quello della moneta e del sistema dei pagamenti.

Del resto, anche la tesi, che ha cercato di assimilare bitcoin e le valute virtuali alle c.d. monete complementari, appare in questa sede poco condivisibile e gli stessi autori⁹⁶ che l'hanno proposta paiono più che altro mossi dal fine di trovare una categoria già esistente in cui inquadrare la sua natura di strumento transazionale, più che per vera convinzione.

Tuttavia, al di là di queste impostazioni teoriche di fondo, che non potrebbero certo soddisfare quanti ritengano che la moneta debba essere

⁹¹ Per queste posizioni v. F. A. MANN, *The legal aspect of money*, New York, 1954; C. EVANS, *The Legal Aspects of Money, by F.A. Mann*, in *Indiana Law Journal*, 1956, 32, 1, Article 10, in <https://www.repository.law.indiana.edu/ilj/vol32/iss1/10> che ben radica la nascita di questa ricostruzione nelle drammatiche vicende, successive alla prima e alla seconda guerra mondiale, quando si era verificato il collasso di numerose monete, connesso ai gravi squilibri nelle bilance dei pagamenti internazionali e altri cambiamenti economici che hanno posto in primo piano la questione monetaria, soprattutto dopo il superamento del *gold standard*.

⁹² G. GASPARRI, *Timidi tentativi giuridici di messa a fuoco del bitcoin: miraggio monetario crittoanarchico o soluzione tecnologica in cerca di un problema?*, in *Diritto dell'informazione e dell'informatica*, 2015, 415 ss.; S. CAPACCIOLI, *Criptovalute e Bitcoin. Un'analisi giuridica*, Milano, 2015; N. VARDI, *op. cit.*, 443 ss.

⁹³ A. NUSSBAUM, *Money in the Law*, Chicago, 1939; M. MAUSS, *Les origines de la notion de monnaie*, 1914.

⁹⁴ G. GASPARRI, *Timidi tentativi giuridici di messa a fuoco del bitcoin: miraggio monetario*, cit., 421.

⁹⁵ G. GASPARRI, *Timidi tentativi giuridici di messa a fuoco del bitcoin: miraggio monetario*, cit., 421.

⁹⁶ Vedi paragrafo *supra*.

riservata ai privati, la vera sfida consiste nel verificare se bitcoin possa agire come una buona moneta da un punto di vista funzionale, ossia possa efficacemente svolgere le 3 funzioni che le vengono tradizionalmente attribuite ossia l'essere strumento di pagamento, unità di conto e riserva di valore⁹⁷.

Da questa prospettiva, la questione diviene senz'altro più articolata, poiché richiede di prendere in considerazione ciascuna di queste tre caratteristiche e di verificarne la tenuta con riguardo a bitcoin.

In particolare, con riferimento alla possibilità di essere utilizzato come un valido strumento di pagamento, bitcoin dovrebbe poter garantire una miglior efficienza dal punto di vista della velocità, della semplicità di utilizzo, del costo e della sua universalità di accesso rispetto ai metodi tradizionali.

Sul profilo dell'efficienza e della velocità delle transazioni non è certo facile dare un giudizio univoco, poiché questo aspetto è strettamente connesso alla struttura della blockchain e ai tempi tecnici legati alla validazione dei blocchi, che avviene in media ogni ora.

Questo lasso di tempo è decisamente inferiore rispetto alle tempistiche che tutt'ora affliggono gli scambi monetari che avvengono, via bonifico o per le rimesse, ma è estremamente più lento rispetto alla normale operatività dei sistemi di pagamento via carta di credito, POS o ai nuovi sistemi di mobile payment.

Un altro aspetto fondamentale, relativo alla sua efficienza come strumento di pagamento, è poi legato alla quantità complessiva di transazioni che possono essere eseguite contemporaneamente sulla sua rete, soprattutto se rapportate con il numero di operazioni che possono essere effettuate sul sistema delle carte di credito. Anche da questo punto di vista, le caratteristiche di Bitcoin non lo renderebbero sempre uno strumento di pagamento adattabile alle esigenze di milioni o miliardi di utenti.

Anche il profilo circa la sua economicità non è certo univoco. Se il confronto con strumenti come il bonifico può essere a suo vantaggio, non altrettanto può dirsi se viene raffrontato con i costi dei servizi di mobile payment che tendono, in alcuni casi, a essere addirittura gratuiti.

Insomma, simili conclusioni in chiaro-scuro non stupiscono, se si

⁹⁷ Sulle funzioni della moneta v. anche M. CIAN, *op. cit.*, 318; nonché F. CAPRIGLIONE, voce *Moneta*, in *Enc. Dir.*, Agg. III, Milano, 1999, 747 ss.

considera che l'innovazione di Bitcoin non consiste certo nell'offrire uno strumento di pagamento che garantisca una maggior efficienza dal punto di vista computazionale o nella sua scalabilità nel consumo di risorse. Il suo hardware è progettato per eseguire un'unica funzione particolare⁹⁸, ossia risolvere un cd. puzzle computazionale tramite la *Proof of Work*, che costituisce una mera prova del fatto che il computer sia riuscito a risolvere il quesito⁹⁹. Esso mira cioè a offrire la massima certezza rispetto a quanto in esso registrato¹⁰⁰, secondo una scelta di *trade-off* che privilegia decisamente la sicurezza, a scapito della velocità/economicità.

Questo rende bitcoin uno strumento di pagamento¹⁰¹ adatto ad

⁹⁸ In informatica, due sono le caratteristiche fondamentali che devono essere prese sempre in considerazione: da una parte la sicurezza, dall'altra la performance. Ogni soluzione concreta implica un *trade-off* tra queste componenti. Da questo punto di vista, la scelta di Satoshi si è orientata decisamente a favore della sicurezza, penalizzando invece l'efficienza transazionale, aspetto che la rende, come già si è anticipato, difficilmente immaginabile come concorrente della moneta *fiat*. Nello stesso tempo, è proprio questa caratteristica che secondo alcuni renderebbe bitcoin un fenomeno davvero unico e degno di valore, ossia la sua c.d. social scalability. Su questo tema v. N. SZABO, *Money, blockchains, and social scalability*, 9 febbraio 2017, in <https://nakamotoinstitute.org/literature/money-blockchains-and-social-scalability/>, che sottolinea come «Without institutional and technological innovations of the past, participation in shared human endeavors would usually be limited to at most about 150 people – the famous “Dunbar number”. In the Internet era, new innovations continue to scale our social capabilities. In this article I will discuss how blockchains, and in particular public blockchains that implement cryptocurrencies, increase social scalability, even at a dreadful reduction in computational efficiency and scalability».

⁹⁹ R. AUER, *Beyond the Doomsday Economics of "Proof-of-Work" in Cryptocurrencies*, *BIS Working Papers No 765*, 2019, in <https://www.bis.org/publ/work765.htm>.

¹⁰⁰ Le prove empiriche raccolte finora, paiono dimostrare, del resto, la piena capacità del sistema Bitcoin ad ottemperare a questa sua funzione, così H. NABILOU, *op. cit.*, 19.

¹⁰¹ Per una ricostruzione della natura giuridica di bitcoin, alla luce della lunga evoluzione storica del concetto di moneta, v. M. CIAN, *op. cit.*, 318. In particolare, nel tentativo di coglierne le affinità e le differenze, l'A. mette in luce come «La sua novità si esprime in definitiva nell'opportunità, offerta dal ricorso agli strumenti elettronici, di coniugare il carattere di moneta-segno, proprio del documento digitale, con la struttura non accentrata dell'emissione. Si tratta di un elemento di particolare significato, se solo si pensa al fatto che, storicamente, il primo passaggio (certo poi progressivo e non lineare) dalla merce al segno (cioè dalla moneta “pesata” a quella a

alcune situazioni, ma decisamente sconsigliato in altre.

Molto più complessa appare, invece, la questione relativa alla possibilità di utilizzarlo come riserva di valore e unità di conto¹⁰², data l'estrema volatilità che lo contraddistingue.

L'assenza di qualsiasi elemento di stabilizzazione finisce per costituire l'ostacolo più difficile da superare¹⁰³ lungo il processo di qualificazione monetaria, soprattutto in virtù dell'importanza della fiducia e della stabilità che deve caratterizzare una moneta.

Non solo. Oltre alle forti oscillazioni di valore cui ci ha abituato, bitcoin presenta anche un'altra caratteristica difficilmente conciliabile con la natura monetaria. Esso, infatti, e a differenza delle altre monete fiat, ha una vocazione deflazionistica¹⁰⁴, che rende il suo valore tendenzialmente incrementale nel corso del tempo.

Si noti che questo è un elemento intrinseco del suo protocollo, connesso al fatto che la risoluzione delle transazioni, necessaria per chiudere la catena di blocchi, diventa progressivamente più difficile, richiedendo una maggior potenza computazionale, mentre in realtà il numero di bitcoin, che i miners ricevono come corrispettivo della propria attività, viene dimezzato ogni 4 anni. Da ciò consegue che l'operatività del sistema può essere mantenuta solo in presenza di un contesto di crescita incessante del valore del singolo bitcoin, tale da compensare il maggior sforzo energetico richiesto.

Inoltre, ulteriore corollario di tale protocollo, è il fatto che l'offerta di bitcoin sia anch'essa rigidamente predeterminata, fino a esaurirsi al

valore nominale fissato convenzionalmente) si consumò forse (il dubitativo è d'obbligo) con il primo conio statale e dunque con il primo intervento genetico autoritativo [in Lidia o nelle città greche dell'Asia Minore, nel secondo quarto del primo millennio avanti Cristo, con le monete di elettro (8)]».

¹⁰² Se da una parte, la potenziale infinita frazionabilità di bitcoin costituisce un elemento favorevole alla sua qualificazione come unità di conto, dall'altra, la sua estrema volatilità gioca a suo sfavore anche con riferimento alla possibilità di svolgere un ruolo come riserva di valore.

¹⁰³ Escludono categoricamente questa possibilità C. GOLA, A. CAPONERA, *op. cit.*

¹⁰⁴ Per un'attenta analisi di questi aspetti v. M. AMATO, L. FANTACCI, *Per un pugno di bitcoin. Rischi e opportunità delle monete virtuali*, Milano, 2018, 175 che, criticando in modo puntuale questo profilo, giungono a sancire che «la mistica della deflazione si spiega con l'ostinazione a prendere la moneta per qualche cosa, o meglio per la cosa delle cose. Poco importa di che sia fatta, e se non serve a niente. Basta che si accumuli. Il resto consegue. Programmaticamente».

raggiungimento di circa 21 milioni di bitcoin, fissati da Satoshi. Ciò comporta la totale impossibilità, per il sistema, di adeguarsi alla richiesta di moneta che dovesse provenire dal mercato.

Di conseguenza, se anche si volesse considerare bitcoin come una moneta, la sua natura intrinsecamente deflattiva la renderebbe, al più, una moneta “cattiva”¹⁰⁵, posto che una “buona” dovrebbe essere capace di adeguare la quantità di offerta alla domanda. Solo una moneta né poca, né troppa, potrebbe garantire quella neutralità fondamentale per la formazione dei prezzi di mercato¹⁰⁶.

In sintesi, anche le posizioni più propense a riconoscere a bitcoin la natura di moneta, seppur latamente intesa, devono poi ammettere la sua sostanziale incapacità di ambire a diventare una valuta, per lo meno su scala globale, e devono ripiegare su un ambito di applicazione più limitato quale, ad esempio, l’impiego in sistemi finanziari instabili (ad es. nei paesi in via di sviluppo) o in alternativa alle valute standard in paesi con scarse disponibilità finanziarie¹⁰⁷. È in quest’ottica, allora, che, deve essere inquadrata la scelta di Stati come *El Salvador* e della Repubblica Centrafricana di riconoscergli valore legale¹⁰⁸.

Del resto, come alcuni studi economici hanno messo in luce, in caso di sistemi finanziari instabili o in paesi in via di sviluppo, esso potrebbe (forse) offrire un’alternativa a monete nazionali particolarmente fragili o alla loro assenza, proprio come nel caso del Paese dell’America centrale, grazie a un sistema di trasferimento di fondi più economico, rispetto al tradizionale e costosissimo servizio delle rimesse internazionali.

Scelte che finiscono certo per fare clamore e magari anche per attirare la molta liquidità che negli ultimi anni si è riversata nel mondo dei c.d. *crypto-assets*, ma che non possono considerarsi, al momento,

¹⁰⁵ Per questo giudizio v. ancora M. AMATO, L. FANTACCI, *op. cit.*, 183.

¹⁰⁶ Così sempre M. AMATO, L. FANTACCI, *op. cit.*, 185.

¹⁰⁷ D. FOLKINSHTEYN, M. LENNON, T. REILLY, *op. cit.*, 121; P. CIAIAN, M. RAJCANIOVA, D’ARTIS KANCS, *The digital agenda of virtual currencies: Can BitCoin become a global currency?*, in *Inf Syst E-Bus Manage*, 2016, 14, 883-919.

¹⁰⁸ P. SANDNER, *op. cit.*, che con riferimento alla particolare situazione di EL Salvador sottolinea come, prima di questa decisione, il Paese avesse il solo dollaro statunitense come valuta ufficiale. A causa, però, della crescita dell’inflazione degli USA, fino al 5%, si era resa necessaria una soluzione alternativa. I prezzi continuavano ad essere quotati in dollari americani, ma i cittadini potevano così scegliere, tramite una app con quale moneta pagare.

estendibili al di là di questi limitati ambiti.

7. L'esistenza di una finalizzazione di carattere finanziario che potrebbe giustificare la sussunzione all'interno della categoria dei prodotti finanziari

Il fatto che bitcoin non sia da considerarsi come una moneta non esime certo dalla necessità di fare chiarezza circa la sua natura giuridica.

Se da una parte, infatti, è giustificabile la cautela dovuta alla delicatezza del tema e al timore di dare legittimazione giuridica a un fenomeno che è di per se stesso *disruptive* rispetto all'ordinamento e alle sue regole; dall'altra non si può ignorare il fatto che sempre più investitori ormai detengano nei loro portafogli questa tipologia di *asset*, o comunque strumenti che su di essa poggiano. Una situazione che richiede di essere affrontata dal legislatore per evitare che aumenti l'incertezza e, allo stesso tempo, i rischi per gli investitori e per il sistema finanziario.

Il pericolo è che, nel perdurante silenzio del legislatore, si prosegua sull'attuale azzardato crinale, ossia che l'ultima parola venga lasciata ai singoli giudici, spinti dall'esigenza di risolvere concrete questioni applicative per rispondere a chi si presenta al loro cospetto, rischiando di creare ulteriore incertezza¹⁰⁹.

La necessità di prospettare una soluzione deve allora indurre a valorizzare proprio quella tendenza inflazionistica che se da una parte rappresenta un impedimento alla possibilità di ricondurre bitcoin nell'ambito del concetto di moneta, potrebbe consentire di collocarlo nell'orbita della nozione di strumento o prodotto finanziario¹¹⁰. Tesi

¹⁰⁹ Esigenze cui, almeno dal punto di vista fiscale, si è cercato di recente di dare risposta nella Legge di bilancio 2023, ossia l. 29 dicembre 2022, n. 197, art. 1, commi 126 – 147. In particolare, il comma 126, alla lettera a) inquadra le crypto-attività fra i redditi diversi, introducendo una nuova lettera “c-sexies”, nell'articolo 67, comma 1, del TUIR.

¹¹⁰ Per questa tesi v. G. GASPARRI, *Riflessioni sulla natura giuridica del bitcoin tra aspetti strutturali e profili funzionali*, cit. Contra, non ritiene invece che bitcoin possa essere ricondotto neppure nell'ambito degli strumenti e prodotti finanziari, secondo la disciplina italiana M. MANCINI, *op. cit.*, 126.

In dottrina sulla nozione di strumento e prodotto finanziario, v., COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2016, 11 ss.; V. CHIONNA, *Le forme dell'investimento finanziario*,

peraltro avvalorata dalla stessa giurisprudenza del nostro supremo giudice che, nella sent. n. 26807/2020, è giunto ad assimilare l'attività di compravendita di bitcoin a quella di strumenti finanziari, da cui sarebbe discesa la necessaria applicazione di alcune disposizioni contenute nel Testo unico della finanza¹¹¹.

Valorizzando dunque questa componente, il *token* bitcoin potrebbe pienamente rientrare nell'ambito dell'ormai ampia categoria dei prodotti finanziari atipici, così come ricostruita dall'elaborazione della Consob che riconosce un investimento di natura finanziaria quando oltre all'impiego di capitale, vi sia anche una promessa/aspettativa di rendimento, e un rischio correlato all'impiego di capitale¹¹².

Tutti elementi che si potrebbero inequivocabilmente rinvenire nell'acquisto del bene bitcoin, posto che è impossibile in questo caso ipotizzare, per la sua natura meramente immateriale, una diversa finalizzazione di tipo consumeristico¹¹³.

Milano, 2008, 253 ss.; ID., *Strumenti finanziari e prodotti finanziari nel diritto italiano*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, I, 2; M. FRATINI, *Prodotti finanziari, valori mobiliari e strumenti finanziari*, in *Il Testo unico della finanza*, (a cura di) Fratini e Gasparri, I, Torino, 2012, sub art. 1, 20 ss.; N. NIUTTA, *Prodotti, strumenti finanziari e valori mobiliari nel tuf aggiornato in base alla Mifid (con il d. lgs. n. 164/2007)*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, I, 816 ss.; M. ONZA, L. SALAMONE, *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, 575 ss.

¹¹¹ Corte di Cassazione del 25 settembre 2020, n. 26807, che ha assimilato l'attività di compravendita di bitcoin a quella di strumenti finanziari, soggetti alle norme del Testo unico della finanza; su cui, per un primo commento, S. FURNARI, *I Bitcoin non sono un prodotto finanziario (ovviamente)*, pubblicato su LinkedIn il 3 ottobre 2020. Di recente sul tema si è altresì espressa anche la sent. Cass. Pen., Sez. II, 22 novembre 2022, n. 44378, per un primo commento v. F. CASCINELLI, F. DELLA SCALA, *Crypto assets: prime considerazioni sulla più recente sentenza della Cassazione*, in *Diritto bancario*, 2022, in <https://www.dirittobancario.it/art/crypto-assets-prime-considerazioni-sulla-piu-recente-sentenza-della-cassazione/>, che ben mettono in luce come, nonostante le buone intenzioni, la pronuncia rischi di creare ulteriore confusione sul tema, senza distinguere in modo preciso non solo le diverse nozioni di strumento e prodotto finanziario, ma altresì confondendo l'offerta di utility token, con i bitcoin dati in corrispettivo.

¹¹² Così *ex multis*, Comunicazione n. 0385340 del 28 aprile 2020.

¹¹³ Sempre nella Comunicazione appena citata si distingue tra investimento finanziario e di consumo, precisando come «nel primo caso il risparmiatore conferisce il proprio denaro in base a una promessa/aspettativa di profitto, vale a dire di accrescimento della disponibilità investite mentre, nel secondo caso, la spesa è

8. *La problematica applicazione della disciplina dei prodotti finanziari in mancanza di un centro di imputazione*

La qualificazione giuridica di bitcoin alla stregua di un prodotto finanziario, o anche l'eventuale scelta di includerlo, in futuro, nel novero degli strumenti finanziari¹¹⁴, costituisce senz'altro un importante risultato che tuttavia non si traduce affatto nella risoluzione anche dei problemi regolatori.

Le sue peculiarità di governance, infatti, rendono – per lo meno al momento – inapplicabile la tradizionale disciplina giuridica che poggia, ad esempio, come è noto, sull'obbligo di pubblicazione del prospetto informativo che compete a quel soggetto che assume al ruolo di emittente.

Come si è anticipato, la mancanza di un'entità responsabile rende impossibile individuare *ex ante* il soggetto tenuto ad adempiere a tale dovere così come a tutti gli oneri e gli adempimenti che la normativa pone in capo alle entità che provvedono alla emissione e alla richiesta di circolazione dell'asset.

Impossibilità di individuazione che sono del resto direttamente riconducibili a quella natura decentralizzata che costituisce l'essenza stessa di bitcoin e che, allo stesso modo, renderebbe ancor più ardua anche l'applicazione delle norme sulla moneta, finanche a quelle previste dal nuovo regolamento Mica per la categoria dei cripto-asset in esso disciplinati.

Da questo punto di vista, sono proprio alcuni passaggi di questa fonte – al momento in cui si scrive ancora non approvata in via definitiva – che consentono di mettere in luce l'attuale difficoltà del regolatore nei confronti di sistemi che, proprio in virtù della loro decentralizzazione, non consentono di individuare un soggetto responsabile.

L'attuale formulazione del considerando 12a), infatti, sancisce che «This Regulation applies to natural, legal persons and other undertakings and the activities and services performed, provided or controlled, directly or indirectly, by them, including when part of such

essenzialmente finalizzata al godimento del bene, cioè alla trasformazione delle proprie disponibilità in beni reali idonei a soddisfare immediatamente i bisogni».

¹¹⁴ Scelta operata dalla Germania.

activity or services is performed in a decentralized way. Where crypto-asset services as defined in this Regulation are provided in a fully decentralized manner without any intermediary they do not fall within the scope of this Regulation. This Regulation covers the rights and obligations applicable to issuers, offerors and persons seeking admission to trading of crypto-assets and to crypto-asset service providers. Where crypto-assets have no identifiable issuer, they do not fall within Title II, III or IV of this Regulation».

Seppur in un'enunciazione perfettibile, chiaro appare il significato di questo considerando.

Il regolamento non si applica in caso di sistemi “fully decentralized”, che non prevedono la presenza di un soggetto, inteso come entità giuridica individuabile, preposta alla sua emissione e circolazione, ipotesi che appare come perfettamente calzante alla *blockchain public* e *permissionless* di Bitcoin.

Dal punto di vista del regolatore è dunque necessaria la presenza di persone, sia fisiche, sia giuridiche che richiedano l'emissione, l'ammissione alla negoziazione o svolgono servizi pur se basati su sistemi decentralizzati (cons. 11).

Tale locuzione porta all'esclusione, dal suo ambito di applicazione, di tutti quei crypto-asset – e primo fra tutti bitcoin – che non abbiano un emittente identificabile.

Una scelta che – se sarà confermata anche nel testo definitivo – potrebbe chiarire ogni dubbio circa la sua esclusione dal perimetro regolatorio del Mica, ben al di là della sola formulazione dell'art. 4, par. 2, lett. b) che si riferisce a quei token che siano «automatically created as a reward for the maintenance of the DLT or the validation of transactions»; ipotesi prevista fin dalle prime versioni del regolamento e che aveva alimentato alcuni dubbi e incertezze¹¹⁵.

¹¹⁵ Se, infatti, è evidente che bitcoin non potrebbe giammai rientrare nella categoria delle c.d. *stablecoin*, oggetto principale di regolazione del futuro regolamento Mica, maggiori dubbi avrebbero potuto porsi con riferimento alla residuale categoria di tokens, che non sono né asset reference token né e-money tokens. Sulla difficile qualificazione di questa nuova tipologia di assets, v. F. ANNUNZIATA, F., *Speak, If You Can: What Are You? An Alternative Approach to the Qualification of Tokens and Initial Coin Offerings*, disponibile in www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=333248, 22; sul tema v. anche C. SANDEI, *L'offerta iniziale di cripto-attività*, Torino, 2022; ID., *Le Initial Coin Offering nel prisma dell'ordinamento finanziario*, in *Riv. dir. civ.*, 2020, 2, 391 ss.; ZATTI, F.,

Riprendendo il filo del ragionamento – in merito alla difficoltà regolatoria di bitcoin, anche qualora si volesse riconoscergli natura finanziaria –, è dunque l’assenza di soggetto “responsabile”, propria delle strutture di tipo public *permissionless*, che finisce per divenire l’ostacolo più evidente per l’applicazione di un tradizionale *framework* normativo, anche di carattere finanziario. Non già, dunque, la sua natura intrinseca.

Per questo, al momento, bitcoin potrebbe essere considerato senz’altro un “bene giuridico immateriale”, con finalità finanziarie, ma ciò non consentirebbe comunque di ricondurlo nell’ambito della disciplina giuridica tradizionale¹¹⁶, almeno finché non si sarà affrontata e risolta la questione della sua imputabilità giuridica.

Da ciò emerge come vi sia l’esigenza di una necessaria e ulteriore riflessione, prima di tutto teorica, sulle peculiarità del sistema bitcoin e, più in generale, di tutti i sistemi che prevedano un altrettanto effettivo livello di decentralizzazione, al fine di individuare nuovi criteri di imputazione di responsabilità.

Una tecnologia *public permissionless* capovolge le attuali costruzioni giuridiche che poggiano necessariamente sull’individuazione di un soggetto responsabile.

Come del resto ha recentemente riconosciuto anche la nostra Banca d’Italia queste nuove tecnologie sono in grado di legare «le componenti

Entangled in Cryptoassets’ Legal Nature and Governance: Searching for Clear Boundaries or Working for their Removal?, 12 febbraio 2019, in <https://www.babel.unifi.it/upload/sub/BABEL%20WP%20SERIES%201%202021%20ZATTI.pdf>; ID., *On the Legal Nature of Cryptoassets: Waiting for Godot?*, 2019, in <https://flore.unifi.it/handle/2158/1153979>.

¹¹⁶ A conclusioni simili è di recente giunta anche l’autorità Belga FSMA che, in una Comunicazione del 22 novembre 2022 (Classification of crypto-assets as securities, investment instruments or financial instruments, consultabile in https://www.fsma.be/sites/default/files/media/files/2022-11/fsma_2022_25_en.pdf) ha precisato come «If the assets are incorporated into an instrument, then it is possible to distinguish between a situation in which an instrument represents a right in respect of an issuer and/or another person (such as a guarantor) and a situation where this is not the case. If there is no issuer, as in cases where instruments are created by a computer code and this is not done in execution of an agreement between issuer and investor (for example, Bitcoin or Ether), then in principle the Prospectus Regulation, the Prospectus Law and the MiFID rules of conduct do not apply. Nevertheless, if the instruments have a payment or exchange function, other regulations may apply to the instruments or the persons who provide certain services relating to those instruments».

oggettive (strumenti, infrastrutture tecniche e organizzative) e soggettive (le diverse tipologie di operatori coinvolti) degli ecosistemi in nuovi prodotti e servizi, espressione “sintetica” di ciascun contributo. Tale rilevanza della componente tecnologica e degli stessi fornitori di tecnologia realizza una sorta di “governance algoritmica” che scardina gli schemi di governo tradizionali e della quale è necessario tenere conto»¹¹⁷.

Sicuramente Bitcoin rappresenta uno degli esempi più emblematici di tale operatività.

Di conseguenza, le perplessità, relative alla possibilità di ricondurre bitcoin, nell’ambito delle categorie giuridiche tradizionali e soprattutto circa l’applicabilità della sua disciplina, in ossequio al principio di neutralità tecnologica – già in altra sede evocata¹¹⁸ –, non è affatto suggerita con il fine di eludere la regolazione, quanto piuttosto di garantire una maggior tutela agli investitori/utenti, che dovrebbero prima di tutto comprendere le differenze di questo asset, rispetto a strumenti finanziari¹¹⁹ e anche monetari più tradizionali, che possono essere ricondotti a precise entità di riferimento.

Esso non solo è acefalo, ma soprattutto si estrinseca in una nuova dinamica, espressamente finalizzata a decentralizzare la responsabilità, attribuendola a tutti e dunque nello specifico a nessuno, che si concretizza in un plesso decisionale rimesso a un più evidente protocollo algoritmico e a una più nascosta collaborazione umana (*miners* e sviluppatori), che dà vita a quella *governance* unica d’*elite*, che si è descritta.

Un’oligarchia tecnologica che è anche la sola capace di dominare e

¹¹⁷ Così, BANCA D’ITALIA, *Comunicazione della Banca d’Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività*, cit., 7.

¹¹⁸ F. MATTASSOGLIO, *Algoritmi e regolazione. Circa i limiti del principio di neutralità tecnologica*, in *Rivista della regolazione del mercato*, 2018, 226 ss.

¹¹⁹ Per una ricostruzione alla stregua di “bene immateriale”, v. P.L. BURLONE, R. DE CARIA, *Bitcoin e le altre criptomonete. Inquadramento giuridico e fiscale*, in Istituto Bruno Leoni, aprile 2014, http://www.brunoleonimedia.it/public/Focus/IBL_Focus_234-De_Caria_Burlone.pdf, pp. 3 e 4; come commodity, M.L. PERUGINI, C. MAIOLI, *Bitcoin: Tra Moneta Virtuale E Commodity Finanziaria*, in https://www.researchgate.net/publication/314409445_Bitcoin_Tra_Moneta_Virtuale_E_Commodity_Finanziaria_Bitcoin_Between_Digital_Currency_and_Financial_Commodity/citations.

comprendere le sue complessità tecniche¹²⁰. Dunque, potenzialmente più pericolosa delle dinamiche tradizionali delle banche commerciali e del banchiere centrale, a cui siamo abituati.

Da questo punto di vista, pertanto e almeno per il momento, bitcoin costituisce il caso più emblematico di fallimento se non di tutte le categorie tradizionali, per lo meno degli istituti che presiedono all'ambito dell'imputazione della responsabilità.

9. Alla ricerca di un nuovo criterio di imputabilità: il caso Tulip Trading.

È dunque sulla ricerca di nuovi criteri di imputabilità per i sistemi decentralizzati che dovranno prima di tutto concentrarsi gli sforzi della dottrina giuridica, premessa ineliminabile per qualsiasi incardinamento delle fattispecie all'interno del perimetro regolatorio.

Ed è allora grazie a questo approdo argomentativo che è ora possibile inquadrare, con maggior consapevolezza, la già citata vertenza intentata dalla società Tulip Trading proprio nei confronti degli sviluppatori della rete Bitcoin, per chiedere loro la restituzione dei bitcoin rubati, da hackers anonimi, tramite una modifica del protocollo.

La tesi attorea poggia, infatti, sul presupposto che i convenuti non solo possano considerarsi in relazione con i possessori dei token registrati sulla rete da loro gestita, ma possano altresì essere ritenuti responsabili, a tal punto da essere passibili dell'imposizione di un obbligo di porre rimedio, con azioni attive – quali la modifica del protocollo –, ai danni sofferti.

Alla luce delle osservazioni appena poste, appare ora evidente quanto la situazione sia complessa, posto che la sua risoluzione richiede di affrontare una questione spinosa qual è l'applicazione, a sviluppatori e blockchain, di quei principi che sono andati evolvendosi nell'ambito

¹²⁰ Secondo M. AMATO, L. FANTACCI, *Per un pugno di bitcoin. Rischi e opportunità delle monete virtuali*, cit., 170 «il progetto implicito di Bitcoin è costruire un'economia che possa fare a meno della fiducia, e che lo possa fare in nome di un'assoluta libertà individuale e in forza di un protocollo immutabile. Per queste sue due caratteristiche il progetto di Bitcoin è un progetto globale», che rischia però di un creare un sistema ancora più ingiusto e discriminante di quello che voleva combattere, mettendo sullo stesso piano la categoria dei debitori e dei creditori che, dal punto di vista economico, non possono certo essere considerati alla stessa stregua.

dell'istituto fiduciario della c.d. “duty of care”, progressivamente esteso dalla dottrina e della giurisprudenza a figure quali quelle di dottori, avvocati, consulenti finanziari, etc.¹²¹. Ossia casi in cui, in ragione della complessità della situazione, un soggetto deve riporre fiducia nelle competenze di terzi, che proprio in virtù di questo affidamento, dovrebbero agire nell'interesse affidatogli con competenza e onestà.

Come è noto, tradizionalmente, la dottrina¹²² tende a riconoscere 4 elementi comuni ai rapporti fiduciari: in primo luogo, essi dovrebbero riguardare l'offerta di servizi ad alta competenza (si pensi, ad esempio, a una prestazione medica); in secondo, il soggetto dovrebbe agire di norma in virtù di una particolare “property or power”; in terzo luogo, dovrebbe sussistere il rischio, in capo all'affidante, che l'affidatario non si comporti in modo corretto; infine, ci dovrebbe essere la possibilità che la fiducia dell'affidante sia tradita, anche per colpa del mercato, o che comunque i costi legati al rapporto fiduciario siano superiori ai vantaggi.

Alla luce delle caratteristiche sia degli sviluppatori/gestori della rete bitcoin, sia dei suoi utilizzatori analizzati in questa sede, risulta assai complesso estendere siffatto istituto al caso di specie e, più precisamente ancora, individuare ciascuna di queste 4 caratteristiche nell'ambito di una presunta relazione reciproca.

Si pensi, ad esempio, a come la stessa categoria dei fruitori della rete Bitcoin – in questo caso i potenziali “entrustor” – sia ampia, pseudonima e fluttuante, per richiamare espressioni utilizzate dallo stesso giudice, oltre a non poter vantare alcun contatto diretto, né tanto meno una relazione, con gli sviluppatori.

Questi ultimi – i potenziali “fiduciaries” –, a loro volta e come già si è anticipato, operano alla manutenzione e alla gestione della blockchain di bitcoin, sulla base della loro mera volontà di adesione, senza alcun obbligo di tipo contrattuale o anche latamente giuridico-vincolante.

È del resto l'essenza stessa della struttura *public permissionless* che rinvia alla massima libertà di ciascuna delle parti coinvolte.

Il presupposto, che invece vorrebbe essere dimostrato dal ricorrente nel caso Tulip trading, è che gli sviluppatori abbiano il controllo della

¹²¹ Su questi temi v. J.M. BALKIN, *Information Fiduciaries and the First Amendment*, in *U California Davids L. rev.*, 2016, 49, 1183

¹²² Così A. WALCH, *op. cit.*, 10 che richiama T. FRANKEL, *Fiduciary Law*, OUP 2011, 6.

rete, indipendentemente dal fatto che siano effettivamente impegnati in modifiche e in assenza di un obbligo contrattuale o di altro tipo più generale di apportare modifiche in futuro; da ciò si vorrebbe comunque far discendere un dovere di “loyalty” o *duty of care*, inteso come il dovere di vigilanza e di cura che finora è stato legalmente imposto nei confronti di coloro che sono tenuti all’osservanza di certi standard di sorveglianza nell’espletamento di atti che potrebbero prevedibilmente ledere l’integrità, seppur peraltro principalmente fisica, altrui.

Del resto, alcuni sviluppatori, nell’ambito del procedimento giudiziario, avrebbero, per primi, ammesso come sarebbe necessario approntare meccanismi tecnici e le migliori pratiche per fornire rimedi, previa prova di proprietà e con accertamento giudiziario, per ripristinare il controllo dei *tokens* persi o rubati al loro legittimo proprietario, proprio come ci sono rimedi disponibili per qualsiasi attività o proprietà (fisica, digitale, intangibile o altro).

Palesi sono però le conseguenze che potrebbero derivare dal riconoscimento giuridico di obblighi così pregnanti come quelli di *duty of care* in capo ai soggetti che mantengono la rete, che rischierebbero di tradire completamente la stessa logica genetica del protocollo Bitcoin, che si basa per l’appunto sull’assenza di qualsiasi obbligo e formalizzazione¹²³, che prescinda dal protocollo stesso.

Non solo, come la stessa dottrina favorevole a questa impostazione ha messo in luce, l’applicazione di detto principio alla blockchain potrebbe determinare una serie di rischi tra cui si possono ricordare quello di frenare l’innovazione tecnologica; non riuscire a individuare precisamente lo standard richiesto ai *fiduciaries* e, nello stesso tempo, neppure gli stessi soggetti che dovrebbero essere gravati con siffatti obblighi a seconda del ruolo effettivamente svolto; oltre a imporre oneri eccessivi che potrebbero essere compensati solo a fronte di un compenso più elevato per la manutenzione della rete, etc.¹²⁴

¹²³ Per quanto riguarda la dottrina che si è occupata espressamente del tema – richiamata anche dalla Corte d’appello – v. ancora A. WALCH, *op. cit.*

¹²⁴ A. WALCH, *op. cit.*, 18, nonché R. HAQUE, AT AL., *op. cit.*, 184-185 che oltre a ritenere questo istituto inadatto alla blockchain precisano come questo potrebbe «create motive for subverting the mechanism design of a public blockchain... Imputing fiduciary duties obligations to protocol developers may cause the protocol developers to take more authority over the network and subvert the purpose of public blockchain».

10. *La governance decentralizzata di bitcoin sarà davvero solo un mito?*

Alla luce di tali considerazioni, appare dunque chiaro come il fenomeno bitcoin e, più in generale, tutte le forme di pura decentralizzazione pongano a monte la necessità di effettuare una scelta fondamentale, ossia quella di intraprendere oppure astenersi – come finora è stato fatto – da un’attività di regolazione del fenomeno.

La prima opzione, ossia la volontà di intervenire, richiederà necessariamente di addivenire a un nuovo approccio regolatorio che miri, prima di tutto, a imporre su soggetti come sviluppatori e *miners* peculiari obblighi di *duty of care* o altro. Scelta però che, a parere di chi scrive, rischia non solo di snaturare completamente il concetto di decentralizzazione, ma anche di mettere a rischio la stessa esistenza del fenomeno bitcoin¹²⁵.

In caso contrario, sarà necessario forse riconoscere come la “pura” decentralizzazione sia anche sostanzialmente priva di regole, di diritti e di obblighi tradizionali – ossia che trovino riscontro al di fuori dei meccanismi di design della blockchain stessa¹²⁶ –, con conseguente assunzione, per chi vi partecipa, di una maggior consapevolezza oltre che dei relativi rischi.

Di conseguenza, in un caso simile, la tutela da parte dell’ordinamento (e dunque del giudice) dei singoli, ivi incluso il caso in cui si tratti di bitcoin rubati, dovrà necessariamente iniziare solo nel momento in cui il gettone uscirà dall’ambito totalmente decentralizzato della blockchain, per entrare nell’orbita di entità giuridiche identificabili, si pensi alle piattaforme di *exchange* o ai gestori di servizi di custodia, che del resto già rientrano nel futuro perimetro regolatorio

¹²⁵ In questo senso v. le riflessioni di J. RAMSDEN KC, *Tulip Trading and its potentially atrophying effect on Crypto networks*, 7 febbraio 2023, in <https://medium.com/coinmonks/tulip-trading-and-its-potentially-atrophying-effect-on-crypto-networks-aba76ad13d3f>.

¹²⁶ R. HAQUE, AT AL., *op. cit.*, 187 e 188 affermano, infatti, che «Blockchains are at their core a “foundational” technology for new forms of governance for making rule-governed economic orders. Therefore, the technology itself may provide means to regulate the actions of the relevant participants. In contrast, the imposition of fiduciary duties on protocol developers risks the “corporate capture” of blockchain governance whereby experimentation with new human institutional arrangements in foregone in place of adopting a corporate governance structure».

di Mica.

La pronuncia della Corte d'appello inglese è attesa per il 2024... solo allora sapremo quale sarà la sua decisione e l'impatto che essa avrà su bitcoin e sul mondo cripto.

Al di là delle convinzioni di ciascuno, al momento, può allora essere utile riflettere sulle ultime e sibilline parole con cui il giudice ha sentenziato circa la procedibilità della vertenza: «The conclusion is not that there is a fiduciary duty in law in the circumstances alleged by Tulip, only that the case advanced raises a serious issue to be tried. The time to decide on the duty in this case is once the facts are established. As the judgment itself showed, to rule out Tulip's case as unarguable would require one to assume facts in the defendant developers' favour which are disputed and which cannot be resolved this way. *If the decentralised governance of bitcoin really is a myth* [corsivo nostro], then in my judgment there is much to be said for the submission that bitcoin developers, while acting as developers, owe fiduciary duties to the true owners of that property».

Prevenzione della crisi d'impresa e rischi ESG: il ruolo della finanza sostenibile

SOMMARIO: 1. Introduzione ed obiettivi dello studio: disciplina finanziaria e diritto della crisi al vaglio della sostenibilità – 2. Sostenibilità finanziaria e sostenibilità ESG nel quadro normativo in materia di prevenzione dei rischi d'impresa – 2.1 Rischi ESG e rischio di crisi nella catena del valore finanziario – 3. Gli assetti adeguati alla prevenzione della crisi nel contesto di mercati finanziari sostenibili: rischi ESG e continuità aziendale – 3.1 (Segue.) Le segnalazioni di anticipata emersione della crisi e l'anticipato dialogo con le banche – 4. La composizione negoziata della crisi "sostenibile" – 4.1 (Segue) Il dovere di lealtà e di sana e prudente gestione del credito in ottica ESG – 4.2 (Segue) Il ruolo dell'esperto tra "ESG-Covenants" e "ESG-NPL" – 5. Conclusioni: le questioni aperte sul rapporto tra finanza sostenibile e crisi e una considerazione finale di metodo

1. Introduzione ed obiettivi dello studio: disciplina finanziaria e diritto della crisi al vaglio della sostenibilità

Lo studio si propone di analizzare i riflessi della disciplina in materia di finanza sostenibile – e degli incentivi che questa pone in capo agli attori di mercato – sulla prevenzione e gestione della crisi d'impresa come ridisegnate dalla riforma del Codice della crisi.

In particolare, l'analisi indaga l'incidenza della transizione verso mercati finanziari sostenibili sul rapporto tra banche e imprese finanziate, a partire dalle coordinate che di questo rapporto la normativa sulla crisi traccia, in punto di i) prevenzione della crisi da parte delle imprese interessate; ii) monitoraggio degli indici di crisi da parte degli intermediari finanziari; iii) collaborazione degli stessi nell'ambito delle trattative condotte nella composizione negoziata.

La tesi che in questa sede si intende avvalorare è che l'integrazione dei fattori di sostenibilità (ad oggi, in particolare dei fattori ambientali)¹

¹ BCE, *Guidance on Climate-related and environmental risks*, novembre 2020, disponibile online all'indirizzo <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks~58213f6564.en.pdf>; ID., *Mapping climate risk: Main findings from the EU-wide pilot exercise*, 21 maggio 2021, EBA/Rep/2021/11; ID., *2022 Climate Risk Stress Test*, luglio 2022, disponibile online all'indirizzo https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.climate_stress_test_rep

nei parametri valutativi dei rischi connessi con l'attività creditizia² sia destinata a proiettarsi sulla valutazione e finanche sulla gestione della crisi d'impresa, con possibile incidenza sugli strumenti di rilevazione e superamento della stessa.

Come dichiarato dalla Commissione europea sin dagli albori del pacchetto di misure sulla finanza ESG, la regolamentazione in materia di attività d'impresa finanziaria sostenibile, in tutte le sue varie diramazioni, risponde ad una funzione promozionale di canalizzazione delle risorse finanziarie verso obiettivi di sostenibilità³. Nelle intenzioni del legislatore europeo e dei regolatori settoriali, le nuove norme dovrebbero creare un virtuoso circolo di incentivi che assegnano, da

ort.20220708~2e3cc0999f.en.pdf. BANCA D'ITALIA, *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*, 8 aprile 2022, disponibile online all'indirizzo <https://www.bancaditalia.it/media/notizia/aspettative-di-vigilanza-sui-rischi-climatici-e-ambientali/>. Con precipuo riferimento alle PMI, ID., *Rischi climatici e ambientali. Principali evidenze di un'indagine tematica condotta dalla Banca d'Italia su un campione di banche less significant*, 24 novembre 2022, disponibile online all'indirizzo https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/comunicazioni/com-20221123/Nota_informativa_rischi_climatici_e_ambientali.pdf. V. anche L. LAVECCHIA ET AL., *Dati e metodi per la valutazione dei rischi climatici e ambientali in Italia*, in *Questioni di Economia e Finanza*, n. 732, novembre 2022, disponibile online all'indirizzo https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2022-0732/QEF_732_22.pdf. Anche il Comitato di Basilea ha fornito le sue prime indicazioni in materia di vigilanza di rischi climatici, v. BCBS, *Principles for the Effective Management and Supervision of Climate-related Financial Risks*, giugno 2022, disponibile online all'indirizzo <https://www.bis.org/bcbs/publ/d532.pdf>.

² EBA, *Report on Management and Supervision of ESG Risks for Credit Institutions and Investment Firms*, EBA/REP/2021/18 e v. anche ID., *Report on Incorporating ESG Risks in the Supervision of Investment Firms- Report Complementing EBA/REP/2021/18*, EBA/REP/2022/26.

³ COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione europea al Parlamento, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni- Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, 8 marzo 2018, COM/2018/097 final. V. il commento di BANCA D'ITALIA, *L'impatto del processo di attuazione dell'Action Plan sulla Finanza sostenibile- intervento di G. Siani*, 6 ottobre 2021, Roma, disponibile online all'indirizzo https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2021/Siani_intervento_ASVIS_06102021.pdf.

ultimo, valenza reputazionale al conseguimento di elevati standard ESG⁴.

Valvola motrice di questo processo è l'attività finanziaria, destinataria, non a caso, di una serie di norme che intendono orientare le imprese finanziarie, e in particolare bancarie⁵, alla considerazione di parametri ESG⁶, ad esempio attraverso la valutazione delle preferenze di sostenibilità dei clienti⁷; che impongono obblighi di comunicazione al mercato relativi alle politiche di sostenibilità⁸ (incluse quelle relative ai portafogli di prestiti⁹) adottate dalle istituzioni finanziarie; e che infine richiedono a queste ultime di integrare i rischi di sostenibilità nel quadro prudenziale dei rischi tradizionali, quale il rischio di credito¹⁰.

⁴ È quanto messo in evidenza da V. COLAERT, *The Changing Nature of Financial Regulation: Sustainable Finance as a New EU Policy Objective*, in *Common Market Law Review*, 2022, 59, 6, 1669 ss.

⁵ EBA, *EBA Roadmap on Sustainable Finance*, dicembre 2022, EBA/REP/2022/30.

⁶ Regolamento UE 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088, 22 giugno 2020, OJ L 198/13. Cfr. anche il Regolamento delegato (UE) 2021/1253 della Commissione del 21 aprile 2021 che modifica il regolamento delegato (UE) 2017/565 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità in taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento, 2 agosto 2021, OJ L 277/1. Per una riflessione critica sulla effettività dell'emergente quadro sulla finanza sostenibile, v. M. BODELLINI-D. SINGH, *Sustainability and Finance: Utopian Oxymoron or achievable Companionship?*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2021, 10, 163 ss.

⁷ Cfr. ESMA, *Final Report, Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 3 aprile 2023, ESMA35-43-3172.

⁸ Regolamento UE 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, 9 dicembre 2019, OJ L 317/1. Il regolamento è stato di recente affiancato dalla direttiva UE 2022/2464 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 che modifica il regolamento (UE) n. 537/2014, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la rendicontazione societaria di sostenibilità, 16 dicembre 2022, OJ L 322/15 (di seguito CSRD).

⁹ Cfr. T. LOIZZO- F. SCHIMPERNA, *ESG disclosure: regulatory framework and challenges for Italian banks*, in *Questioni di Economia e Finanza*, n. 744, dicembre 2022, disponibile online all'indirizzo https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2022-0744/QEF_744_22.pdf

¹⁰ EBA, *The Role of Environmental Risks in the Prudential Framework*, Discussion Paper, 2 maggio 2022, EBA/DP/2022/02; e già EBA, *Final draft*

Gli orientamenti in materia di sostenibilità delle istituzioni finanziarie sollecitati dal citato quadro regolamentare sono infine oggetto di nuove aspettative di vigilanza, che iniziano a tracciare schemi di supervisione dell'impatto delle pratiche di prestito delle banche su fattori quali le emissioni di carbonio, la tutela della biodiversità, la tutela dei diritti umani e la parità di genere¹¹. Completa la cornice degli incentivi verso un'attività finanziaria sostenibile, l'attenzione "di mercato" offerta ai profili ESG dagli investitori istituzionali¹².

Dal quadro tracciato emerge che i vari fronti della compliance, della vigilanza e di mercato convergono verso l'attribuzione al settore bancario di un ruolo centrale nel processo di transizione dei mercati, quale fonte di flussi finanziari gradati in base a parametri ESG e funzionali alla positiva realizzazione di progetti di sostenibilità¹³.

In questo contesto divengono centrali gli strumenti di valutazione dell'impatto di sostenibilità generato dall'impresa finanziata, come anche i metodi di apprezzamento della sostenibilità prospettica del modello imprenditoriale delle imprese destinatarie delle risorse erogate. A tal fine, come rilevato da Banca d'Italia, gli intermediari dovranno avviare un dialogo con le imprese affidate, beneficiando del lavoro di

implementing technical standards on prudential disclosures on ESG risks in accordance with Article 449a CRR, 24 gennaio 2022, EBA/ITS/2022/01.

¹¹ EBA, *Report on Management and Supervision of ESG Risks for Credit Institutions and Investment Firms*, cit., 128 ss.

¹² Cfr. OECD, *OECD Business and Finance Outlook 2020: Sustainable and Resilient Finance*, disponibile online all'indirizzo <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/b854a453-en/index.html?itemId=/content/component/b854a453-en>. V. i dati empirici, in senso critico, F. LOPEZ DE SILANES- J. A. MCCAHERY- P. C. PUDSCHEDL, *Institutional Investors and ESG Preferences*, ECGI Law Working Paper N° 631/2022, marzo 2022, disponibile online all'indirizzo https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/silanesetalfinal.pdf; J. A. MCCAHERY- P. C. PUDSCHEDL- M. STEINDL, *Institutional Investors, Alternative Asset Managers, and ESG Preferences*, in *EBOR*, 2022, 23, 821 ss.; G. BALP- G. STRAMPELLI, *Institutional Investor ESG Engagement: The European Experience*, in *EBOR*, 2021, 23, 869 ss.

¹³ "Gli enti creditizi e le imprese di assicurazione svolgono un ruolo fondamentale nella transizione verso un sistema economico e finanziario pienamente sostenibile e inclusivo in linea con il *Green Deal*. Essi possono esercitare una notevole influenza positiva o negativa attraverso le rispettive attività di prestito, investimento e sottoscrizione assicurativa". Così considerando 27 CSRD.

quelle che si trovano in posizione avanzata e stimolando le altre verso l'elaborazione di piani di lungo periodo¹⁴.

Sulla base di queste premesse, il presente contributo intende sondare gli effetti della disciplina in materia di finanza sostenibile sulle opzioni di *governance* ESG delle imprese finanziate, per valutare se l'elaborazione di solide strategie ESG possa divenire strumento di gestione dell'esposizione debitoria e dunque di rafforzamento, se non addirittura di recupero, della continuità aziendale in una situazione di pre-crisi; e se l'attitudine (etero-diretta dal nuovo quadro normativo) dei finanziatori e degli investitori alla valutazione dei rischi ESG possa costituire un dato meritevole di considerazione a fini di composizione della crisi.

In radice, l'indagine offre un'occasione di riflessione circa le nuove interazioni tra disciplina bancaria sostenibile e disciplina della crisi riformata.

Come è stato riaffermato di recente¹⁵, tradizionalmente, la disciplina bancaria, a partire dalla normativa sul bilancio bancario, non è volta al risanamento delle imprese debentrici in crisi, ma al minor peggioramento degli attivi delle banche. In linea generale, la cattiva qualità del credito è pregiudizievole alla banca in termini contabili e di vigilanza prudenziale¹⁶.

Se sino ad oggi, disciplina bancaria e normativa in materia di crisi si sono sviluppate lungo direttrici parallele, occorre verificare se e in che misura la nuova matrice ESG della disciplina bancaria venga a

¹⁴ Così BANCA D'ITALIA, *La recente proposta della Commissione europea di modifica delle regole prudenziali per le banche: un quadro d'insieme e una prima valutazione- Intervento di Paolo Angielini*, Roma, 19 gennaio 2022, disponibile online all'indirizzo https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2022/Angelini_ABI_19_gennaio_2022.pdf. Sulla posizione privilegiata dal punto di vista informativo delle banche rispetto alle condizioni finanziarie delle imprese finanziate, v. l'analisi economica J.E. STIGLITZ- A. WEISS, *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, in *The American Economic Review*, 1981, 71, 3, 393 ss.

¹⁵ G. PRESTI, *Le banche e la composizione negoziata della crisi*, in *Diritto della crisi*, 9 febbraio 2023.

¹⁶ Questo è l'assunto alla base delle più recenti linee guida della Commissione europea in materia di mercati secondari di NPLs. COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione sugli orientamenti relativi a una procedura di vendita alle condizioni migliori di crediti deteriorati sui mercati secondari*, 21 ottobre 2022, 2022/C 405/01.

ridimensionare questa divergenza, alla luce degli interessi sottesi alle due aree di regolazione, quali il principio del prestito responsabile, da un lato¹⁷, e la continuità aziendale come funzionale alla tutela dei soci e dei creditori, dall'altro¹⁸.

Proprio in punto di interessi, giova rievocare, sotto diversa prospettiva, come la stessa disciplina della crisi abbia tradizionalmente previsto strumenti di bilanciamento tra interesse dei creditori alla massimizzazione dell'attivo e interessi di terzi¹⁹. Le prospettive di

¹⁷ Il principio è stato oggetto di definizione da parte del formante giurisprudenziale costituito, come noto, dalle pronunce di legittimità Cass. 30 giugno 2021, n. 18610, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2022, II, 164 ss. con nota di L. BENEDETTI, *La ridefinizione della fattispecie della concessione abusiva di credito ad opera della Cassazione*, 173 ss.; e Cass. 14 settembre 2021, n. 24725, pubblicata, insieme alla precedente, in *Giur. comm.*, 2022, II, p. 1094 ss, con nota di I. D'ANSELMO, *Due sentenze sulla concessione abusiva*, p. 1110 ss. Per un commento v. anche A.A. DOLMETTA, *Merito del credito e concessione abusiva. Dopo Cass. n. 18610/2021*, in *Rivista di Diritto bancario*, 8 Ottobre 2021 e M. IRRERA, *L'abusiva concessione di credito ovvero del dilemma del buon banchiere*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, Maggio 2022. Per il dibattito dottrinale antecedente alle pronunce richiamate, si segnalano, senza pretesa di esaustività, A. NIGRO, *La responsabilità della banca per concessione "abusiva" di credito*, in *Le operazioni bancarie*, G.B. PORTALE (a cura di), 1978, I, 243 ss.; B. INZITARI, *La responsabilità della banca nell'esercizio del credito: abuso nella concessione di credito e rottura del credito*, in *Banca, Borsa, tit. cred.*, 2001, 265 ss.; F. DI MARZIO, *Abuso nella concessione del credito*, Napoli, ESI, 2005; L. STANGHELLINI, *Il credito "irresponsabile" alle imprese e ai privati: profili generali e tecniche di tutela*, in *Società*, 2007, 395 ss.; V. PINTO, *La responsabilità da concessione abusiva di credito fra unità e pluralità*, in *Giur. Comm.*, 2011, II, 1164 ss.; F. PACILEO, *Concessione "abusiva" di credito e "sana e prudente gestione"*, in *Banca, Borsa, tit. cred.*, 2019, 203 ss.

¹⁸ L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007, 43 ss.

¹⁹ Si ricordino già le riflessioni A. JORIO, *Le procedure concorsuali tra tutela del credito e salvaguardia dei complessi produttivi*, in *Giur. comm.*, 1994, I, 492 ss.; A. GAMBINO, *Limiti costituzionali dell'iniziativa economica nella crisi dell'impresa*, in *Giur. comm.*, 1988, I, p. 487. Tra le fattispecie in cui l'obiettivo della massimizzazione dell'attivo trova il limite del soddisfacimento di interessi-altri, basti ricordare la prevalenza del diritto all'abitazione principale e al luogo di esercizio dell'attività produttiva sull'interesse ad acquisire il bene immobile alla procedura; dei diritti dei lavoratori sulla libera gestione del contratto pendente da parte del curatore; ovvero dell'interesse al corretto funzionamento del mercato concorrenziale sull'interesse dei creditori alla massimizzazione del risultato finanziario della vendita dell'azienda. Per un commento v. D'ATTORRE, *La responsabilità sociale dell'impresa insolvente*, in *Riv. dir. civ.*, 2021, 60 ss. v. anche M. FABIANI, *La tutela dei diritti nelle procedure*

soluzione di questo conflitto sono state storicamente ostacolate dalla difficoltà di una *reductio ad unum* della nozione dell'interesse dei creditori²⁰.

La recente revisione dell'art. 41 Cost. ha richiamato l'urgenza di una riconsiderazione del bilanciamento tra ambiente e salute umana e iniziativa economica²¹, imponendo una rivalutazione di questi termini anche in costanza di crisi della medesima²². Il dato costituzionale costituisce pertanto ulteriore spunto normativo per vagliare l'impatto che la transizione in senso sostenibile dei mercati finanziari in generale – e dell'attività creditizia in particolare – ha su tale ponderazione di interessi, per verificare se la stessa, anziché aggravare l'assetto degli interessi in gioco, non finisca per offrirne nuove prospettive di composizione nell'ottica della generazione di un “enlightened creditor value”.

2. Sostenibilità finanziaria e sostenibilità ESG nel quadro normativo in materia di prevenzione dei rischi d'impresa

La riforma della materia della crisi ha spostato il baricentro della medesima disciplina al momento della “rilevazione anticipata” dello stato di crisi, utile al tempestivo accesso ai rimedi procedurali e al recupero della continuità aziendale. La stessa nozione di crisi,

concorsuali, in *Trattato delle procedure concorsuali*, A. JORIO - B. SASSANI (diretto da), vol. IV, Milano, 2016, 466 ss. e con un accento sulla prevalenza di interessi generali nelle procedure concorsuali, v. F. D'ALESSANDRO, *Interesse pubblico alla conservazione dell'impresa e diritti privati sul patrimonio dell'imprenditore*, in *Giur. Comm.*, 1984, I, 53 ss. e anche L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., 68 ss.; F. FIMMANÒ, *La gestione dell'impresa nell'ambito del fallimento*, in *Trattato delle procedure concorsuali- Il fallimento*, A. JORIO-B. SASSANI (diretto da), vol. III, Milano, 2016, 52.

²⁰ Cfr. M. FABIANI, *Il diritto diseguale nella concorsualità concordataria post-moderna*, in *Fallimento*, 2022, 1490-1491.

²¹ S. CERRATO, *Appunti per una “via italiana” all'ESG: l'impresa “costituzionalmente solidale” (anche alla luce dei “nuovi” artt. 9 e 41, comma 3, Cost.)*, in *Analisi giur. econ.*, 2022/1, 73 ss. v. anche i sempre attuali riferimenti di M. LIBERTINI, *Economia sociale di mercato e responsabilità sociale dell'impresa*, in *ODC*, 2013, 19-20.

²² Per una recente analisi sul rapporto di questi termini, durante la liquidazione, v. D. STANZIONE, *Liquidazione dell'attivo e interesse degli stakeholders*, Napoli, ESI, 2023, *passim*.

incentrata sul canone di probabilità²³, suggerisce l’adesione, in maniera più marcata rispetto al passato, della disciplina della crisi al principio di prevenzione dei rischi finanziari²⁴. Questa *ratio* anticipatoria si traduce in un crescendo di soluzioni esperibili, in via proporzionale al grado di squilibrio finanziario, secondo un *climax* che muove dal (riformato) istituto della composizione negoziata.

La prospettiva della prevenzione dei rischi finanziari “rinforzata” da nuovi strumenti di accompagnamento della gestione dei medesimi di cui al codice della crisi non pare scavra di riflessi in punto di prevenzione dei rischi ESG a cui guardano le normative in materia di finanza e d’impresa sostenibile.

Prime indicazioni a riguardo sono offerte dalla direttiva EU 2019/1023²⁵ che al suo considerando 16 afferma come la “la rimozione degli ostacoli alla ristrutturazione preventiva efficace dei debitori sani in difficoltà finanziarie contribuisce a ridurre al minimo le perdite di posti di lavoro e le perdite per i creditori nella catena di approvvigionamento, preserva il know-how e le competenze; di conseguenza giova all’economia in generale”. La più recente proposta di direttiva che armonizza taluni aspetti del diritto in materia di insolvenza, riprende tale principio, osservando, in relazione alla responsabilità ambientale d’impresa e al principio del “chi inquina paga”, come “un quadro più efficiente in materia di insolvenza

²³ Cfr. art. 3 commi 1 e 2 c.c.i.

²⁴ Per una valutazione in senso critico dell’approccio anticipatorio adottato dal legislatore della riforma, v. G. MEO, *La difficile via normativa al risanamento d’impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, 611 ss. In senso favorevole v. invece L. STANGHELLINI, *The Pandemic as a Chance to Modernise Italian Insolvency and Restructuring Law*, in *EBOR*, 2023, <https://doi.org/10.1007/s40804-023-00287-1>.

²⁵ Direttiva (UE) 2019/1023 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 giugno 2019, riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, l’esdebitazione e le interdizioni, e le misure volte ad aumentare l’efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza ed esdebitazione, e che modifica la direttiva (UE) 2017/1132 (direttiva sulla ristrutturazione e sull’insolvenza), 26 giugno 2019, OJ L 172/18. Per un recente commento v. L. BENEDETTI, *L’organo gestorio della società in crisi fra interesse dei soci e interessi altri: i principi della direttiva sui preventive restructuring frameworks e il loro recepimento negli ordinamenti nazionali*, in *Riv. dir. comm.*, 2023, 1, in corso di pubblicazione. Per un’analisi sulla coerenza della riforma italiana rispetto al quadro europeo, v. A. ZORZI, *The Italian Insolvency Law Reform*, in *EBOR*, 2021, 32, 5, 935 ss.

favorirebbe un recupero complessivo più rapido ed efficace del valore dei beni e faciliterebbe quindi l'indennizzo dei crediti ambientali nei confronti di un'impresa insolvente"²⁶.

Alla luce di tali proposizioni, può dunque osservarsi come la sostenibilità finanziaria, e dunque la prevenzione dei rischi finanziari, sia prerequisito della sostenibilità ESG; e ciò perché un solido equilibrio patrimoniale è non soltanto necessario per la promozione di progetti di sostenibilità, ma anche, a monte, condizione per l'attuazione di misure di mitigazione dei rischi ESG, tramite assetti organizzativi più sensibili ad intercettare e a valutare siffatti rischi, e il reperimento delle competenze professionali necessarie.

Da diverso angolo prospettico, il rapporto tra sostenibilità ESG e sostenibilità finanziaria sembra colorarsi di ulteriori sfaccettature alla luce di alcuni orientamenti di fondo della regolazione sulla finanza sostenibile.

Oltre al fronte promozionale, infatti, l'"altra faccia" del quadro normativo in materia di finanza sostenibile predispone incentivi alla prevenzione degli "impatti avversi" ai fattori di sostenibilità generati dal funzionamento dei mercati. Ciò avviene, a partire da una lettura in chiave finanziaria dei medesimi rischi.

Già nel 2016 lo *High Level Expert Group on Sustainable Finance* sottolineava il possibile impatto dei rischi ambientali sulla stabilità del sistema finanziario²⁷, secondo un approccio ripreso dalla Commissione nel Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile del 2018, ove si iniziava a riflettere sui rischi finanziari derivanti dal cambiamento climatico²⁸. Da qui, il passo verso il riconoscimento normativo di questa concezione "finanziaria" dei rischi di sostenibilità è stato breve: il Regolamento europeo n. 2088 del 2019 relativo all'informativa sulla

²⁶ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che armonizza taluni aspetti del diritto in materia di insolvenza*, 12 dicembre 2022, COM(2022) 702 final, relazione illustrativa alla proposta, 5.

²⁷ COMMISSIONE EUROPEA, *High Level Expert Group on Sustainable Finance (HLEG)*, disponibile online all'indirizzo https://finance.ec.europa.eu/publications/high-level-expert-group-sustainable-finance-hleg_en.

²⁸ COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione europea al Parlamento, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni- Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, cit., 2 e ss.

sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (c.d. SFDR) apprezza i rischi di sostenibilità in base ad un parametro di materialità²⁹, successivamente affinato– ed ampliato– dalla direttiva UE 2022/2464 sulla rendicontazione societaria di sostenibilità nella prospettiva della c.d. doppia materialità³⁰.

²⁹ Il Regolamento (UE) n. 2019/2088 definisce i rischi di sostenibilità come “un evento o una condizione di tipo ambientale, sociale o di *governance* che, se si verifica, potrebbe provocare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale sul valore dell’investimento” eseguito dai diversi attori finanziari nelle società target. L’approccio materiale ai rischi di sostenibilità abbracciato dal legislatore europeo sin dal 2019 è stato poi ripreso e affinato dall’EBA, che ha precisato che “ESG factors are environmental, social or governance matters that may have a *positive or negative impact on the financial performance or solvency of an entity, sovereign or individual*”. Corsivo aggiunto. Così EBA, Report on management and Supervision on ESG Risks for Credit Institutions and Investment Firms, cit., 6. Cfr. Anche EIOPA, *EIOPA Staff paper on nature-related risks and impacts for insurance*, 29 marzo 2023, EIOPA-23/247: “An accumulation of economic impacts at the micro level (e.g. at business level) can lead to impacts at the meso level (e.g. at local government level), and when occurring at a larger scale (countrywide, regional or global), lead to macroeconomic impacts such as the disruption of economy-wide value chains, raw material price volatility, the adjustment or relocation of business activities or an increased rate of capital depreciation” e ancora “from a financial risk-based perspective, loss of natural capital and the ensuing loss of value to society and economic activity translate into risk on the financial market participant’s balance sheet. In addition to economic firm-level financial risk, the risk of environmental collapse resulting from biodiversity loss and natural capital depletion may also create a systemic risk to the financial sector and broader to financial stability”.

³⁰ In conseguenza dei nuovi obblighi di rendicontazione di sostenibilità, le imprese dovranno non solo rilasciare informazioni sulla c.d. materialità finanziaria dei rischi di sostenibilità rispetto alla propria attività e organizzazione, bensì anche informazioni sulla c.d. materialità d’impatto, ossia sugli effetti che l’attività d’impresa svolta ha su tali rischi, e sul perseguimento degli obiettivi di mitigazione di questi, come ad esempio l’obiettivo di neutralità climatica entro il 2050. Cfr. art. 19 bis direttiva 2013/34/UE introdotto dalla direttiva UE 2022/2464. Il principio della doppia materialità non è tuttavia espresso direttamente nella citata direttiva bensì negli standard di reporting di sostenibilità (European Sustainability Reporting Standards- ESRS) elaborati dalla European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG). Questi standards sono stati posti in consultazione dall’aprile all’agosto 2022. V. EFRAG, *Sustainability Reporting Standards*, disponibile online all’indirizzo <https://www.efrag.org/lab6>. Le autorità finanziarie hanno pubblicato i loro pareri sugli standard proposti. Le ESAs hanno espresso un giudizio complessivamente favorevole, pur segnalando persistenti lacune in punto di definizione dell’estensione della catena del valore e degli standard settoriali, riguardanti in particolare il settore

Appare, questa, una scelta di politica del diritto pienamente allineata all'obiettivo della anticipazione della tutela dei fattori ESG... ad un momento antecedente alla materializzazione dei connessi rischi finanziari. La leva della dimensione finanziaria dei rischi ESG risulta, difatti, strumento di più immediata attuazione del principio di prevenzione dei rischi che ispira la regolazione finanziaria sulla sostenibilità: l'ancoraggio degli stessi al canone di materialità dovrebbe dare luogo, infatti, ad un "gioco a rialzo" relativo agli standard di prevenzione dei rischi ESG, innescato per prevenire eventuali impatti negativi sul "valore dell'investimento", quindi, sul valore dell'impresa (finanziaria) promotrice dell'investimento e dell'impresa oggetto del medesimo³¹.

Conferma questa impostazione la riflessione sul trattamento prudenziale dei rischi ESG³², che costituisce un (invero delicato) banco di prova della quantificazione e dunque dell'apprezzamento finanziario, in termini di copertura patrimoniale, dei rischi di sostenibilità, nell'ottica del controllo preventivo dei rischi propria della regolamentazione prudenziale. In linea con la stretta relazione tra rischi di sostenibilità e rischi finanziari prefigurata dalla SFDR, non sorprende dunque che l'approccio suggerito dall'EBA sia quello di una integrazione orizzontale dei rischi ESG nelle voci di rischio tradizionali, finanche del primo pilastro³³.

bancario e assicurativo. Cfr. ESMA, *Opinion of the European Securities and Market Authority of 26 January 2023 on the technical advice by the European Financial Reporting Advisory Group on European Sustainability Reporting Standards*, 26 gennaio 2023, ESMA32-334-589; EBA, *Opinion of the European Banking Authority on the draft European Sustainability Reporting Standards (ESRS)*, 26 gennaio 2023, EBA/Op/2023/01; EIOPA, *Opinion to the European Commission on EFRAG's Technical Advice on European Sustainability Reporting Standards*, 26 gennaio 2023, EIOPA-BoS-23-016.

³¹ Cfr. M.M. SCHANZENBACK - R.H. SITKOFF, *The Law and Economics of Environmental Social and Governance Investing by a Fiduciary*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 2018, in www.corpgovr.law.harvard.edu.

³² EBA, *Report on Management and Supervision of ESG Risks for Credit Institutions and Investment Firms*, cit., 143; EBA, *The Role of Environmental Risks in the Prudential Framework*, cit., passim; e già EBA, *Final draft implementing technical standards on prudential disclosures on ESG risks in accordance with Article 449a CRR*, cit., passim.

³³ EBA, *Discussion Paper on the role of esg risks in the prudential framework*, cit., 23. V. nel settore assicurativo, EIOPA, *Discussion Paper on the Prudential*

Alla luce del dato normativo richiamato, la rilevanza finanziaria dei rischi di sostenibilità riconosciuta dalla normativa settoriale pare trascendere il perimetro di quest'ultima per permeare anche la emergente disciplina della sostenibilità societaria. Ricalcando l'approccio della SFDR, la recente direttiva in materia di rendicontazione societaria di sostenibilità muove dal riconoscimento del potenziale di rischio associato ai fattori di sostenibilità "per le imprese e per gli investimenti"³⁴, e ancora, in ottica sistemica, per la stabilità finanziaria³⁵. L'effetto di questa concezione è di proiettare anche sul piano degli strumenti del diritto generale d'impresa "sostenibile" la connessione intrinseca tra prevenzione dei rischi di sostenibilità e relativi rischi finanziari delle imprese (anche non finanziarie).

Ne consegue che gli strumenti predisposti per la prevenzione dei rischi di sostenibilità d'impresa, quali la nuova rendicontazione di sostenibilità di cui alla direttiva ora citata, che richiede una descrizione delle "azioni intraprese dall'impresa per prevenire o attenuare impatti negativi, effettivi o potenziali, o per porvi rimedio o fine, e dei risultati di tali azioni"³⁶; ovvero i proposti doveri di diligenza d'impresa, volti a prevenire e attenuare gli impatti negativi sui diritti umani e sull'ambiente³⁷, possono essere inquadrati alla stregua di strumenti di prevenzione dei rischi finanziari connessi ai rischi ESG. Con l'ulteriore corollario che gli stessi possono essere considerati utili alla preservazione della sostenibilità economico-finanziaria di un'impresa per la parte in cui questa possa essere compromessa dalla mancata neutralizzazione dei rischi ESG.

Secondo le linee sin qui tracciate, pertanto, la relazione tra rischi finanziari e rischi ESG di cui alla disciplina della crisi e della

Treatment of Sustainability Risks, dicembre 2022. Per un commento sulla incipiente invasività degli interventi regolatori ESG sul settore bancario v. F. RIGANTI, *L'insostenibile leggerezza dell'essere (sostenibili). Note brevi sul rischio nelle banche alla luce dei principi ESG*, in *RTDE*, 2022, 2, 185 ss.

³⁴ Considerando 18 CSDR.

³⁵ Considerando 14 CSDR.

³⁶ Art. 19 bis direttiva 2013/34/UE introdotto dalla direttiva UE 2022/2464.

³⁷ COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937*, 23 febbraio 2022, COM(2022) 71 final, in particolare agli artt. 6-9.

sostenibilità (settoriale e generale) appare concentrata: la mitigazione di rischi finanziari ed in particolare del rischio di crisi, è presupposto della prevenzione dei rischi ESG³⁸, che a sua volta, è funzionale all'attenuazione dei connessi rischi finanziari, fotografati dal regolatore attraverso le lenti della (doppia) materialità dei rischi ESG.

2.1 *Rischi ESG e rischio di crisi nella catena del valore finanziario*

Le interdipendenze tra rischi finanziari e non finanziari tracciati dalla parabola regolatoria ESG attraversano anche la catena del valore dell'intermediazione creditizia, e pertanto il rapporto tra imprese finanziarie e imprese non finanziarie.

In via di premessa, deve rilevarsi come la considerazione di istanze di sostenibilità, intese in senso lato, sia alla base della disciplina del credito bancario, sin dal quadro istituito dalle regole di Basilea, che già nelle loro prime formulazioni (c.d. Basilea II), imponevano alle imprese bancarie di considerare il rischio di concessione del finanziamento, determinante il c.d. rischio di credito³⁹. Il mutato quadro sulla finanza sostenibile è intervenuto sulla rideterminazione delle soglie di sostenibilità dell'attività creditizia, introducendo nuovi parametri di misurazione del rischio relativo in chiave ESG.

Le linee guida EBA *on loan origination and monitoring*⁴⁰ entrate in vigore nel giugno 2021 hanno incorporato i fattori ESG e i relativi rischi (con particolare attenzione a quelli ambientali) nelle politiche di gestione del rischio di credito delle banche, richiedendo alle stesse di

³⁸ In quest'ottica, deve ricordarsi come tra i rischi ESG siano da annoverare anche i rischi derivanti dalle tecnologie integrate nel tessuto societario. V. le riflessioni svolte in G. SCHNEIDER, *Le tecnologie societarie alla prova del governo sostenibile tra ESG, diligenza d'impresa e corporate digital responsibility*, in *Corporate governance*, 2022, 1, 129 ss. e N. ABRIANI, *L'impatto dell'intelligenza artificiale sulla governance societaria: sostenibilità e creazione di valore nel lungo termine*, in *Contratto e Impresa Europa*, 2022, 89 ss.

³⁹ Cfr. l'analisi di M. BODELLINI, *The long 'journey' of banks from Basel I to Basel IV: has the banking system become more sound and resilient than it used to be?*, in *ERA Forum*, 2019, 20, 81 ss.

⁴⁰ EBA, *Final Report- Guidelines on loan origination and monitoring*, 29 maggio 2020, EBA/GL/2020/06.

valutare l’impatto dei rischi di sostenibilità sulla solidità dei clienti e sull’adeguatezza dei relativi assetti organizzativi e di *governance*⁴¹.

Le linee guida muovono da un approccio olistico tra gestione dei rischi di credito e rischi ESG⁴², da attuare sin dalle fondamenta della “cultura del rischio di credito” che deve essere orientata, ora, anche ad obiettivi di sostenibilità⁴³. Particolare attenzione è offerta ai prestiti sostenibili sotto il profilo ambientale (*environmentally sustainable lending*), in relazione ai quali l’autorità bancaria europea richiede l’elaborazione di un elenco dei progetti e delle attività, nonché dei criteri ai quali l’istituzione fa riferimento quali requisiti di accesso a crediti qualificati come sostenibili dal punto di vista ambientale; insieme ad una descrizione delle misure di monitoraggio degli stessi⁴⁴. A queste misure generali corrispondono obblighi di valutazione dell’esposizione a rischi di sostenibilità delle imprese finanziate, incluse le PMI⁴⁵, e della effettività delle strategie di mitigazione dei rischi ESG da queste attuate.

Oltre il perimetro dei crediti “ESG”, le linee guida prevedono che le decisioni sul credito (dunque anche relative a crediti non strettamente ESG) possano condizionare l’erogazione del credito alla mitigazione di alcuni fattori di rischio, inclusi i rischi di sostenibilità⁴⁶. Simili condizioni potranno essere apposte nel caso in cui, ad esempio, i rischi ESG diminuiscano il valore delle garanzie, fattore che le istituzioni devono ora considerare⁴⁷.

In linea con le citate raccomandazioni, l’EBA è tornata sulla questione dell’integrazione tra rischi di credito e rischi ESG, specificandone ulteriormente la prospettiva di vigilanza. Il *Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms* del giugno 2021, sottolinea la necessità di una revisione delle politiche e degli strumenti di supervisione del rischio di credito delle banche, sì da valutare il grado di sostenibilità dei portafogli di prestiti, nonché la resilienza degli stessi rispetto a rischi fisici e di

⁴¹ *Ibidem*, para 57.

⁴² *Ibidem*, para 56.

⁴³ *Ibidem*, para 27.

⁴⁴ *Ibidem*, para 58.

⁴⁵ *Ibidem*, Para 126; 146.

⁴⁶ *Ibidem*, 196.

⁴⁷ *Ibidem*, 208.

transizione⁴⁸. A tal fine, si sottolinea l'importanza della vigilanza sulle modalità di incorporazione da parte degli istituti di credito dei fattori ESG nel processo di assegnazione e revisione dei rating creditizi⁴⁹.

In questo quadro, asset con elevati livelli di esposizione a rischi di transizione (come asset particolarmente inquinanti) o fisici (esposti ad esempio ad alto rischio sismico⁵⁰) dovranno incidere negativamente sul giudizio relativo al merito creditizio di un'impresa. Gli stessi compromettono infatti la qualità delle relative esposizioni creditorie delle istituzioni finanziarie⁵¹. I medesimi criteri dovranno orientare anche le decisioni sul credito relative a operazioni di finanziamento speciali, quali operazioni di project financing⁵².

In direzione simile muovono le evoluzioni in materia di vigilanza prudenziale dei rischi ESG, con particolare riguardo alle novità in materia di requisiti di trasparenza ESG ai sensi del pillar III⁵³. Degna di nota in questo senso è la disciplina di trasparenza in materia di coefficiente di attivi verdi (c.d. *green asset ratio*), contenuta negli

⁴⁸ EBA, *The Role of Environmental Risks in the Prudential Framework*, cit., 143-145.

⁴⁹ *Ibidem*.

⁵⁰ V. BANCA D'ITALIA, *Transizione climatica, finanza e regole prudenziali* Intervento di Luigi Federico Signorini, XVII convention AIFIRM, 3 marzo 2022, disponibile online all'indirizzo [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2022/Signorini_AIFIRM_transizione_climatica_finanza_regole_03032022.pdf)

2022/Signorini_AIFIRM_transizione_climatica_finanza_regole_03032022.pdf, 3: “come si sa, l'Italia presenta un rischio ambientale elevato. Le caratteristiche del territorio la rendono soggetta a frane e inondazioni, fenomeni destinati probabilmente a intensificarsi e comunque a divenire sempre meno prevedibili in seguito ai cambiamenti climatici. Anche il rischio sismico è elevato; benché non legato al clima, esso presenta caratteristiche simili ai rischi climatici, perché si manifesta con eventi relativamente rari ma (a volte) estremamente dannosi, con una forte concentrazione nel tempo e nello spazio”.

⁵¹ EBA, *Final draft implementing technical standards on prudential disclosures on ESG risks in accordance with Article 449a CRR*, cit., para. 24.

⁵² *Ibidem*, para. 366.

⁵³ V. già EBA, *Report Advice to the Commission on KPIs and Methodology for Disclosure by Credit Institutions and Investment Firms under the NFRD on How and To What Extent their Activities Qualify as Environmentally Sustainable According to the EU Taxonomy Regulation*, 2021, EBA/Rep/2021/03. Per un'analisi empirica sull'adeguamento delle banche europee a tali standard, v. A. SMOLEŃSKA- J. VAN 'T KLOOSTER, *A Risky Bet: Climate Change and the EU's Microprudential Framework for Banks*, in *Journal of Financial Regulation*, 2022, 8, 1, 51 ss.

standards EBA⁵⁴ che, a partire dal gennaio 2024, richiedono alle banche di sintetizzare e comunicare periodicamente alla BCE sotto forma di KPI (*key performance indicators*) il rapporto tra finanziamenti ecosostenibili erogati a società soggette alla direttiva 2014/95, in linea con il Regolamento Tassonomia, e l'ammontare del portafoglio crediti. Un coefficiente maggiore costituirà un fattore di minore assorbimento di capitale di rischio per le imprese finanziarie, incentivando le medesime ad attivare flussi finanziari verso imprese che hanno avviato piani di allineamento ai criteri sanciti dalla Tassonomia e dai relativi Atti delegati⁵⁵. In linea parallela, il calcolo di questo coefficiente impone agli istituti di credito di avviare una onerosa raccolta di dati sulla sostenibilità delle imprese finanziate, incentivandoli, anche sotto questa diversa prospettiva, a considerare l'impatto dei rischi ESG rilevati sul rating creditizio.

Gli orientamenti regolatori ora ricordati esplicano, indirettamente, i loro effetti anche sulle imprese non finanziarie: gli stessi sanciscono infatti, dalla prospettiva dell'impresa finanziata, la rilevanza delle politiche di gestione dei rischi ESG ai fini della determinazione del merito creditizio della stessa da parte delle istituzioni finanziarie⁵⁶.

La mancata attenzione al rischio climatico, nelle sue due componenti di rischio fisico e rischio di transizione, potrebbe pertanto comportare un peggioramento del merito creditizio di imprese che sono soggette ad un maggiore rischio fisico per posizionamento geografico ovvero per il fatto di operare in settori economici particolarmente vulnerabili⁵⁷;

⁵⁴ EBA, *Final draft implementing technical standards on prudential disclosures on ESG risks in accordance with Article 449a CRR*, cit., para 55 ss.

⁵⁵ Regolamento UE 2020/852. Per l'elenco degli atti delegati sin qui emanati dalla Commissione europea, v. COMMISSIONE EUROPEA, *EU Taxonomy for Sustainable Activities*, disponibile online all'indirizzo https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities_en

⁵⁶ È quanto attestano primi studi empirici, v. M. BROGI-V. LAGASIO- P. PORRETTA, *Be good to be wise: Environmental, Social, and Governance Awareness as a Potential Credit Risk Mitigation Factor*, in *J. Int. Financ. Manage Account*, 2022, 1–26. V. anche L. BONACORSI ET AL., *ESG Factors and Firms' Credit Risk*, University of Milan Bicocca Department of Economics, Management and Statistics Working Paper No. 507, 19 dicembre 2022, disponibile online all'indirizzo https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4307197 e C. GAGANIS- F. PASIOURAS- M. TASIYOU, *ESG and Credit Risk*, in *Sustainable Finance and ESG*, 2023, 125 ss.

⁵⁷ BANCA D'ITALIA, *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici*, cit., 9.

ancora, imprese con maggiore impronta carbonica potrebbero pagare i finanziamenti concessi a prezzo “più caro” di imprese che utilizzano mezzi energetici alternativi.

In via generale, la mancanza di presidi di *governance* adeguati sui rischi di sostenibilità sarà dunque destinata a influire negativamente sull’ammontare del credito erogabile – o sul suo costo – a imprese non allineate agli obiettivi di sostenibilità, con possibili ripercussioni sull’equilibrio economico/finanziario. Con l’ulteriore effetto che, per queste imprese, la probabilità di crisi, se non anche di insolvenza, potrebbe aumentare.

È quanto confermato da un recente report di Cerved Rating Agency, secondo cui le società con valutazione “ESG” bassa hanno in media una probabilità di *default* dalle 2 alle 5 volte superiore a quella delle più virtuose⁵⁸.

Le osservazioni che precedono suggeriscono pertanto l’opportunità di approfondire le ricadute della disciplina sul “credito sostenibile”, ora ripercorsa per sommi capi, sulla prevenzione e composizione della crisi, con particolare attenzione ai canali di dialettica tra banche e imprese istituiti dal nuovo Codice nella varie fasi che questo delinea: dalla istituzione di assetti tesi alla prevenzione della crisi e al monitoraggio dei segnali a questa relativi; al percorso di composizione negoziata.

In particolare, in relazione a queste fasi si farà riferimento ai riflessi della normativa finanziaria ESG appena citata: i) sulla predisposizione di forme di dialogo con le banche creditrici, quale “iniziativa idonea” alla tempestiva rilevazione dello stato di crisi, e in particolare alla verifica della sostenibilità dei debiti e delle prospettive di continuità aziendale; e ii) sugli effetti della partecipazione delle banche alle trattative della composizione negoziata della crisi.

⁵⁸ V. CERVED RATING AGENCY, *ESG Connect*, 30 settembre 2022, disponibile online all’indirizzo https://ratingagency.cerved.com/wp-content/uploads/sites/14/2022/02/ESG-Connect-2021_Cerved_Rating_Agency_Summary.pdf. Cfr. ESG News, *Cerved Rating Agency: Investire nell’ESG reduce il rischio di credito*, disponibile online all’indirizzo <https://esgnews.it/governance/cerved-investire-nellesg-riduce-il-rischio-di-credito/>. I risultati dell’analisi di *Cerved Rating Agency* evidenziano come si passi dal 7,25% di probabilità di *default* delle imprese non sostenibili all’1,55% di quelle che lo sono, a differenza delle imprese *mid* e *large* in cui la forbice di correlazione fra crisi di impresa e sostenibilità va rispettivamente dal 3,07% allo 0,87%.

Le conclusioni metteranno in luce i persistenti ostacoli a una piena rilevanza del nesso tra attività finanziaria sostenibile e prevenzione e composizione della crisi, con particolare riferimento alle lacune regolatorie in punto di raccolta dati relativi ai fattori ESG, di misurazione dei rischi di sostenibilità e di condotte di *greenwashing*. Infine, si tratteranno alcuni possibili effetti distorsivi di tale nesso sulla gestione della crisi delle PMI.

3. Gli assetti adeguati alla prevenzione della crisi nel contesto di mercati finanziari sostenibili: rischi ESG e continuità aziendale

Il composito quadro normativo ora tracciato adotta come tecnica regolatoria quella della responsabilizzazione degli operatori economici nell'identificazione e nella gestione preventiva dei rischi; tecnica che il nuovo art. 2086 c.c. proietta sul canone di adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili, i quali devono essere funzionali alla "rilevazione tempestiva della crisi d'impresa e della perdita della continuità aziendale"⁵⁹. Nelle società per azioni, questo requisito generale arricchisce di contenuti, relativi, appunto, alla anticipata percezione dei rischi finanziari, il dovere degli organi delegati di curare gli assetti societari in via proporzionale alla natura e alle dimensioni dell'impresa secondo il postulato di cui all'art. 2381, comma 5 c.c.

Lo stesso precetto della istituzione di assetti funzionali alla rilevazione tempestiva della crisi assume tuttavia connotati distintivi nelle società quotate alla luce del postulato del successo sostenibile introdotto dal Codice di autodisciplina⁶⁰. Come illustrato dalle

⁵⁹ Per un commento sulla portata della riforma, v. P. BASTIA- E. RICCIARDIELLO, *Gli adeguati assetti organizzativi funzionali alla tempestiva rilevazione e gestione della crisi: tra principi generali e scienza aziendalistica*, in *Banca Impresa e Società*, 2020, 3, pag. 348; S. CERRATO, *L'obbligo di istituire assetti adeguati nel prisma della "crisi" (dal Codice al d.l. 24 agosto 2021, n. 118)*, in *NDS*, 2021, 8, 1289 ss. e E. GINEVRA-C. PRESCIANI, *Il dovere di istituire assetti adeguati ex art. 2086 c.c.*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2019, 1209 ss.

⁶⁰ Art. 1- Principio I Codice *Corporate Governance*: "L'organo di amministrazione guida la società perseguendone il successo sostenibile". Per una riflessione sulle ricadute sui doveri degli amministratori, v. M. CIAN, *Sulla gestione sostenibile e i poteri degli amministratori: uno spunto di riflessione*, in *Rivista ODC*, 2021, 1145. V. più in generale sulle novità del nuovo codice di autodisciplina, v. M.

Raccomandazioni relative all'art. 1 del medesimo Codice, l'organo di amministrazione deve definire "la natura e il livello di rischio compatibile con gli obiettivi strategici della società, *includendo nelle proprie valutazioni tutti gli elementi che possono assumere rilievo nell'ottica del successo sostenibile della società*"⁶¹.

Per le società quotate che aderiscono alle prescrizioni del Codice di autodisciplina, dunque, gli assetti societari devono includere misure idonee a rilevare tempestivamente lo stato di crisi e ad agevolare le iniziative di reazione utili a farvi fronte in caso di superamento del livello di tolleranza fissato, sì da consentire il perseguimento del "successo" in primo luogo finanziario della società. Ciò dovrà avvenire anche in considerazione di quei fattori che, ancor prima di connotare in senso valoriale la solidità economica-finanziaria della società, assumono un rilievo di materialità rispetto alla stessa.

Il paradigma del successo sostenibile sembra dunque attualizzare in seno alla nozione – e alla operatività – degli assetti adeguati la sopra descritta relazione tra rischi finanziari e rischi ESG nelle sue reciproche influenze.

Con l'effetto che la componente di assetti volti alla individuazione tempestiva dei segnali di erosione del "successo" finanziario dovranno considerare anche l'impatto dei rischi ESG su "eventuali squilibri di carattere patrimoniale o economico-finanziario" e in particolare sulla "sostenibilità dei debiti".

Il canone del successo sostenibile, come applicato agli indici di crisi, sembra dunque imporre all'organo amministrativo un attento vaglio prospettico, tra gli altri, della sostenibilità finanziaria dei debiti, apprezzata anche in relazione alla rilevanza che a questo riguardo possono avere la mitigazione dei rischi ESG e l'adozione di politiche di sostenibilità.

In questi termini, parrebbe dunque delinearsi una correlazione positiva, in funzione della comune "creazione di valore nel lungo termine"⁶², tra assetti utili a prevenire l'insorgenza di crisi mediante la pronta stima dei relativi indicatori da un lato e assetti ricettivi dei

VENTORUZZO, *Il nuovo Codice di Corporate Governance 2020: le principali novità*, in *Società*, 2020, 439 ss.

⁶¹ Corsivo aggiunto.

⁶² È questa la definizione di successo sostenibile data dal codice di autodisciplina.

profili– *in primis*, degli impatti materiali– di sostenibilità dell’attività d’impresa dall’altro⁶³.

Tanto che, in assenza di chiare indicazioni normative sul rapporto tra doveri degli amministratori e sostenibilità⁶⁴, questa correlazione potrebbe disvelare dei criteri utili a meglio definire siffatto rapporto nel nostro ordinamento, e non solo per le società quotate.

Come noto, la riconduzione dei fattori di sostenibilità entro il perimetro di azione tracciato dai doveri degli amministratori è tema altamente dibattuto e contro cui si è scontrato l’iter legislativo della proposta di direttiva sulla dovuta diligenza di sostenibilità delle imprese⁶⁵. La versione pubblicata dalla Commissione europea nel febbraio 2022 ha restituito una soluzione ambigua agli articoli 25 e 26, che attribuiscono agli amministratori la responsabilità “della predisposizione delle azioni di diligenza (...) e della relativa vigilanza e, in particolare, della politica del dovere di diligenza (...), tenuto debitamente conto dei contributi dei portatori di interessi e delle organizzazioni della società civile”⁶⁶; insieme al dovere di *tenere conto* “nell’adempiere al loro dovere di agire nell’interesse superiore della società, delle conseguenze in termini di sostenibilità, a breve, medio e

⁶³ Per un’analisi degli indicatori non finanziari della crisi e del loro ruolo per agevolare un’emersione tempestiva della crisi, v. OIBR, *Informazioni non finanziarie per gli adeguati assetti e per la previsione delle crisi nelle PMI*, in *Quaderno n. 7*, aprile 2022: www.osservatoriocrisidimpresa.it/pdf/quaderno-n-7-oibr-informazioni-non-finanziarie-per-gli-adequati-assetti-e-per-la-previsione-delle-crisi-nelle-pmi/

⁶⁴ Per una ricognizione delle problematiche relative alla c.d. *corporate governance* sostenibile v. il lavoro di G. FERRARINI, *Firm Value versus Social Value: Dealing with the Trade-offs*, in *The Cambridge Handbook of EU Sustainable Finance- Regulation, Supervision and Governance*, A. KERN-M. GARGANTINI-M. SIRI (a cura di), Cambridge, Cambridge University Press, 2023, in corso di pubblicazione.

⁶⁵ COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937*, cit.. Per un commento v. M. LIBERTINI, *Sulla proposta di Direttiva UE su “Dovere di diligenza e responsabilità delle imprese”*, in *Riv. soc.*, 2021, 331 e G.D. MOSCO- R. FELICETTI, *Prime riflessioni sulla proposta di direttiva UE in materia di Corporate Sustainability Due Diligence*, in *Analisi giur. econ.*, 1/2022, 185 ss.

⁶⁶ Art. 26, COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937*, cit.

lungo termine, delle decisioni che assumono, comprese, se del caso, le conseguenze per i diritti umani, i cambiamenti climatici e l'ambiente"⁶⁷.

Si vedrà se e come sarà approvata la versione finale della direttiva proposta⁶⁸. Qualora, tuttavia, divenisse legge quest'ultima versione delle due norme citate, può affermarsi che le stesse esplicherebbero degli effetti relativamente certi in punto di dovere di adeguata istituzioni di assetti organizzativi– i quali dovranno includere al loro interno le procedure previste dalla direttiva in materia di *due diligence* di sostenibilità–, mentre non sarebbero idonee a fugare i persistenti dubbi in punto di assetti gestori.

Non sarebbe difatti nemmeno allora chiaro se agli amministratori siano attribuiti dei doveri di attuazione, al di là degli oneri di *due diligence*, di vere e proprie strategie di sostenibilità. Il profilo non appare del resto chiarito, ad oggi, nemmeno dal Codice di autodisciplina tramite l'ambigua formulazione del dovere degli amministratori di gestire la società “perseguedone il successo sostenibile”.

L'unica, ma indiretta, indicazione in tal senso offerta dal Codice di autodisciplina si rinviene nella previsione relativa al dovere degli amministratori di redigere il piano industriale, in base all'analisi dei “temi rilevanti per la generazione di valore nel lungo termine”, che allude, senza tuttavia spingersi oltre, ai temi di sostenibilità. Ancora, un riferimento all'*an* di scelte gestorie relative ai fattori di sostenibilità è contenuto nella citata direttiva in materia di *corporate sustainability reporting*, che richiede alle imprese (ora anche alle PMI quotate) di includere nella rendicontazione di sostenibilità, informazioni sulla “resilienza del modello e della strategia aziendali dell'impresa in relazione ai rischi connessi alle questioni di sostenibilità”⁶⁹; “i piani

⁶⁷ *Ibidem*, art. 25. Per la dottrina si veda l'interessante analisi di F. AGOSTINI- M. CORGATELLI, *Article 25 of the Proposal for a Directive on Corporate Sustainability Due Diligence: Enlightened Shareholder Value or Pluralist Approach?*, in *European Company Law*, 2022, 19, 4, 92-96.

⁶⁸ Si segnala che la versione licenziata dal Consiglio dell'Unione europea nel novembre 2022 ha espunto le norme citate. Cfr. CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA, *Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937 - Orientamento generale*, 30 novembre 2022, 2022/0051(COD).

⁶⁹ Art. 19 bis, comma 2 lett. a) n. i) direttiva 2013/34/UE introdotto dalla direttiva UE 2022/2464.

dell'impresa, inclusi le azioni di attuazione e i relativi piani finanziari e di investimento, atti a garantire che il modello e la strategia aziendali siano compatibili con la transizione verso un'economia sostenibile⁷⁰; “il modo in cui il modello e la strategia aziendali dell'impresa tengono conto degli interessi dei suoi portatori di interessi e del suo impatto sulle questioni di sostenibilità⁷¹ e infine “le modalità di attuazione della strategia dell'impresa per quanto riguarda le questioni di sostenibilità⁷²”.

Le norme richiamate, tuttavia, non chiariscono i criteri in base ai quali queste strategie devono essere realizzate⁷³. In particolare, non si chiarisce quale sia il livello minimo, ovvero sino a che punto i fattori di sostenibilità debbano orientare le scelte e le strategie dell'organo di gestione⁷⁴. Le modalità di integrazione di simili fattori negli assetti amministrativi e negli atti gestori da questi promananti non sono pertanto cristallizzate in alcun obbligo specifico, ma permangono, al

⁷⁰ Art. 19 bis, comma 2 lett. a) n. iii), *ibidem*.

⁷¹ Art. 19 bis, comma 2 lett. a) n. iv), *ibidem*.

⁷² Art. 19 bis, comma 2 lett. a) n. v), *ibidem*. Per alcune riflessioni sulle ricadute in punto di *corporate governance* di norme di disclosure non finanziaria F. RIGANTI, *Disclosure non finanziaria e diritto delle società: aspetti di corporate governance e (possibili) ricadute in tema di interesse sociale*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2019, 458 ss.

⁷³ L. CALVOSA, *La governance delle società quotate italiane nella transizione verso la sostenibilità e la digitalizzazione*, in *Riv. soc.*, 2022, 314 ss.; il punto non è del resto chiarito nemmeno da ASSONIME, *Doveri degli amministratori e sostenibilità*, 6/2021, disponibile online all'indirizzo https://www.assonime.it/_layouts/15/Assonime.CustomAction/GetPdfToUrl.aspx?PathPdf=https://www.assonime.it/attivita-editoriale/studi/Documents/Note%20e%20Studi%206-2021.pdf; e più di recente, ID., *L'evoluzione dell'organo amministrativo tra sostenibilità e trasformazione digitale*, 1/2023, disponibile online all'indirizzo https://ristrutturazioniazionali.ilcaso.it/uploads/admin_files/Assonime---Evoluzione-organo-amministrativo.pdf.

⁷⁴ In tema di sostenibilità “minima” attraverso le lenti dell'interesse sociale, v. M. ONZA, *“Gestione sostenibile” dell'impresa, “adeguati assetti” e (una annotazione su) interesse sociale: spunti di riflessione*, in *Ristrutturazioni aziendali*, 13 marzo 2023, https://ristrutturazioniazionali.ilcaso.it/uploads/admin_files/onza-17-03-23. Per un'analisi in materia di *sustainable corporate governance*, v. A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile dell'impresa azionaria-tra regole e contesto*, 2023, Bologna, 67-71.

contrario, nella sfera di discrezionalità degli amministratori, tutelata dalla *business judgment rule*⁷⁵.

Date queste coordinate normative, occorre chiedersi se il dovere generale di istituzione di assetti (anche amministrativi) utili a rilevare tempestivamente la crisi, ossia la probabilità di insolvenza con particolare riguardo alla sostenibilità dei debiti, non sia idoneo a fornire un (primo) fondamento normativo nel senso della obbligatorietà dell'adozione di misure di gestione di rischi ESG⁷⁶. In questa prospettiva, sembra infatti che il *discrimen* tra obbligatorietà e discrezionalità della tutela dei fattori di sostenibilità possa rinvenirsi sul crinale della connessione delineantesi tra mitigazione dei rischi ESG e preservazione della continuità aziendale⁷⁷.

In base a tale criterio non pare irragionevole ritenere che il dovere di cui all'art. 2086 c.c. – rafforzato per le società quotate dalle raccomandazioni sopra ricordate del Codice di autodisciplina – ponga in capo agli amministratori non tanto un vero e proprio obbligo ma un

⁷⁵ Sull'applicabilità del presidio protettivo della *business judgment rule* alle decisioni sugli assetti, v. V. DI CATALDO- P. ARCIDIACONO, *Decisioni organizzative, dimensioni dell'impresa e business judgment rule*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 69 ss.; L. BENEDETTI, *L'applicabilità della business judgment rule alle decisioni organizzative degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2019, 413 ss.; M. MOZZARELLI, *Appunti in tema di rischio organizzativo e procedimentalizzazione dell'attività imprenditoriale*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, Giappichelli, 2010, 728 ss.; N. ABRIANI- A. ROSSI, *Nuova disciplina della crisi d'impresa e modificazioni del codice civile: prime letture*, in *Società*, 2019, 393 ss.; R. SACCHI, *Sul così detto diritto societario della crisi: una categoria concettuale inutile o dannosa*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018, 1280 ss. A tal proposito, occorre rilevare che la tutela della BJR potrebbe dare adito a derive arbitrarie relativamente a quali fattori di sostenibilità, tra i tanti, sono presi in considerazione dagli amministratori. Cfr. E. BARCELLONA, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, in *Riv. soc.*, 2022, 1 ss. v. L.A. BEBCHUK - R. TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, in *Corn. L. Rev.*, 2020, 91 ss.

⁷⁶ Tra queste misure potrebbe anche rientrare l'adozione di modelli 231 sensibili ai reati connessi alla sfera di sostenibilità. In generale sul rapporto tra assetti organizzativi adeguati e modelli 231, v. M. IRRERA, *Il rapporto tra "assetti organizzativi" e "modelli" ex d.lgs. 231/2001*, in *NDS*, 2018, 693 ss.

⁷⁷ M. ONZA, *op. cit.* In questi termini, la prospettiva ESG sembra avere una vis precettiva ben più pregnante della più problematica CSR. V. R. ROLLI, *Dalla Corporate Social Responsibility alla Sustainability, alla Environmental, Social and Governance (ESG)*, in *Riv. Corp. Gov.*, 2022, 61 ss.

“onere” gestorio verso i soci e i creditori della società, di perseguire, sin dalla definizione degli assetti, obiettivi di sostenibilità, *nella misura* in cui questi siano funzionali al soddisfacimento dell’interesse sociale⁷⁸ minimo alla persistenza dell’impresa sul mercato⁷⁹.

Questa “misura” dovrà essere calibrata in relazione alle specifiche caratteristiche dell’impresa e dell’attività imprenditoriale svolta⁸⁰, alla luce del quadro della catena del valore della stessa, secondo quanto

⁷⁸ In materia di interesse sociale, devono richiamarsi le considerazioni di P. MONTALENTI, *L’interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, 303 ss. Riflette sul criterio della efficienza imprenditoriale C. ANGELICI, *Note minime sull’interesse sociale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, I, 255 ss. Per una declinazione in senso ESG dello “scopo sociale”, v. U. TOMBARI, *Corporate Social Responsibility (CSR), Environmental Social Governance (ESG) e “scopo della società”*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, 225 ss. e spec. 226-227.

⁷⁹ In materia di continuità aziendale, v. S. LEUZZI, *L’evoluzione del valore della continuità aziendale nelle procedure*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2022, 495, e V. PINTO, *Le fattispecie di continuità aziendale nel concordato nel Codice della Crisi*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 372 ss.

⁸⁰ A riguardo si ricordino le osservazioni di F. MANCA, *Assetti adeguati e indicatori di crisi nel nuovo codice della crisi d’impresa: la visione dell’azionalista*, in *Giur. comm.*, 2020, 629 ss., 636, osserva come “ogni azienda sia il frutto della combinazione di due variabili: una di tipo statico, la struttura, corrispondente a tutte le risorse (tecniche, umane, finanziarie, ecc.) stabilmente legate all’impresa e che le permettono di avviare e proseguire l’attività che si è proposta di svolgere; e una di tipo dinamico, i processi, che si sostanziano in sequenze (logiche e temporali) di operazioni – attivabili grazie alla presenza di una opportuna struttura – che permettono di conseguire un risultato acquisendo la disponibilità dei fattori produttivi (input) ed ottenendo dal loro utilizzo coordinato dei prodotti finiti (beni o servizi) da cedere sul mercato (output)”. Enfasi aggiunta. Declinano il dovere di istituzione di adeguati assetti secondo un criterio di proporzionalità, sino a escludere siffatto obbligo per quelle imprese che per dimensioni e tipologia di attività rendono possibile agli amministratori gestire la società sotto il proprio diretto controllo, V. DI CATALDO- P. ARCIDIACONO, *op. cit.*, 75 ss.

prefigurato dalla proposta direttiva sulla *due diligence* di sostenibilità⁸¹, inclusi i rapporti con i creditori finanziari⁸².

La rilevanza dei rischi ESG sulla categoria dei rischi di credito delle banche sancita dalla ricordata normativa bancaria appare costituire un primo *benchmark* utile alla valutazione dell'impatto dei rischi di sostenibilità sulle prospettive di accompagnamento e gestione dell'esistente esposizione debitoria. E se, come indicato dal Codice di *corporate governance*, la gestione dei fattori di sostenibilità deve avvenire per il tramite del dialogo con gli *stakeholders*⁸³, il dialogo con le banche creditrici assume valenza di tassello indefettibile di assetti volti a monitorare la sostenibilità dei debiti, anche sotto le lenti della sostenibilità ESG.

3.1 (Segue) *Le segnalazioni di anticipata emersione della crisi e l'anticipato dialogo con le banche*

Come confermato da alcuni studi empirici⁸⁴, incluso il ricordato studio della Cerved Rating Agency⁸⁵, e come riconosciuto dalla

⁸¹ La proposta di direttiva definisce la catena del valore in senso particolarmente ampio, come l'"insieme delle attività inerenti alla produzione di beni o alla prestazione di servizi da parte di una società, compresi lo sviluppo del prodotto o del servizio e l'uso e lo smaltimento del prodotto, così come le collegate attività esplicate nei rapporti d'affari consolidati della società, a monte e a valle. Per le società ai sensi della lettera a), punto iv), ai fini della prestazione degli specifici servizi considerati la "catena del valore" comprende soltanto le attività dei clienti che ricevono i prestiti, crediti o altri servizi finanziari e delle altre società appartenenti allo stesso gruppo le cui attività sono collegate al contratto in questione. La catena del valore di siffatte imprese finanziarie regolamentate non include le PMI che ricevono i prestiti, crediti, finanziamenti, assicurazioni o riassicurazioni di siffatti soggetti". COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937*, cit., art. 3 lett g.

⁸² Sul tema del rapporto tra interesse sociale e interesse dei creditori, v. in senso più ampio E. BARCELLONA, *op. cit.*, *passim.* e D. STANZIONE, *op. cit.*, 155 ss.

⁸³ Art. 1- Principio V Codice *Corporate Governance*.

⁸⁴ F. LOPEZ DE SILANES- J. A. MCCAHERY- P. C. PUDSCHEDL, *op. cit.*, *passim.*

⁸⁵ L'analisi empirica della Cerved Rating Agency ha osservato che gli aspetti ESG che impattano maggiormente sulla valutazione di merito creditizio sono quelli riguardanti la *governance*. Cfr. CERVED RATING AGENCY, *op. cit.*

direttiva sulla rendicontazione di sostenibilità⁸⁶, tra i criteri di valutazione dei rischi di sostenibilità attribuiti alle controparti, le banche, insieme ad altri investitori istituzionali, sembrano porre maggiore attenzione ai profili di *governance*, rispetto ai profili esclusivamente ambientali o sociali⁸⁷.

È forse anche per questo che la direttiva UE 2022/2464 sottolinea la necessità di meglio definire questo fattore ai fini della rendicontazione di sostenibilità, oltre le previsioni della SFDR⁸⁸. Una “buona

⁸⁶ Cfr. considerando 50 CSDR: “Gli utenti necessitano di informazioni sui fattori di *governance*. I fattori di *governance* più rilevanti per gli utenti sono elencati da quadri di riferimento autorevoli in materia di rendicontazione, come la *Global Reporting Initiative e Task Force on Climate-related Financial Disclosures*, nonché da quadri autorevoli a livello mondiale, come *Global Governance Principles* (principi di *governance* globale) della *International Corporate Governance Network* e i *Principles of Corporate Governance* (principi di governo societario) del G20/OCSE. I principi di rendicontazione di sostenibilità dovrebbero specificare le informazioni che le imprese dovrebbero comunicare riguardo ai fattori di *governance*. Tali informazioni dovrebbero riguardare il ruolo degli organi di amministrazione, gestione e controllo di un'impresa per quanto riguarda le questioni di sostenibilità, le competenze e le capacità necessarie per svolgere tale ruolo o l'accesso che tali organi hanno a tali competenze e capacità, se l'impresa applica una politica in termini di incentivi offerti ai membri di tali organi e che sono collegati a questioni di sostenibilità, nonché informazioni sui sistemi interni di controllo e gestione del rischio in relazione al processo di rendicontazione di sostenibilità. Gli utenti necessitano inoltre di informazioni sulla cultura d'impresa e sull'approccio delle imprese all'etica aziendale, che sono elementi riconosciuti in autorevoli quadri di riferimento in materia di governo societario, come i *Global Governance Principles* della *International Corporate Governance Network*, incluse le informazioni sulla lotta contro la corruzione attiva e passiva e sulle attività e gli impegni dell'impresa volti a esercitare la sua influenza politica, comprese le sue attività di lobbying”.

⁸⁷ Questa circostanza può essere forse spiegata dal fatto che assetti di *governance* sostenibili siano, a loro volta, il presupposto di una più virtuosa gestione dei fattori ambientali e di sostenibilità.

⁸⁸ V. considerando 28 CSDR: “l'elenco delle questioni di sostenibilità in relazione alle quali le imprese sono tenute a fornire informazioni dovrebbe essere il più coerente possibile con la definizione dei termini «fattori di sostenibilità» stabilita nel regolamento (UE) 2019/2088, e dovrebbe prevenire un mancato allineamento tra le informazioni richieste dagli utenti dei dati e le informazioni che le imprese devono comunicare. Tale elenco dovrebbe inoltre rispondere alle esigenze e alle aspettative degli utenti e delle stesse imprese, che spesso utilizzano i termini «ambientale», «sociale» e «governance» per designare le tre principali categorie di questioni di sostenibilità. Tuttavia, la definizione dei termini «fattori di sostenibilità» stabilita nel regolamento (UE) 2019/2088 non comprende espressamente le questioni di

rendicontazione di sostenibilità”, rappresentativa anche di misure di *governance* rilevanti in questo senso, è difatti considerata strumento utile per “migliorare l’accesso di un’impresa al capitale finanziario”⁸⁹. L’allineamento tra assetti relativi alla gestione dei fattori di sostenibilità e accesso al credito è, come sopra illustrato, incoraggiato, in termini più diretti, dalla ricordata normativa in materia di attività finanziaria sostenibile, che intende riportare proprio il profilo di *governance* dei rischi ESG delle imprese controparti nei parametri di valutazione del mantenimento di affidamenti già concessi ovvero della concessione di nuovi.

Questi dati empirici e normativi indicano la rilevanza della predisposizione di assetti in materia ESG proprio ai fini della “cura” da parte dell’organo gestorio delle linee di credito erogate dalle istituzioni finanziarie, in ottica di continuità aziendale e, di riflesso, di prevenzione della crisi. E se il peggioramento dell’esposizione con le banche è considerato quale uno dei segnali tipici della crisi che devono essere monitorati dagli organi amministrativi e di controllo, questi ultimi dovranno ora considerare se e in che misura i rischi ESG propri della società possano aggravare una situazione di squilibrio economico originante da un’alterazione degli equilibri con le medesime banche.

Ciò appare tanto più vero alla luce del ruolo propulsivo assegnato dal Codice della crisi ai creditori finanziari nel contesto delle segnalazioni per l’anticipata emersione della crisi⁹⁰. L’art. 25 *decies* c.c.i. impone infatti alle banche e agli altri intermediari finanziari di comunicare agli organi di controllo societari le variazioni, revisioni o revoche degli affidamenti, e quindi ogni mutamento potenzialmente significativo nella valutazione di ciascun rapporto in corso o futuro.

governance. La definizione dei termini «questioni di sostenibilità» nella direttiva 2013/34/UE come modificata dalla presente direttiva modificativa dovrebbe pertanto riguardare i fattori ambientali, sociali, relativi ai diritti umani e di *governance*, e incorporare la definizione dei termini «fattori di sostenibilità» stabilita nel regolamento (UE) 2019/2088”. Enfasi aggiunta.

⁸⁹ Considerando 12 CSRD.

⁹⁰ Per la dottrina v. P. MONTALENTI, *Il Codice della Crisi d’impresa e dell’insolvenza: assetti organizzativi adeguati, rilevazione della crisi, procedure di allerta nel quadro generale della riforma*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 829 ss.; B. INZITARI, *Crisi, insolvenza, insolvenza prospettica, allerta: nuovi confini della diligenza del debitore*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, I 199 ss.

Se la citata normativa in materia di finanza sostenibile mira ad accrescere il peso dei fattori di sostenibilità nei parametri valutativi dei rischi connessi con l'attività creditizia da parte delle banche, la stessa sarà destinata a influire anche sui meccanismi di allerta gravanti sulle imprese creditizie. Si potrebbe ad esempio ipotizzare che la valutazione sulle *performance* ambientali pregresse dell'impresa possa riorientare, in via "retroattiva", la determinazione del merito creditizio dell'impresa finanziata, con la conseguente variazione delle condizioni dell'affidamento previamente concesso da parte della banca e, se del caso, l'attivazione delle segnalazioni corrispondenti.

In questa prospettiva, una volta attualizzato nei modelli di valutazione delle banche l'effetto dei rischi di sostenibilità sul rischio di credito, non è inverosimile pensare che imprese meno sostenibili siano destinate ad essere associate ad un più alto rischio di credito e pertanto esposte ad un maggiore rischio di segnalazione *ex art. 25 decies c.c.i.*

Ciò potrebbe avvenire, ad esempio, in base alla graduazione, ipotizzata da recente dottrina⁹¹, tra i) *green credit*; ii) *credit likely to (turn brown)* e iii) *brown credit*, in via speculare alla attuale tripartizione delle posizioni debitorie in i) crediti esigibili; ii) c.d. UTP *unlikely to pay*, in presenza dei primi segnali di sofferenza e iii) NPL, in caso di crediti deteriorati.

I possibili riflessi sui rapporti con i creditori finanziari delle scelte di *governance* ESG di un'impresa rendono la sostenibilità ESG un adeguamento "necessitato" in funzione del perseguimento della continuità aziendale, come scandito dal quadro dei nuovi rischi (finanziari) d'impresa. Da questo angolo visuale, la sostenibilità ESG appare doversi atteggiare non già quale limite esterno dell'attività economica d'impresa, bensì come metodo della stessa: l'adozione di assetti adeguati al perseguimento di un successo finanziario sostenibile, come definito anche dalla considerazione dei fattori ESG, si rileva funzionale alla sopravvivenza della società sul mercato, ancor prima che alla sua competitività in esso.

Da ciò deriva che assetti organizzativi e amministrativi sensibili ai rischi ESG, incidendo positivamente sull'esposizione debitoria (attuale

⁹¹ Così R. LENER-P. LUCANTONI, *Sostenibilità ESG e attività bancaria*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2023, I, 6 ss.

e prospettica), potrebbero prevenire ovvero ritardare peggioramenti in tal senso della stessa, insieme alle relative segnalazioni, che implicherebbero l'attivazione tempestiva degli strumenti di contrasto alla crisi da parte degli amministratori⁹².

A riguardo, l'attivazione di canali di “dialogo” con le banche potrebbe risultare utile già ad uno stadio antecedente al momento, prodromico alla crisi, delle segnalazioni anticipate dei creditori finanziari; ossia in una fase in cui l'impresa sia formalmente *in bonis* e gli amministratori si trovino a definire gli assetti idonei a “a) rilevare eventuali squilibri di carattere patrimoniale o economico-finanziario, rapportati alle specifiche caratteristiche dell'impresa e dell'attività imprenditoriale svolta dal debitore; b) verificare la sostenibilità dei debiti e le prospettive di continuità aziendale”⁹³.

In linea con quanto sopra osservato circa la rilevanza dei rischi ESG – e dunque di assetti societari idonei ad apprezzarli – relativamente alle “prospettive di continuità aziendale”, gli amministratori potrebbero valorizzare il confronto con i creditori finanziari già nel momento della definizione degli assetti societari *ex art.* 2086 c.c. e art. 3 c.c.i., per individuare le misure sul fronte della sostenibilità idonee ad incidere positivamente, in via prospettica, sul rapporto obbligatorio con questi. Il dialogo con le banche creditrici potrebbe, in quest'ottica, divenire ulteriore componente dell'organizzato monitoraggio interno attribuito agli organi societari sulla continuità aziendale, utile a supportare il consiglio d'amministrazione – sul fronte procedurale e non del merito⁹⁴ – nella selezione degli interventi sul fronte ESG utili a minimizzare il rischio di variazione degli affidamenti corrisposti alla società, a beneficio della “sostenibilità” dei debiti, ferma restando la piena

⁹² Deve tuttavia ricordarsi come spetti agli amministratori valutare se gli inadempimenti segnalati siano sintomatici di uno squilibrio tale da legittimare l'accesso al percorso negoziale. Sul punto v. R. RORDORF, *Doveri e responsabilità degli organi di società alla luce del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in *Riv. soc.*, 2019, 933 ss. e M. CIAN, *Crisi dell'impresa e doveri degli amministratori: i principi riformati e il loro possibile impatto*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2019, 1160 ss.

⁹³ Art. 3 c.c.i.

⁹⁴ Sulla correttezza in punto di predisposizione assetti organizzativi, v. M. IRRERA, *Adeguatezza degli assetti organizzativi tra correttezza e Business Judgment Rule*, in *AA.VV.*, *Crisi d'impresa, prevenzione e gestione dei rischi: nuovo Codice e nuova cultura*, a cura di Montalenti-Notari, Milano, 2021, 84 ss.

discrezionalità degli amministratori nell'assunzione delle scelte gestorie finali⁹⁵.

L'anticipato coinvolgimento dei creditori finanziari in questo senso appare conforme alla ratio dell'istituto delle segnalazioni anticipate della crisi⁹⁶, di rendere permeabili gli assetti societari alla percezione, anche dall'esterno, dei segnali di crisi sì da evitare rischi di errata lettura degli stessi e garantire la reattività degli organi sociali interessati.

Una simile sollecitazione anticipata delle banche permetterebbe infatti di colmare la possibile divergenza di percezione relativa all'impatto dei fattori ESG sulla sostenibilità dei debiti tra imprese non finanziarie e finanziarie. Queste ultime sono infatti depositarie di più sofisticati dati e modelli di computazione dei rischi ESG (di credito). Sono inoltre destinatarie di una normativa settoriale in materia di sostenibilità più stringente e complessa rispetto alla (embrionale) normativa ESG di cui al diritto generale d'impresa. In altri termini, il confronto con i creditori finanziari attiverebbe una virtuosa "cinghia di trasmissione"⁹⁷ tra le aspettative e gli interessi delle banche in materia ESG e i doveri di "sostenibilità", innanzitutto finanziaria, del consiglio di amministrazione della società, creando un ponte operativo tra le più definite linee di indirizzo della normativa in materia di finanza sostenibile e le previsioni ancora in corso di assestamento relative a una *corporate governance* sostenibile.

⁹⁵ Sull'utilità del dialogo con i creditori finanziari al fine della predisposizione di strategie di sostenibilità da parte delle imprese finanziarie, v. l'indagine empirica, G. POWER-D.C. TANDJA, *Does it Pay to be Green? The Impact of Equator Principles in Project Loans*, 19 gennaio 2023, disponibile online all'indirizzo https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4326032.

⁹⁶ Secondo la linea argomentativa proposta, dunque, la regolamentazione in materia di finanza sostenibile sancirebbe se non la necessità, l'opportunità di un coinvolgimento dei creditori finanziari ad uno stadio ancora precedente al momento dell'allerta disegnato dal codice attuale. Giova ricordare, a riguardo, come già la riforma della crisi, coerentemente agli obiettivi di anticipazione della tutela perseguiti dal legislatore, abbia spostato il dialogo con i creditori qualificati, nella forma delle segnalazioni di anticipata emersione della crisi ad un momento nettamente precedente a quello in cui lo stesso veniva tradizionalmente azionato nel precedente diritto fallimentare.

⁹⁷ L'espressione è di N. ABRIANI, *Board observer e ristrutturazioni aziendali*, in L. CALVOSA- S. ALVARO- N. ABRIANI-, *Il Board Observer*, in *Discussion Papers Consob*, in corso di pubblicazione, 70 ss.

Da altra prospettiva, portando agli estremi la stessa funzione della disciplina sulla segnalazione anticipata della crisi, opzioni di interlocuzione preventiva con gli istituti di credito proietterebbero l'agere finanziario oltre il tradizionale perimetro della conformità dell'erogazione del credito ai canoni prudenziali della tutela della stabilità economica del mercato, assegnandogli un diverso ruolo promozionale di altre imprese non finanziarie verso obiettivi di sostenibilità (finanziaria)⁹⁸. Secondo questa linea di pensiero, per le imprese di maggiori dimensioni, medesime opzioni di dialogo sulle politiche di prevenzione dei rischi ESG potrebbero estendersi anche a investitori istituzionali più sensibili a tali profili, come ad esempio, nel nostro ordinamento, Cassa Depositi e Prestiti (e il Fondo Strategico)⁹⁹.

Ancora, proprio in conformità agli obiettivi delle norme sul c.d. *long-termism* contenute nel Codice di autodisciplina e nelle richiamate

⁹⁸ V. G. STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, I, 393 ss.

⁹⁹ V. in generale V. MANZETTI, *Cassa depositi e prestiti. Paradigma italiano delle banche nazionali di promozione*, Napoli, 2021, *passim*; sottolinea inoltre le recenti funzioni di *governance* nel *turnaround* delle imprese A. PISANESCHI, *La Cassa Depositi e Prestiti: le recenti mutazioni e le problematiche del coinvolgimento nel turnaround industriale*, in *Riv. regolaz. mercati*, 2021, 1, 92 ss. In tema v. anche E.G. ASSANTI- G. DI MARTINO, *La Cassa depositi e prestiti quale asset strategico per lo sviluppo economico nazionale*, in *Dir. cost.*, 2022, 2, 128 ss. Il riferimento alla Cassa depositi e prestiti evoca il più ampio tema del nesso tra intervento pubblico e "ristrutturazioni aziendali". A riguardo, in linea con l'importanza di una funzione anticipatoria del coinvolgimento dei creditori finanziari nella predisposizione di assetti sensibili alle tematiche ESG, è stato osservato come anche sul fronte del rapporto tra Stato e mercato sia in atto un processo ugualmente anticipatorio, non più unicamente volto a "ristrutturare l'impresa per ricondurla a redditività", ma, ancor prima a "promuoverne il miglior avvio, nel ridisegnare le catene del valore per accompagnare l'innovazione". Così M. PASSALACQUA, *Numquam nega, raro adfirma: il rinnovato 'intervento' dello Stato nell'economia*, in *Merc. conc. Reg.*, 67(1), 2021, pp. 55-78. Del resto, questo lo spirito "indirizzatore" dello Stato nei confronti del mercato è stato ricondotto da Autorevole dottrina al metodo regolatorio neoliberale. V. a riguardo F. DENOZZA, *Regole e mercato nel diritto neoliberale*, in *Regole e mercato*, M. RISPOLI FARINA- A. SCIARRONE ALIBRANDI- E. TONELLI (a cura di) vol. II, Torino, Giappichelli, 2017, XV e ss. e spec. XXIII: "la mia tesi è che il pensiero neoliberale, a differenza di quello liberale classico e in continuità invece con quello del periodo keynesiano-fordista, non ha difficoltà a prendere atto della necessità di un intervento statale volto a sostenere e indirizzare il mercato". Cfr. anche M. MAZZUCATO, *Lo Stato innovatore*, Bari-Roma, 2014, *passim*.

riforme europee, il dialogo sui profili ESG con gli *stakeholder* finanziari, proprio per la sua valenza procedurale¹⁰⁰, costituirebbe un utile strumento di *accountability* delle scelte gestorie di sostenibilità ESG per il tramite del confronto tra gli orientamenti ESG espressi dai terzi portatori di interessi¹⁰¹ (*in primis*, per quel che qui rileva, finanziari) e quelli in concreto adottati dagli amministratori¹⁰².

Vagliata l'opportunità di un dialogo anticipato con le banche in materia ESG, proprio ai fini della predisposizione della "sovrastruttura", innanzitutto organizzativa, improntata alla promozione della continuità aziendale, pare utile sondare le possibili modalità di attuazione dello stesso.

Un coinvolgimento dei creditori finanziari nella definizione delle politiche di sostenibilità sembra innanzitutto potersi inquadrare nel più ampio fenomeno della c.d. *lender governance*¹⁰³ – o "controllo" societario da credito¹⁰⁴ –, che assume una portata applicativa molto ampia, non solo in costanza di crisi¹⁰⁵, ma anche durante la gestione

¹⁰⁰ F. DENOZZA, *Lo scopo della società tra short-termism e stakeholder empowerment*, in *ODC*, 2021, spec. 29-30.

¹⁰¹ V. F. DENOZZA, *Incertezza, azione collettiva, externalità, problemi distributivi: come si forma lo short-termism e come se ne può uscire con l'aiuto degli stakeholders*, in *Riv. soc.*, 2021, 297 ss. e anche A. GENOVESE, *La "sustainable corporate governance" delle società quotate. Note introduttive*, in *Rivista di Corporate Governance*, 2022, 112 ss.

¹⁰² Parla di "una sintesi in ultima istanza *profit-oriented*...ma con equilibrato bilanciamento degli interessi degli *stakeholders*", P. MONTALENTI, *Società, mercati finanziari e fattori ESG: ultimi sviluppi*, in *Rivista di Corporate Governance*, 2022, 75 ss.

¹⁰³ L. CALVOSA, *Board observer e diritto societario*, cit., 15 ss.

¹⁰⁴ V. P. CUOMO, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013, 6 ss.; e L. MIOTTO, *Il controllo creditorio difensivo*, Torino, 2017. V. anche H.C. HIRT-K.J. HOPT-D. MATTHEUS, *Dialog zwischen dem Aufsichtsrat und Investoren*, in *AG*, 2016, 738 ss. Sui limiti, L. BEBCHUCK-S. HIRST, *Index Funds and The Future of Corporate Governance: Theory, Evidence and Policy*, in *Columbia Law Review*, 2019, 2029 ss.; J. MORLEY, *Too Big to Be Activist*, in *Southern California Law Review*, 2019, 1407 ss.; G. STRAMPELLI, *Are Passive Index Funds Active Owners? Corporate Governance Consequences of Passive Investing*, in *San Diego Law Review*, 2018, 803 ss.

¹⁰⁵ In tema v. L. BENEDETTI, *La responsabilità ex art. 2497 c.c. della banca e le soluzioni negoziali della crisi di impresa*, in *RDS*, 2010, 414 ss.

societaria “ordinaria”, interferendo, sovente, con i meccanismi di *governance* tradizionali¹⁰⁶.

Nella maggior parte dei casi, il “dialogo strategico” con le banche rinviene la sua fonte nella matrice contrattuale delle clausole (*covenants*) inserite nei contratti di finanziamento tra la società e i creditori c.d. forti¹⁰⁷. Ciò avviene, di frequente, nelle start up e nelle PMI, le cui ingenti esposizioni debitorie possono facilmente trascolorare in una debolezza contrattuale di facile preda “gestionale” per i finanziatori¹⁰⁸. Ancora, forme di monitoraggio delle opzioni di *governance* ESG adottate dagli amministratori potrebbero essere previste da patti parasociali che attribuiscono, con effetti meramente obbligatori e – in caso di inadempimento – risarcitori, a taluni gruppi di soci la facoltà di nominare un interlocutore bancario consentendogli accesso alla documentazione e alle informazioni societarie rilevanti¹⁰⁹.

Fuori dalla casistica negoziale, ulteriori modalità di interlocuzione con istituti finanziari, quali parti creditrici, nella delineazione di strategie gestorie di “creazione di valore nel lungo termine”, potrebbero essere decise in sede assembleare per mano dei soci, primi interessati alla continuità aziendale dell’impresa, in sintonia con i creditori¹¹⁰. La recente esperienza dello statuto di Atlantia¹¹¹, suggerisce finanche la possibilità di regolazione statutaria di “osservatori” finanziari, anche al fine della predisposizione dei piani di sostenibilità (ESG), da

¹⁰⁶ F. TUNG, *Leverage in the Board Room: the Unsing Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, in *UCLA Law Review*, 2009 115 ss. e T. SICA, *How Lender Governance is Affecting Corporate and Contract Governance*, *The Cardozo Electronic Law Bulletin*, 2022, 38 ss. Per un’analisi sui profili patologici, v. M. DE POLI, *L’ingerenza dannosa della banca nell’attività della finanziata, tra “amministrazione di fatto” e “controllo” societario*, in *Fall. Soc.*, 2017.

¹⁰⁷ Cfr. M. MOZZARELLI, *Business Covenants e governo della società finanziata*, Milano, 2013.

¹⁰⁸ È quanto ricordato da N. ABRIANI, *Board observer e ristrutturazioni aziendali*, cit.

¹⁰⁹ Così L. CALVOSA, *Board observer e diritto societario*, cit., 15 ss.

¹¹⁰ *Ibidem*.

¹¹¹ Per ulteriori riferimenti v. L. CALVOSA-N. ABRIANI-S. ALVARO, *Premessa-La nuova funzione del board observer*, in L. CALVOSA-N. ABRIANI-S. ALVARO, *op. cit.*, 13 ss.

giustificarsi alla luce del ragionevole impatto dei relativi fattori sull'interesse al *going concern*¹¹².

4. *La composizione negoziata della crisi “sostenibile”*

Seguendo il ragionamento sin qui svolto, la prospettiva integrata tra rischi ESG e rischi di credito sembra dover permanere anche nella fase successiva– e patologica– dell'attivazione delle misure predisposte dall'ordinamento per il superamento della probabilità di insolvenza e il recupero della continuità aziendale¹¹³.

In conformità alle chiare indicazioni offerte dall'ordinamento europeo, nel momento in cui si delinea uno stato di crisi gli amministratori devono “tenere conto debitamente di una pluralità di interessi”, tra cui quelli dei creditori¹¹⁴. La ponderazione degli interessi dei creditori permea il momento della definizione delle strategie di reazione ad una crisi annunciata, sin dal momento antecedente ad una apertura formale di uno degli strumenti di regolazione della crisi¹¹⁵, per divenire, una volta iniziate le trattative per la composizione negoziata, criterio “prioritario” di gestione del patrimonio e dell'impresa *ex art. 4, comma 2 lett. c) c.c.i.*

In questo contesto, il precetto di una gestione dell'impresa in chiave “precauzionale” rispetto alla sostenibilità economico-finanziaria richiede, a tal fine, come suggerito dall'art. 21 c.c.i., la considerazione della prospettiva dei creditori. Ne deriva l'opportunità della considerazione dei rischi ESG – e del loro impatto sui rischi finanziari,

¹¹² L. SMITH, *Control Through Observer Rights and a CRO*, in *The Journal of Private Equity*, 2015, 18, 2, 56 ss.

¹¹³ Sull'istituto della composizione negoziata, v. N. ABRIANI, *La crisi dei gruppi di imprese tra composizione negoziata e Codice della Crisi*, in *Riv. dir. comm.*, 2022, I, 391 ss. e R. ROSAPEPE, *La composizione assistita della crisi*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 463 ss. G. D'ATTORRE, *La concorsualità “liquida” nella composizione negoziata*, in *Fallimento*, 2022, 301 ss.

¹¹⁴ Art. 19 lett. a), direttiva UE 2019/1023. Per un commento v. P. VELLA, *L'impatto della direttiva (UE) 2019/1023 sull'ordinamento concorsuale interno*, in *Fallimento*, 2019, 756.

¹¹⁵ L'interpretazione è di N. ABRIANI, *Board observer e ristrutturazioni aziendali*, cit., 70 ss. v. anche L. BENEDETTI, *L'organo gestorio della società in crisi fra interesse dei soci e interessi altri: i principi della direttiva sui preventive restructuring frameworks e il loro recepimento negli ordinamenti nazionali*, cit.

tra cui il rischio di credito – anche nella composizione di uno stato di crisi.

A riguardo, deve osservarsi come la materialità dei rischi ESG rispetto al valore dell'investimento, e dunque al valore d'impresa nel suo complesso, potrebbe incidere non solo, secondo quanto descritto sopra, sulla prima delle condizioni di accesso al percorso di composizione negoziata, ossia sulle “condizioni di squilibrio patrimoniale o economico-finanziario che rendono probabile la crisi”, ma anche sulla seconda condizione relativa al “ragionevole” perseguimento del “risanamento dell'impresa”¹¹⁶. Nell'ottica del “successo sostenibile” della società in crisi, come declinato sul banco di prova dell'“interesse primario” dei creditori, una effettiva gestione dei rischi ESG potrebbe infatti aprire nuove prospettive di finanziamento, e tramutarsi dunque da rischio a opportunità finanziaria, proprio alla luce dei nuovi interessi di sostenibilità dei creditori.

Il potenziale impatto dei rischi ESG sui due presupposti di accesso alla composizione negoziata pare idoneo a riflettersi, in prima istanza, sul contenuto del dovere di leale collaborazione tra impresa e creditori nel corso delle trattative *ex art. 4, comma 4, c.c.i.*

Dal lato dell'impresa, innanzitutto, una chiara individuazione e misurazione dei rischi di sostenibilità – e del concreto impatto finanziario di questi – appare riconducibile al dovere attribuito all'imprenditore di “illustrare la propria situazione in modo *completo, veritiero e trasparente*”¹¹⁷ ai creditori. La norma declina il generale canone di correttezza che deve ispirare i rapporti con i creditori durante la crisi nel momento della condivisione delle informazioni rilevanti per l'avvio delle trattative e per l'agevolazione dei compiti dell'esperto.

Su questo sfondo concettuale, il requisito della completezza delle informazioni sulla situazione debitoria impone all'imprenditore di condividere con i creditori un quadro esauriente sulle concause che hanno portato alla crisi e quindi, ad esempio, sulle ragioni che hanno portato alla revisione o revoca di alcuni affidamenti ovvero alla negazione di nuovi. Ciò richiederà, pertanto, agli amministratori di società in crisi di individuare e comunicare ai creditori non solo i parametri strettamente finanziari, ma anche, eventualmente, quelli non

¹¹⁶ Art. 12 c.c.i.

¹¹⁷ Art. 4, comma 2, lett. a), c.c.i. Enfasi aggiunta.

finanziari che hanno causato l'insostenibilità della esposizione debitoria. Come per i primi, anche la stima dei secondi dovrà essere veritiera, ossia non minimizzata o, al contrario, sovra-stimata: la rappresentazione delle *policies* di sostenibilità non dovrà pertanto essere distorta o falsata, tramite condotte di c.d. *greenwashing*, idonee a fuorviare i creditori sulle prospettive e le possibili modalità di risanamento.

4.1 (Segue.) *Il dovere di lealtà e di sana e prudente gestione del credito in ottica ESG*

Se l'esigibilità dell'attenzione ai profili di sostenibilità da parte dell'imprenditore nel corso della composizione negoziata sarà da commisurarsi alla disponibilità di evidenza empirica– e quantitativa– della incidenza dei rischi ESG sulla esposizione debitoria di un'impresa¹¹⁸, maggiore rilevanza può forse già sin d'ora attribuirsi alla considerazione dei rischi ESG relativi all'impresa da parte della banca chiamata a partecipare alle trattative. Sotto questa prospettiva, ci si può cioè chiedere se tra gli interessi della banca creditrice possa rientrare l'adozione da parte dell'impresa di politiche di sostenibilità in costanza di trattative e se la banca possa a tal fine fungere da “pungolo gentile” verso la attuazione di strategie ESG una volta aperta la crisi.

Indicazioni a favore di una soluzione simile sono da rinvenirsi in quel filone dottrinario che assegna alle norme sulla finanza sostenibile la valenza di norme di condotta, aventi la funzione di ri-orientare in senso valoriale la condotta degli operatori finanziari nel mutato contesto di mercato¹¹⁹, anche al di là dell'angusto – e ancora incompleto – perimetro regolatorio in materia ESG. Secondo questo approccio, la sostenibilità si delinea quale nuova *Grundnorm* del sistema finanziario che impone di riqualificare alla luce degli interessi E-S-G le clausole generali orientative del rapporto banca-impresa anche durante la crisi, primo tra tutti il dovere di buona fede della banca nel corso delle trattative di composizione negoziata.

¹¹⁸ Il punto è trattato *infra* para 5.

¹¹⁹ V. A. SACCO GINEVRI, *Divagazioni su corporate governance e sostenibilità*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 1, 3, 83 ss.

Seguendo questo ragionamento, è proprio dal dovere di lealtà della banca nelle trattative, come re-interpretata alla luce del precetto di condotta finanziaria “sostenibile”, che sembra doversi configurare un dovere di partecipazione attiva della banca nelle trattative¹²⁰, anche ai fini della enunciazione delle possibili conseguenze regolatorie delle proposte avanzate dall’impresa rispetto al complesso quadro regolatorio ESG, e in particolare rispetto alla relazione tra rischi ESG e rischi di credito. In questi termini, il dovere di partecipazione proattiva sembrerebbe imporre alla banca di coinvolgere nel negoziato degli esponenti che siano, oltretutto informati sul cliente, aggiornati sulla normativa finanziaria ESG, e pertanto in grado di prospettare al cliente i possibili sviluppi dello stato del suo credito in ottica ESG¹²¹.

Gli scenari che si delineano in questo frangente sono vari. Innanzitutto, si delinea il dovere della banca di verificare la liceità dell’attività di cui l’impresa richiede il finanziamento, anche rispetto alle leggi rilevanti ai fini della tutela di interessi ambientali o sociali. Come evidente, il limite della liceità vale per qualsivoglia caratterizzazione in concreto delle finalità del credito, ivi compresa quella ad impatto ambientale o sociale, pena l’esposizione della banca a responsabilità (extra)contrattuale. In sede di istruttoria sulla meritevolezza del credito richiesto durante il percorso di composizione negoziata, sembra pertanto potersi configurare l’obbligo della banca, anche alla luce del trattamento prudenziale dei rischi ESG della medesima, di condurre una *due diligence* sulla sostenibilità del credito richiesto¹²²; obbligo escluso, in via generale, dalla proposta direttiva sulla diligenza d’impresa, che, almeno nella sua versione attuale, lascia fuori dal suo ambito di applicazione il settore finanziario¹²³.

¹²⁰ In questo senso, G. PRESTI, *op. cit.*; in tema v. anche le riflessioni di N. ABRIANI, *La crisi dei gruppi di imprese tra composizione negoziata e codice della crisi*, in *Riv. dir. comm.*, 2022, 391 ss.; D. LENZI, *I doveri dei creditori nella crisi d’impresa*, Milano, 2023.

¹²¹ *Ibidem*.

¹²² C. MACCHI- N. BERNAZ, *Business, Human Rights and Climate Due Diligence: Understanding the Responsibility of Banks*, in *Sustainability*, 2021, 13, 8391. <https://doi.org/10.3390/su13158391>.

¹²³ COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937*, cit., art. 6, comma 3 e art. 7, comma 6.

Oltre la soglia della legittimità, e dunque della sostenibilità minima, deve poi considerarsi l'ipotesi in cui l'impresa proponga alla banca di finanziare progetti direttamente volti a diminuire le esternalità ESG, come sarebbe nel caso di progetti volti ad aumentare il grado di sostenibilità delle garanzie poste a vincolo di crediti preesistenti¹²⁴. In tal caso un positivo riscontro della compatibilità, ad esempio, ambientale dello scopo del finanziamento potrebbe determinare l'applicazione di politiche di *pricing* più vantaggiose a favore dell'impresa¹²⁵. Ancora, i creditori finanziari potrebbero essere coinvolti nella progettazione di prodotti sostenibili, quali *green bond*, utili per attivare nuovi flussi di cassa verso l'impresa.

Il quadro normativo finanziario di *favor* verso l'erogazione di crediti "sostenibili" sembra così porre nuovi strumenti di catalizzazione (sebbene certamente non di risoluzione) delle trattative di composizione negoziata, che si aggiungono, intersecandoli, agli incentivi già offerti in questo senso dalla disciplina della crisi, ad esempio, tramite il riconoscimento della prededucibilità dei finanziamenti bancari *ex art. 22, comma 1 c.c.i.*¹²⁶. E invero, una volta esclusa la (automatica) natura deteriorata dei crediti nei confronti del

¹²⁴ Sul rapporto tra credito e garanzie, v. ABI, *Linee guida per la valutazione degli immobili in garanzia delle esposizioni creditizie*, 5 aprile 2022, disponibile online all'indirizzo https://www.abi.it/DOC_Mercati/Crediti/Valutazioni-immobiliari/Linee-guida/LGVI%202021_21%20marzo_2022_DEF.pdf, in particolare 97 ss. alla Appendice 4 – "Approfondimenti sulla sostenibilità nel lungo termine del valore di mercato".

¹²⁵ Studi empirici hanno dimostrato che una più virtuosa gestione dei fattori ESG comporta una diminuzione dei *financial covenants* inseriti nei rapporti di prestito. Si tratta del fenomeno dell'impact financing, volto a erogare finanziamenti, a condizioni più vantaggiose, a imprese che sviluppano progetti a forte impatto sociale. V. D. NEWTON ET AL., *ESG Risk and Syndicated Lending Relationship*, 29 luglio 2022, disponibile online https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4165099. Cfr. anche S. KIM ET AL., *ESG Loans*, ECGI Finance Working Paper N° 817/2022, novembre 2022, disponibile online all'indirizzo https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/esglending.pdf e I. LUNEVA-S. SARKISYAN, *Where Do Brown Companies Borrow From?*, 20 ottobre 2022, disponibile online all'indirizzo https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4249210.

¹²⁶ Sulla funzione incentivante della prededuzione, v. S. TERSILLA, *La prededucibilità è un reale incentivo al finanziamento delle imprese in concordato preventivo*, in *Dir. Fall.*, 2012, I, 365 ss.; A. PISANI MASSAMORMILE, *La prededuzione ed i finanziamenti alle imprese in crisi*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, I, 4 ss.

debitore in composizione negoziata¹²⁷, non sembrerebbe irrealistico assegnare alla nuova finanza sostenibile accordata in costanza di composizione negoziata valenza di credito prededucibile proprio per la sua funzionalità rispetto alla continuità aziendale e al miglior soddisfacimento dei creditori, da rintracciarsi nel positivo impatto sul merito creditizio dell'impresa –e dunque sulla sua liquidità– che la realizzazione di progetti di sostenibilità potrebbe avere *pro futuro*, una volta superata la crisi.

Su medesima linea argomentativa, sembra potersi escludere la contrarietà di siffatti finanziamenti alla buona fede richiesta nel corso delle trattative: sebbene la concessione di nuova finanza coperta dal privilegio della prededucazione in via successiva alla revoca di una linea di credito potrebbe considerarsi lesiva del dovere di lealtà, le ipotesi di erogazione di crediti ESG non sembrano destinate a incorrere in tale vizio giacché volte a porre rimedio alla causa della revoca stessa, accrescendo la fiducia, ma soprattutto la *convenienza*, della banca relativamente a finanziamenti verso la controparte in crisi.

Le considerazioni di cui sopra sembrano valere anche rispetto alla diversa questione dell'inquadramento di crediti c.d. ESG nel quadro dei principi sul prestito responsabile e sulla sana e prudente gestione del credito delle imprese in crisi¹²⁸. È proprio la giurisprudenza in materia ad aver affermato la liceità, al cospetto dei suddetti principi, di finanziamenti a imprese in crisi, in caso di “fondate prospettive, in base a ragionevolezza e ad una valutazione *ex ante*, di superamento di quella

¹²⁷ In questo senso G. PRESTI, *op. cit.*, che osserva: “mi pare indubbio che, in questo caso, un trigger automatico di passaggio a UTP sarebbe del tutto inopportuno giacché a un’iniziativa tempestiva dell’impresa debitrice corrisponderebbe un effetto deterioro (il degrado del debito a UTP) sia per lei sia per la stessa banca creditrice. In sostanza, la composizione negoziata ha caratteristiche, diverse da quelle del concordato e delle procedure concorsuali, tali da escludere un automatismo”.

¹²⁸ L.A. BOTTAI, *L’abusiva concessione di credito alle imprese in crisi e la loro gestione in tempi di emergenza Covid*, in L.A. BOTTAI-A. GALLOTTA, *I finanziamenti alle imprese in crisi*, Milano, 2021, 215 ss. Sul tema già A. NIGRO, *La responsabilità della banca nell’erogazione del credito alle imprese in «crisi»*, *Giur. Comm.*, 2011, 219 ss. Sull’opportunità di una lettura in senso restrittivo della nozione di concessione abusiva del credito alla luce della nuova normativa v. N. ABRIANI- L. BENEDETTI, *Finanziamenti all’impresa in crisi e abusiva concessione di credito*, in *Banca, Borsa, tit. cred.*, 2020, 1, 41 ss.

crisi”¹²⁹. La banca, pertanto, non risponderebbe dinnanzi ad un duplice presupposto soggettivo e oggettivo, ossia nel caso in cui “abbia operato nell’intento del risanamento aziendale (...) *sulla base di documenti, dati e notizie acquisite, da cui sia stata in buona fede desunta la volontà e la possibilità del soggetto finanziato di utilizzare il credito allo scopo del risanamento aziendale, secondo un progetto oggettivo, ragionevole e fattibile*”¹³⁰.

Come applicato a crediti ESG, il principio del prestito responsabile in costanza di crisi, richiede pertanto da un lato una valutazione *ex ante* dell’operatore professionale bancario sulla possibile utilità del finanziamento ESG rispetto alle prospettive di risanamento, tramite la stima del grado di miglioramento dei parametri del merito creditizio raggiunto grazie alla realizzazione di misure di *governance* ESG (rese possibili grazie al nuovo finanziamento richiesto); e dall’altro una verifica oggettiva delle concrete possibilità del debitore di perseguire gli obiettivi di sostenibilità connessi al credito, anche in considerazione del relativo rischio di *greenwashing*, desumibile dai “documenti, dati e notizie acquisite” sul piano oggettivo¹³¹.

Sotto prospettiva diametralmente opposta, potrebbe ancora domandarsi se sia contraria al canone della “sana e prudente” gestione del credito, la concessione di crediti “brown”, ossia non solo non sensibili a fattori ESG, ma direttamente contrari agli stessi, in costanza di composizione negoziata. Si pone a riguardo il problema se l’attrazione dei rischi di sostenibilità nell’area dei fattori incidenti sul normale rischio di credito possa rendere la banca, in siffatta ipotesi, inadempiente alle regole prudenziali, tanto più per crediti che rischiano una degradazione in crediti deteriorati (nella forma di UTP se non addirittura di sofferenze) in caso di esito negativo della composizione negoziata, con il connesso surplus di costo non solo rispetto alla disciplina prudenziale, ma anche rispetto a quella contabile¹³². Ancora,

¹²⁹ Cass. 30 giugno 2021, n. 18610, in *Banca borsa, tit.cred.*, 2022, II, p. 164 ss..

¹³⁰ *Ibidem*. Enfasi aggiunta.

¹³¹ Pone l’accento sul profilo della diligenza, F. DI MARZIO, *L’abuso nella concessione di credito*, in *Contr. impr.*, 2015, 323 ss.

¹³² Come osservato, “tale costo non sarebbe neppure recuperabile tramite il tasso di interesse applicato giacché la normativa anti-usura non prevede deroghe per i finanziamenti alle imprese in crisi. Si può dubitare, allora, che la prededuzione da sola basti a incoraggiare la nuova finanza”. G. PRESTI, *op. cit.* Per una analisi sulla

la concessione di crediti *brown* potrebbe essere considerata abusiva per la lesione che ne potrebbe derivare all'interesse degli altri creditori alla solidità economico-finanziaria dell'impresa finanziata, e ciò per effetto dell'incidenza sfavorevole, in via prospettica, dei progetti *brown* connessi a tali crediti sul merito creditizio della stessa.

4.2 (Segue) Il ruolo dell'esperto tra “ESG-Covenants” e “ESG-NPL”

Il quadro così composto induce a considerare, da ultimo, i possibili riflessi della finanza sostenibile anche sui doveri (e poteri) dell'esperto nominato per condurre le trattative nell'ambito della composizione negoziata. La rilevanza sulle dinamiche creditizie, e dunque sui rapporti tra impresa e creditori finanziari della disciplina finanziaria ESG, suggerisce che la stessa potrebbe essere materia richiesta all'esperto indipendente per un più effettivo assolvimento dei suoi compiti, in particolare quelli *ex art.* 17, comma 5 c.c.i., che attribuisce all'esperto la facoltà di invitare le parti alla rideterminazione, “secondo buona fede, del contenuto dei contratti”. A tal fine, la competenza ESG dell'esperto potrebbe essere utile per prospettare, laddove le banche coinvolte nelle trattative mancassero di farlo, le opportunità di progetti sostenibili e quindi dell'introduzione di clausole accessorie “green” nel rapporto di prestito, eventualmente anche nella forma di veri e propri ESG *covenant*¹³³, volti alla mitigazione dei rischi finanziari di sostenibilità, e utili al recupero della continuità aziendale grazie alla rideterminazione del rapporto creditizio a cui sono apposti.

disciplina bancaria dei crediti deteriorati, v. diffusamente, M. MAGGIOLINO, *La disciplina giuridica della gestione dei crediti deteriorati nella prospettiva delle banche: profili critici*, Milano, 2020, *passim*.

¹³³ Sul punto si potrebbero immaginare *informative covenant* “ESG”, volti ad assicurare all'intermediario informazioni periodiche sulle misure di sostenibilità adottate; *non financial covenant*, tramite cui la banca richiede all'impresa finanziata di mantenere un determinato livello di contenimento di rischi di sostenibilità, ad esempio impegnandosi a non superare un determinato standard di emissioni (*negative ESG covenant*); ovvero a garantire un determinato livello di tutela dei diritti dei lavoratori (*positive ESG covenant*). V. M. LOUMIOTI- G. SERAFEIM, *The Issuance and Design of Sustainability-linked Loans*, in *Harvard Business School Working Paper* 23-027, novembre 2022, disponibile online all'indirizzo https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/23-027_4b09d278-4051-468e-a5d9-eb0e7c50c25d.pdf.

A riguardo, un supplemento di riflessione merita il rapporto che potrebbe venire a delinarsi tra l'esperto nella composizione negoziata e la banca, interlocutrice dell'impresa sui "temi rilevanti" di sostenibilità già prima della crisi, secondo gli schemi analizzati sopra¹³⁴. Potrebbe infatti darsi il caso di una sovrapposizione funzionale tra le due parti, nella forma, ad esempio, di un contrasto tra i rispettivi orientamenti in materia di "misure di sostenibilità" utili al recupero della continuità¹³⁵. Il che non appare inverosimile in virtù dell'alto grado di discrezionalità caratterizzante qualsiasi decisione in materia di sostenibilità, che impone, a monte, una scelta tra quale fattore di sostenibilità, tra i molti, considerare, con il rischio che la scelta verso la tutela/promozione di un fattore, possa risultare in contrasto con un altro. Emblematico è in tal senso il conflitto, in più casi materializzatosi, tra tutela ambientale e sociale¹³⁶.

Evidentemente, l'opzione tra quali politiche di sostenibilità, tra le tante possibili, proporre in sede di trattative, sarà dettata per la banca dall'esigenza di soddisfare i (nuovi) requisiti di sostenibilità ESG della disciplina bancaria e in specie prudenziale. Poiché quest'ultima si incentra, per lo meno al momento, prevalentemente sui rischi ambientali, e climatici in specie, sarà interesse della banca curare progetti, prima e in occasione delle trattative di composizione negoziata poi, che vertano su tali profili.

Al contrario, poiché l'esperto, nell'esercizio delle sue funzioni, è chiamato a tutelare gli interessi dei creditori nella loro pluralità, dunque

¹³⁴ V. *supra* para 3.1.

¹³⁵ Riflette in termini più generali del possibile rapporto di conflitto tra esperto e *board observer*, N. ABRIANI, *Board observer e ristrutturazioni aziendali*, cit., 70 ss.

¹³⁶ E' quanto messo ben in luce da C. BRESCIA MORRA, *Chi salverà il pianeta: lo Stato o le grandi corporation? ESG: una formula ambigua e inutile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. al n. 4, 2022, 78 ss. e in particolare 84: "La protezione dell'ambiente può confliggere in molti casi con le esigenze sociali prioritarie in alcuni paesi emergenti. La mancata firma di Cina e India degli accordi di Parigi e il mancato accordo nell'ambito di Coop26 di Glasgow, si può comprendere solo se si ha presente che in questi paesi i governi tendono a preferire l'esigenza di ridurre la povertà (obiettivo sociale non trascurabile) rispetto alla tutela dell'ambiente. D'altro canto, il grado di sviluppo economico e della ricchezza delle società occidentali si basa anche su una industrializzazione accelerata che ha aumentato il grado di inquinamento del pianeta". Sulla complessità dei fattori di sostenibilità, v. anche M. STELLA RICHTER jr., *Long-Termism*, in *Riv. soc.*, 2021, 41 ss.

non solo quelli finanziari, in particolare rispetto agli atti di straordinaria amministrazione che possano ledere questi stessi interessi *ex art. 21*, commi 2 e ss. c.c.i., lo stesso potrebbe proporre interventi associati a modifiche contrattuali *ex art. 17*, comma 5 c.c.i. che vadano incontro agli interessi (di sostenibilità) degli altri creditori non finanziari, diversi da quelli strettamente ambientali, in funzione della buona riuscita delle trattative.

La considerazione di fattori ESG, con attenzione a profili di tutela dei diritti fondamentali, oltre a quelli strettamente ambientali, da parte di imprese non finanziarie collocate lungo la *supply chain*, quali i fornitori, è del resto prefigurata dalla proposta di direttiva sulla diligenza d'impresa¹³⁷. In ottica reputazionale e ancor prima, ai fini della nuova rendicontazione di sostenibilità¹³⁸, altre imprese non finanziarie creditrici potrebbero dunque considerare l'attuazione di politiche ESG come condizione della prosecuzione o meno di un rapporto contrattuale, e quindi, in costanza di composizione negoziata, come parametro – o quantomeno “ago della bilancia” – su cui incentrare il buon esito di un accordo di superamento della crisi.

Sotto un ultimo profilo, l'introduzione di ESG *covenants* potrebbe essere incoraggiata, rispettivamente dai creditori finanziari ovvero dall'esperto, quale misura utile alla minimizzazione degli ulteriori pregiudizi alla continuità aziendale derivanti da un futuro

¹³⁷ COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937*, cit., artt. 6-9. Proprio la violazione delle norme sulla due diligence ai fini della sostenibilità è alla base di alcune recenti azioni contro Amazon, Ikea e Tom Tailor in Germania ai sensi del *Supply Chain Due Diligence Act* tedesco (*Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz*) in vigore dal 1 gennaio 2023. Cfr. J. ROWSELL, *First Complaint Filed Under German Supply Chain Due Diligence Act*, in *CIPS*, 26 aprile 2023, disponibile online all'indirizzo <https://www.cips.org/supply-management/news/2023/april/first-complaint-filed-under-german-supply-chain-due-diligence-act/>.

¹³⁸ Ai sensi dell'art. 19 bis, comma 2 lett. f) direttiva 2013/34/UE introdotto dalla direttiva UE 2022/2464, la rendicontazione di sostenibilità deve includere una descrizione relativa, tra l'altro, ai “principali impatti negativi, effettivi o potenziali, legati alle attività dell'impresa e alla sua catena del valore, compresi i suoi prodotti e servizi, i suoi rapporti commerciali e la sua catena di fornitura, delle azioni intraprese per identificare e monitorare tali impatti, e degli altri impatti negativi che l'impresa è tenuta a identificare in virtù di altri obblighi dell'Unione che impongono alle imprese di attuare una procedura di dovuta diligenza”.

declassamento dei crediti attivi in crediti deteriorati. Come chiarito dall'art. 16, comma 5 c.c.i., l'accesso alla composizione negoziata non costituisce di per sé causa di sospensione e di revoca degli affidamenti bancari concessi all'imprenditore, sebbene la stessa possa essere disposta in conformità alla disciplina prudenziale, con comunicazione motivata. Durante la composizione negoziata, dunque, i contratti preesistenti rimangono efficaci, senza alterazioni. Ciò non significa tuttavia che il rapporto di credito instaurato non possa subire alcune alterazioni relative agli effetti giuridici espliciti, in particolare rispetto alla controparte bancaria.

Il riferimento è evidentemente alla disciplina sui crediti deteriorati che, alla presenza di determinati presupposti – quali un arretrato rilevante di oltre 90 giorni nell'adempimento dell'obbligazione¹³⁹, ovvero la improbabilità di un adempimento regolare in assenza del ricorso ad azioni specifiche del creditore, quali l'escussione delle garanzie¹⁴⁰ – impone alla banca di classificare un credito come *non performing*, con annessi oneri contabili, prudenziali e di segnalazione alla Banca d'Italia¹⁴¹.

In costanza di composizione negoziata, il declassamento di un credito a credito deteriorato sarà più probabile a seguito dell'istanza del debitore all'accesso a misure protettive del patrimonio¹⁴². Tale istanza riflette difatti la sussistenza di una forte sofferenza del debitore con la conseguente probabilità di inadempimento e, quindi, dell'insorgenza di

¹³⁹ C.d. past due o “inadempimenti persistenti” secondo la Banca d'Italia. Cfr. B.7, BANCA D'ITALIA, *Circolare 272 del 30 luglio 2008 sulla Matrice dei conti, testo integrale al 16 aggiornamento, 22 novembre 2022*, disponibile online all'indirizzo https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/circolari/c272/CIRC272_16agg.pdf.

¹⁴⁰ Unlikely to Pay (UTP) o “inadempienze probabili”. Cfr. B.8, *ibidem*.

¹⁴¹ Cap. 2, *ibidem*.

¹⁴² I Dati di Unioncamere segnalano che più del 30% delle composizioni negoziate dell'ultimo anno non si sono avvalse di misure protettive (contro al 68, 63% che se ne avvale), forse proprio per non determinare il deterioramento dei crediti. Un'altra spiegazione potrebbe essere rinvenuta nella volontà dell'imprenditore di non dare visibilità alla trattativa, che in assenza di misure protettive, rimane più riservata. V. Unioncamere, *La composizione negoziata della crisi d'impresa- I dati ad un anno dall'avvio*, 15 novembre 2022, disponibile online all'indirizzo <https://www.unioncamere.gov.it/comunicazione/primo-piano/crisi-dimpresa-un-anno-di-composizione-negoziata-presentato-il-rapporto-unioncamere>.

uno dei due citati presupposti oggettivi di applicazione della disciplina in materia di crediti deteriorati¹⁴³.

Per questi crediti, la rigidità della composita disciplina sui crediti deteriorati non sembra lasciar spazio (quantomeno in via diretta) per considerazioni ESG: o il debitore adempie in tempi celeri o la banca, potrebbe essere indotta a cedere il credito deteriorato a terzi. È proprio in tale ottica negoziale che la banca, se non anche l'esperto in relazione al soddisfacimento degli interessi degli altri creditori, potrebbe proporre una revisione in chiave ESG delle condizioni contrattuali del credito deteriorato, nel senso, ad esempio, di richiedere interventi sulle proprietà energetiche degli immobili dell'impresa e trasformarli da *brown a green assets*. La trasformazione delle attività deteriorate soggette a garanzia in attività con una valutazione di sostenibilità positiva potrebbe avere un impatto positivo sulla negoziabilità dello stesso credito deteriorato sul mercato, nel solco dell'interesse offerto da una porzione di investitori in prodotti con caratteristiche di sostenibilità¹⁴⁴.

In questa prospettiva, l'apposizione di clausole ESG a contratti relativi a crediti deteriorati parrebbe in conformità agli obiettivi della direttiva (UE) 2021/2167 relativa ai gestori di crediti e agli acquirenti di crediti, di riduzione dell'accumulo di crediti deteriorati¹⁴⁵, migliorando le condizioni di vendita del credito a terzi¹⁴⁶. Inoltre,

¹⁴³ In tal senso, G. PRESTI, *op. cit.*

¹⁴⁴ A riguardo deve ricordarsi che il Regolamento SFDR ha introdotto obblighi di trasparenza relativi a prodotti che promuovono “tra le altre caratteristiche, caratteristiche ambientali o sociali, o una combinazione di tali caratteristiche” *ex art. 8 SFDR* e prodotti che hanno come obiettivo investimenti sostenibili *ex art. 9 SFDR*. Per un'analisi sugli effetti di queste norme sulla categorizzazione in senso “green” dei prodotti finanziari, v. S. STEUER-T.H. TRÖGER, *The Role of Disclosure in Green Finance*, in *Journal of Financial Regulation*, 2022, 8, 1, 1 ss. Rileva i possibili effetti distorsivi sul mercato della disciplina in materia di prodotti finanziari sostenibili, in particolare in punto di tutela degli investitori con possibili effetti “rebound” a favore dei mercati di prodotti *brown*, A. PERRONE- A. CARDANI, *Servizi di investimento e finanza sostenibile. Le conseguenze non volute della recente disciplina europea*, in *Osservatorio monetario*, 2022, 84 ss.

¹⁴⁵ Cfr. considerando 2-3-4 direttiva (UE) 2021/2167 del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 novembre 2021 relativa ai gestori di crediti e agli acquirenti di crediti e che modifica le direttive 2008/48/CE e 2014/17/UE, 8 dicembre 2021, OJ L 438/1.

¹⁴⁶ *Ibidem*, considerando 7.

l'eventuale attrazione di terzi co-investitori non solo quali cessionari del credito deteriorato, bensì anche nel momento della realizzazione degli obiettivi di sostenibilità (degli asset) associati al credito *de quo* potrebbero aumentare l'afflusso di capitale e dunque la riduzione della leva finanziaria, migliorando le prospettive di trasformazione in un credito *in bonis* nel corso del processo di gestione del credito¹⁴⁷, e garantendo al contempo la “tutela e il leale e diligente trattamento dei debitori” – nonché, si potrebbe aggiungere, dei creditori di questi – da parte dei gestori dei crediti¹⁴⁸.

5. Conclusioni: le questioni aperte sul rapporto tra finanza sostenibile e crisi e una considerazione finale di metodo

L'analisi che precede ha tentato di percorrere le possibili linee di interazione tra la disciplina bancaria ESG e la nuova disciplina della crisi, con l'obiettivo di verificare se sia possibile leggersi un ri-allineamento tra interessi, in apparenza, opposti: l'interesse della banca alla sana e prudente gestione del credito; l'interesse dell'impresa a recuperare la continuità aziendale e dei creditori di questa a vedere soddisfatti i propri diritti; e infine l'interesse di terzi portatori di interessi in costanza di crisi.

Sullo sfondo dell'indagine condotta, si staglia la questione, più generale, del possibile ruolo propulsivo del settore finanziario, e bancario in specie, verso l'adozione di soluzioni di *governance* sostenibili lungo la catena del valore, in vista del possibile “fallimento” di modelli imprenditoriali incentrati unicamente sulla generazione di un profitto di breve termine.

Il nuovo quadro sulla finanza sostenibile intende invero ancorare a rischi finanziari il governo dei rischi ESG da parte degli operatori finanziari, in termini ad esempio di maggiore costo delle riserve prudenziali; che si riflettono, di rimbalzo sulle imprese non finanziarie da queste dipendenti, nella forma di maggiore costo del credito e nella possibile riduzione degli affidamenti accordati. La “promessa” di perdite finanziarie conseguenti a scelte che possano risultare lesive di

¹⁴⁷ *Ibidem*, considerando 12.

¹⁴⁸ *Ibidem*, art. 5, comma 1, lett. f.; art. 11, comma 2 lett. e); art. 22, comma 1, lett. i).

interessi ambientali o sociali, ed accrescere, per l'effetto, i rischi di sostenibilità propri di un'impresa (finanziaria o non), dovrebbe incentivare l'adozione di condotte che a, partire dalla riduzione di siffatti rischi, mirano da un lato alla solidità patrimoniale e contabile delle banche, e dall'altro alla continuità aziendale delle imprese da queste finanziate.

Gli incentivi che ne derivano per le banche verso il finanziamento in via preferenziale di imprese che presentano rischi di sostenibilità minori o una più effettiva gestione degli stessi, si dovrebbero pertanto tradurre, in linea diretta, in incentivi per le imprese finanziate a considerare i fattori di sostenibilità ai fini di conservazione della continuità aziendale.

Dalla prospettiva delle imprese fruitrici di crediti bancari, la disciplina finanziaria ESG assegna invero un'inedita rilevanza alle opzioni di *governance* ESG a fini della prevenzione e composizione della crisi, sia nella fase della predisposizione di assetti adeguati a rilevare in via anticipata i segnali di crisi, sia nella fase più avanzata della definizione di strategie di recupero della solidità finanziaria mediante il canale della composizione negoziata.

Può certamente dibattersi se l'effetto incentivante del quadro normativo sulla finanza sostenibile sia suscettibile di propagarsi anche oltre le fasi di pre-crisi qui esaminate, per orientare, anche solo in minima parte, l'esito di procedure concorsuali, come, ad esempio, il giudizio di fattibilità del piano posto alla base di un accordo di ristrutturazione con continuità aziendale e finanche i programmi di liquidazione sottoposti all'approvazione del comitato dei creditori. Tuttavia, in tali casi sembrano rilevare – in misura maggiore di quanto avviene ad uno stadio in cui l'insolvenza è solo probabile – gli interessi finanziari immediati, e non prospettici, dei creditori, in specie finanziari, al soddisfacimento delle proprie pretese creditorie.

Sorge dunque l'interrogativo su quale possa essere, in simili ipotesi, lo spazio da accordare alla considerazione di interessi (anche finanziari) di lungo termine dell'impresa insolvente e dei creditori. La questione non è di facile soluzione se si considera che gli obblighi concordatari abbassano per necessità la soglia minima di interesse sociale, neutralizzando il precetto per gli amministratori di perseguire il

successo sostenibile della società, e riducendo, per l'effetto, l'onere per questi di curare i profili di sostenibilità dell'impresa¹⁴⁹.

Se il rapporto tra finanza ESG e regolazione della crisi sembra farsi più incerto nel momento del superamento dell'ingresso dell'impresa in uno stato di insolvenza, non può tuttavia mancare di osservarsi come l'operatività di istanze "di mercato" ESG già in ottica di prevenzione e composizione della crisi sia, fuor dalla teoria, in concreto ostacolata, ad oggi, da alcune persistenti lacune che minano la solidità e dunque anche la credibilità—anche dal punto di vista delle imprese finanziate— del quadro in materia di finanza sostenibile. Il riferimento è evidentemente all'assenza di condivise metriche di misurazione dei fattori ESG su cui basare il rating ESG di un'impresa e al fenomeno del c.d. *greenwashing*.

Sul primo punto, malgrado gli sforzi definitivi e classificatori delle attività sostenibili in relazione ai singoli fattori di sostenibilità, consumatisi a livello regolatorio¹⁵⁰, a partire dall'elaborazione delle c.d. tassonomie di sostenibilità¹⁵¹, non sono state ancora definite chiare metodologie per l'apprezzamento dei rischi ESG.

Come ribadito dall'EBA¹⁵², prima risorsa utile a tal fine è data dalla disponibilità di dati ESG, che costituiscono fonte di evidenza empirica essenziale per la definizione di standard certi di misurazione. Le istituzioni finanziarie stanno colmando la lacuna in punto di disponibilità di dati attraverso il ricorso a *info-providers* i quali offrono servizi di fornitura di dati ESG¹⁵³. L'importanza, al contempo a fini

¹⁴⁹ V. per un approfondimento le riflessioni di G. D'ATTORRE, *op. cit.*, 60 ss. Argomenta in senso di D. STANZIONE, *op. cit.*, 223 ss.

¹⁵⁰ Cfr. M. SIRI-S. ZHU, *Will the EU Commission Successfully Integrate Sustainability Risks and Factors in the Investor Protection Regime? A Research Agenda*, in *Sustainability*, 2019, 11, 6292; doi:10.3390/su11226292.

¹⁵¹ Per la tassonomia ambientale cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *EU Taxonomy for Sustainable Activities*, cit. La Tassonomia sociale è in corso di elaborazione ed una prima mappatura dei temi rilevanti è contenuta nel report, PLATFORM ON SUSTAINABLE FINANCE, *Final Report on Social Taxonomy Platform on Sustainable Finance*, febbraio 2022, disponibile online all'indirizzo https://finance.ec.europa.eu/system/files/2022-08/220228-sustainable-finance-platform-finance-report-social-taxonomy_en.pdf.

¹⁵² EBA, *The Role of Environmental Risks in the Prudential Framework*, cit., 19-22.

¹⁵³ In tema si veda l'interessante contributo di M. SIRI-M. GARGANTINI,

regolatori e strategici, dell'accesso a dati sulla sostenibilità ha non a caso determinato recenti acquisizioni di società fornitrici di dati ESG da parte di rilevanti istituzioni finanziarie¹⁵⁴.

Tuttavia, la natura concentrata di questo emergente mercato di servizi di fornitura di dati e valutazioni ESG, insieme all'assenza di norme volte a disciplinare e supervisionare l'attività di soggetti che il più delle volte operano al di fuori del perimetro della regolazione settoriale¹⁵⁵, è suscettibile di velare la qualità e la attendibilità dei dati ESG posti in circolazione. L'assenza di standard relativi alla materia prima delle informazioni di sostenibilità acquisiscono ulteriormente la

Information Intermediaries and Sustainability, in A. KERN-M. GARGANTINI-M. SIRI (a cura di), *The Cambridge Handbook of EU Sustainable Finance- Regulation, Supervision and Governance*, Cambridge, Cambridge University Press, 2023, in corso di pubblicazione, disponibile online all'indirizzo https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4316820.

¹⁵⁴ Cfr. ad esempio JP MORGAN CHASE & CO, *J.P. Morgan agrees to acquire OpenInvest, a pioneer in values-based investing Accelerates ESG investing capabilities for Wealth Management clients*, 21 giugno 2021, disponibile online all'indirizzo <https://www.jpmorganchase.com/news-stories/jpmorgan-agrees-to-acquire-openinvest>.

¹⁵⁵ L'attività di ESG *info-providers* sembra in questo senso paragonabile all'attività di soggetti fornitori di servizi IT, a lungo rimasti al di fuori dal raggio di supervisione finanziaria e solo da ultimo ricondotti nell'alveo della stessa ad opera del regolamento DORA che ha istituito dei criteri volti ad attrarre nella sfera di vigilanza finanziaria taluni fornitori di servizi IT. Cfr. Regolamento UE 2022/2554 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 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, (UE) n. 909/2014 e (UE) 2016/1011, 27 dicembre 2022, OJ L 333/1. La rilevanza sistemica dei servizi di fornitura di dati ESG e di rating ESG forniti da terze parti ad oggi non regolate potrebbe suggerire l'opportunità dell'elaborazione di un modello di supervisione "estesa" rispetto a "fornitori terzi critici di servizi" ESG sul modello dei parametri di cui all'art. 31 e ss. DORA. Ci si potrebbe infatti chiedere se non si sia già di fronte ad un fenomeno di "ESG shadow banking", dai caratteri simili a quello delineatosi nel contesto dei servizi fintech. Il paragone pare fondato anche alla luce dell'ampio uso di data analytics e di altri sofisticati modelli computazionali di dati ESG che i c.d. ESG info providers mettono a disposizione delle società finanziarie. Cfr. EY, *How Data Markets are Evolving For Financial Services*, 21 marzo 2023, disponibile online all'indirizzo https://www.ey.com/en_gl/financial-services-emeia/how-esg-data-markets-have-evolved-for-financial-services.

disomogeneità delle valutazioni dei parametri ESG¹⁵⁶, che risultano soggette ad ampio margine di aleatorietà a seconda di quali dati ESG sono usati e dei criteri in base ai quali gli stessi sono trattati¹⁵⁷, rendendosi impossibile, ad oggi, operare un controllo di accettabilità dei valori presi a riferimento o ancora, dei correttivi di personalizzazione attuati.

Il problema della definizione di comuni tecniche di formulazione del rating non finanziario compromette a monte l'istruttoria da parte delle imprese finanziarie sulle caratteristiche di sostenibilità delle imprese clienti, e, a valle, le modalità di integrazione dei rischi ESG nelle politiche di erogazione dei crediti e nei modelli di computazione del rischio di credito sostenuto da una banca. Dal lato delle imprese finanziate, la disomogeneità dei rating ESG, insieme alla carenza di chiari orientamenti di vigilanza in tal senso, pregiudica l'anticipata definizione di politiche ESG in linea con le "aspettative" di sostenibilità degli operatori finanziari e pertanto l'attivazione del nesso tra presidio dei rischi ESG e continuità aziendale qui prospettato.

In attesa di una più puntuale disciplina del rating di sostenibilità, le imprese finanziarie stanno attualmente ricorrendo a soluzioni di "auto-tutela" nella forma di *benchmark* e KPI ESG specifici alla singola entità finanziaria¹⁵⁸. Al fine di consentire un "fruttifero" adeguamento a questi standard, le imprese finanziarie dovrebbero assicurare una piena documentazione e conoscenza delle metriche impiegate alle controparti debitorie.

¹⁵⁶ D.A. ZETSCHÉ- L. ANKER-SØRENSEN, *Regulating Sustainable Finance in the Dark*, in *EBOR*, 2022, 23, 47 ss.

¹⁵⁷ M. BILLIO ET AL., *Inside the ESG Ratings: (Dis) agreement and performance*, in *Working Papers Department of Economics Ca' Foscari University of Venice*, n.17/WP/ 2020 ISSN 1827-3580, 22/06/2020. v F. BERG- J. KOELBEL- R. RIGOBON, *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*, in *Review of Finance*, 2022, 26, 6, 1315 ss.

¹⁵⁸ È quanto segnalato dallo studio condotto da Blackrock per la Commissione europea. V. COMMISSIONE EUROPEA, *Development of Tools and Mechanisms for the Integration of ESG Factors into the EU Banking Prudential Framework and into Banks' Business Strategies and Investment Policies*, Maggio 2021, disponibile online all'indirizzo https://finance.ec.europa.eu/publications/final-study-development-tools-and-mechanisms-integration-esg-factors-eu-banking-prudential-framework_en, 19 ss.

D'altra parte, solo attraverso un adattamento da parte delle imprese finanziate ai *benchmark* impiegati dai creditori finanziari per la valutazione ESG, questi ultimi potrebbero verificare eventuali difformità tra quanto promesso e quanto attuato sul fronte di sostenibilità dalle imprese clienti, ed identificare eventuali pratiche di *greenwashing*. In mancanza di tale adeguamento e di strumenti di misurazione uniformi e oggettivi dello *score* ESG, la stima del rischio di credito "ESG" di un'impresa effettuata dagli operatori finanziari potrebbe essere distorta da informazioni fallaci restituite dall'impresa sulle politiche ESG, potenzialmente vanificando, a cascata, anche quelle tecniche negoziali, illustrate nel corso della trattazione, finalizzate alla consultazione e al monitoraggio delle scelte di sostenibilità dell'impresa da parte del creditore finanziario.

Deve tuttavia rilevarsi che mentre il fronte della regolazione delle metriche di rating ESG risulta allo stato ancora del tutto scoperto, il fenomeno del *greenwashing* è stato oggetto di alcuni recenti interventi normativi volti all'introduzione di nuovi strumenti di contrasto alle condotte "sleali" in ambito ESG delle imprese. In questo senso, devono ricordarsi l'introduzione dell'obbligo per il revisore legale o l'impresa di revisione contabile di esprimere le proprie conclusioni in merito alla conformità della rendicontazione di sostenibilità con le disposizioni rilevanti¹⁵⁹; ovvero la proposta normativa in materia di c.d. *green claims*, che impone alle imprese¹⁶⁰, tra l'altro, di basarsi ai fini del

¹⁵⁹ Art. 1, comma 10 CSDR di modifica alla direttiva 2013/34/UE (art. 30): "Gli Stati membri assicurano che, entro un termine ragionevole di tempo che non può superare dodici mesi dopo la data di chiusura del bilancio, le imprese pubblichino il bilancio d'esercizio regolarmente approvato e la relazione sulla gestione, nel formato elettronico di comunicazione di cui all'articolo 29 quinquies della presente direttiva, se del caso, nonché l'attestazione di conformità e la dichiarazione del revisore legale o dell'impresa di revisione contabile di cui all'articolo 34 della presente direttiva".

¹⁶⁰ COMMISSIONE EUROPEA, *Proposal for a Directive of the European Parliament and the Council on substantiation and communication of explicit environmental claims (Green Claims Directive)*, 22 marzo 2023, COM(2023)166 final. La direttiva sui *green claims* esclude espressamente dal campo di applicazione le informazioni ambientali comunicate dalle imprese che applicano gli standard europei di rendicontazione della sostenibilità su base obbligatoria o volontaria, in conformità alla direttiva contabile dell'UE, modificata dalla direttiva sulla rendicontazione della sostenibilità delle imprese. Tuttavia, se le stesse informazioni ambientali venissero riproposte in un contesto "business-to-consumer", ciò potrebbe far scattare l'applicabilità della direttiva sui *green claims*. Cfr. art. 1, comma 1.

rilascio di informazioni sulla sostenibilità dei propri prodotti e servizi su prove scientifiche condivise; e di tenere conto di tutti gli aspetti ambientali rilevanti ai fini della valutazione delle prestazioni ambientali di un prodotto o servizio¹⁶¹.

Rinviando ad un successivo studio un esame più approfondito delle misure citate, si può sin d'ora constatare come le evoluzioni normative richiamate già oggi attestino l'avvio di una terza fase¹⁶² del presidio regolatorio della “filiera” di mercati sostenibili, incentrata sulla predisposizione di misure atte a verificare la veridicità delle informazioni rese in materia ESG, nonché la effettività dell'impianto di *governance* sostenibile attuato¹⁶³ attraverso il rilascio da parte delle imprese di “informazioni pertinenti, comparabili e affidabili sulla sostenibilità”¹⁶⁴. A tal fine, centrali in questa terza fase divengono sistemi automatizzati (come sistemi di IA basati su tecniche di *machine learning*) di analisi dei dati di sostenibilità. La creazione dello *European Single Access Point* in seno all'ESMA¹⁶⁵ mira, del resto, alla

¹⁶¹ Cfr. art. 5, comma 6, *ibidem*.

¹⁶² Le prime due fasi della parabola regolatoria in materia di finanza sostenibile possono essere ricondotte i) alla predisposizione di strumenti volti ad attivare un ciclo informativo in materia di sostenibilità–le prime norme in materia ESG sono non a caso quelle in materia di dichiarazione non finanziaria di cui alla direttiva 2014– e ii) alla istituzione di misure organizzative e di *governance* utili a orientare gli operatori finanziari verso il perseguimento di obiettivi di sostenibilità– come avvenuto sotto le riforme del 2021 attraverso una più dettagliata classificazione delle attività sostenibili e l'integrazione della considerazione dei rischi ESG nelle decisioni degli intermediari finanziari.

¹⁶³ Per una prospettiva comparata rispetto all'ordinamento statunitense v. R. CHAMBERS-K. TYLER, *Developments in Regulatory and Private Action Against Greenwashing*, in *Oxford Business Law Blog*, 17 aprile 2023, disponibile online all'indirizzo <https://blogs.law.ox.ac.uk/blog-post/2023/04/developments-regulatory-and-private-action-against-greenwashing>.

¹⁶⁴ Così considerando 2 CSDR.

¹⁶⁵ Cfr. PARLAMENTO EUROPEO, *European Single Access Point*, 20 marzo 2023, disponibile online all'indirizzo <https://www.europarl.europa.eu/legislative-train/theme-an-economy-that-works-for-people/file-european-single-access-point>. Giova ricordare come in UK la FCA abbia avviato una digital sandbox relativa all'analisi e alla divulgazione di dati ESG. In seguito al successo di questo progetto pilota, la FCA sta valutando la possibilità di istituire un modello operativo permanente per sostenere l'innovazione. V. FCA, *Supporting innovation in ESG Data and Disclosures: the Digital Sandbox Sustainability Pilot*, giugno 2022, disponibile online

creazione di un database di dati digitali utili all’addestramento di modelli computazionali per il calcolo di parametri finanziari e non finanziari. L’adozione di simili modelli entro gli assetti organizzativi d’impresa appare assumere, alla luce di quanto esposto, inedita rilevanza ai fini di prevenzione e gestione della crisi.

Fintantoché questa fase non sarà compiuta e adeguatamente internalizzata dai vari attori di mercato, tuttavia, il ciclo di sostenibilità atteso dall’erogazione di politiche di credito *ESG-oriented* sembra ad oggi connotato da elevati costi di transazione, sia per le banche – in termini di costi di monitoraggio – sia per le imprese finanziate, in termini di costi di consulenza e di raggiungimento degli obiettivi KPI indicati dai creditori finanziari.

Tali costi potrebbero dunque vanificare la convenienza di finanziamenti sostenibili ed i relativi vantaggi finanziari, almeno nel breve periodo, con l’effetto che solo imprese con un solido equilibrio patrimoniale sarebbero realmente in grado di entrare nel circuito del credito sostenibili.

Quanto precede suggerisce un’ultima considerazione di metodo relativa alla gestione dei possibili effetti “discriminatori” dei nuovi strumenti di finanza sostenibile rispetto alla prevenzione, e se del caso, composizione della crisi delle PMI. L’adeguamento ai *benchmark* ESG adottati dalle istituzioni finanziarie in conformità ai nuovi requisiti per il calcolo del rischio di credito potrebbe difatti rivelarsi insostenibile per le imprese di dimensioni minori, accrescendone il rischio di insolvenza, in particolare in un quadro geopolitico che acuisce, talvolta anche in maniera repentina, alcuni profili di rischio di sostenibilità. Da questo angolo prospettico, il possibile impatto della normativa finanziaria ESG sulla gestione della crisi conferma ulteriormente l’urgenza di declinare i nuovi requisiti sulla sostenibilità degli istituti finanziari in via proporzionale “alla natura e alle dimensioni” delle imprese finanziate¹⁶⁶, quale preconditione per prevenire eventuali

all’indirizzo <https://www.fca.org.uk/publication/corporate/digital-sandbox-sustainability-pilot-report.pdf>.

¹⁶⁶ Nella prospettiva qui proposta, dunque, anche la regolazione finanziaria ESG dovrebbe gradare la incidenza dei parametri ESG in misura maggiore rispetto a controparti di grandi dimensioni e in misura minore per quelle di dimensioni minori, secondo quanto già prefigurato sul piano del diritto societario da U. TOMBARI, “Potere” e “interessi” nella grande impresa azionaria, Milano, 2019, 33 ss.

squilibri del nuovo sistema di mercato ed assicurarne una continuità nel lungo termine¹⁶⁷.

¹⁶⁷ Cfr. M. LIBERTINI, *Economia sociale di mercato e responsabilità sociale dell'impresa*, cit., 17, ove si rileva che “la priorità dei criteri di lungo termine dovrebbe essere auspicata da tutti coloro che hanno a cuore la stabilità e l’efficienza del sistema delle imprese”.

Le disposizioni di vigilanza per le banche tra diritto pubblico e regole dei privati

SOMMARIO: 1. Le difficoltà di inquadramento delle «Istruzioni» o «Disposizioni» di vigilanza per le banche - 2. La natura giuridica delle indicazioni di vigilanza: le incertezze di diritto positivo... - 3. (segue:) ...e le reticenze e oscillazioni tra gli interpreti - 4. Il catalogo di atti *ex art. 4, co. 1, t.u.b.*: una proposta di lettura - 5. L'ipotesi della natura regolamentare di tutte le indicazioni di vigilanza con contenuto precettivo: critica - 6. I canoni di vigilanza non aventi contenuto precettivo (c.d. *soft law* o *soft regulation*) - 7. La prospettiva di un'estensione di vincolatività delle indicazioni non precettive oltre i principi del diritto pubblico

1. Le difficoltà di inquadramento delle «Istruzioni» o «Disposizioni» di vigilanza per le banche

L'inquadramento giuridico degli atti elaborati da Banca d'Italia nello svolgimento della vigilanza sulle imprese creditizie – quali, per es., le «Disposizioni di vigilanza per le banche» (Circ. 17 dicembre 2013, n. 285) o le più risalenti «Istruzioni di vigilanza per le banche» (Circ. 21 aprile 1999, n. 229) – è tema in ampia parte ancora irrisolto: non è chiaro in giurisprudenza ed è senz'altro controverso in dottrina¹. Ciò, anche al netto delle questioni relative all'ammissibilità costituzionale di simili interventi regolatori², nonché, più di recente, alla mappatura degli intrecci tra corpi di disciplina di livello sovranazionale e livello domestico³.

Il primo terreno – s'intende: primo dal punto di vista storico – su cui si sono manifestate le evocate incertezze è quello della natura, propriamente normativa ovvero solo amministrativa, delle previsioni di

¹ Per puntuali riferimenti giurisprudenziali e dottrinali, v. par. 3. Un quadro di sintesi in F. CAPRIGLIONE, *Le fonti normative*, in ID., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Milano-Padova, 2019, 15 ss.

² Nell'estesissima letteratura cfr., in luogo di molti, G. PARODI, *Le fonti del diritto. Linee evolutive*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano, 2012, 326 ss.

³ Cfr. per es. M. LAMANDINI, *Il diritto bancario dell'Unione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, I, 424 ss., nonché pure R. COSTI, *Le trasformazioni dell'ordinamento bancario*, in *B.I.S.*, 2019, 183 s. (ove in particolare la sottolineatura delle difficoltà, nel raccordo «tra le norme dei paesi membri e quelle dettate dall'Unione Europea», di «individuazione» e «coordinamento» dei diversi corpi normativi).

vigilanza che racchiudono un comando (e che dunque possono essere richiamate, riprendendo una consolidata terminologia, come aventi contenuto precettivo)⁴. Un secondo problema, di più recente emersione, riguarda i canoni di vigilanza invece privi di un simile oggetto – meri orientamenti, statuizioni interpretative, raccomandazioni, ecc. – segnatamente con riferimento alla loro opponibilità, e quindi applicabilità, in assenza di un'esplicita adesione.

Nell'ottica di taluni operatori, forse, dette questioni possono apparire di impatto tutto sommato contenuto. Nel contesto di una collaborazione sostanzialmente quotidiana con l'istituzione incaricata della vigilanza, la conformazione alle indicazioni che da essa provengono è del tutto fisiologica e, per così dire, acquisita: essa s'impone, nei fatti, quale che sia la relativa forza o natura giuridica. «Per chi deve svolgere un'attività» soggetta a una certa autorità – si è osservato in termini generali in ordine alla potestà regolatoria delle *authorities* – «qualunque dichiarazione è considerata come norma»⁵.

In diritto, tuttavia, i cennati problemi restano decisivi.

Quanto ai canoni dichiaratamente non vincolanti, il problema è proprio quello di stabilire se e in che forma, ove manchi una spontanea, espressa, uniformazione alle statuizioni dell'autorità, queste ultime possano comunque assumere rilevanza giuridica, producendo un qualche effetto sui soggetti vigilati (o, addirittura, sui terzi). Il nodo, in altri termini, sorge proprio ove una dichiarata adesione alle indicazioni dell'autorità, nel concreto, non ricorra e si debba così capire se e in che termini esse siano in qualche modo invocabili, direttamente o indirettamente, per qualificare o risolvere un caso.

⁴ La locuzione «atti precettivi» (o «a contenuto precettivo») è ripresa da S. AMOROSINO, *Il "puzzle" delle fonti normative del mercato bancario e la "dialettica circolare" tra le Corti europee e nazionali*, in *Riv. reg. merc.*, 2020, 99 ss., che a sua volta si colloca sulla scia dell'insegnamento di M.S. GIANNINI (*Introduzione al diritto costituzionale*, Roma, 1984, e *Diritto amministrativo*, Milano, 1993), il quale parlava appunto di «atti precettivi ad efficacia generale» per indicare unitariamente i regolamenti e gli atti amministrativi di programmazione (quest'ultimi intesi come «insiemi di prescrizioni ordinati al conseguimento di obiettivi»). E cfr. pure S. AMOROSINO, *La regolazione pubblica delle banche*, Milano-Padova, 2016, 16 s.

⁵ Così, in via trasversale per tutte le istituzioni regolatorie, G. DE NOVA, *Le fonti di disciplina del contratto e le autorità indipendenti*, in *L'autonomia privata e le autorità indipendenti*, G. GITTI (a cura di), Bologna, 2006, 57.

Quanto poi al problema qualificatorio delle disposizioni con contenuto precettivo, non possono sottacersi le plurime ricadute derivanti dall'inquadramento di un atto come propriamente normativo. La cogenza di quest'ultimo è opponibile alla generalità dei consociati, con conseguente applicazione di una serie di regole che non possono estendersi ad altre manifestazioni di attività giuridica, tra cui, appunto, i provvedimenti amministrativi⁶.

La portata di tali due questioni, com'è evidente, non si esaurisce nel campo della potestà regolatoria della Banca d'Italia, né delle sole autorità indipendenti. Detti interrogativi tuttavia si presentano per i provvedimenti di vigilanza bancaria in termini affatto peculiari⁷ e ciò consente di affrontarli con uno strumentario non sempre coincidente a quello impiegabile in altri contesti⁸.

⁶ Molto chiaramente, sul punto, A. MORRONE, *Fonti normative*, Bologna, 2020, 37 ss. Si possono dunque compendiare come tratti tipici, ed esclusivi, degli atti normativi: (i) il regime di pubblicazione e di *vacatio* (art. 10 disp. prel. c.c.); (ii) l'impossibilità di invocare l'ignoranza di quanto la fonte prescrive (*nemo ius ignorare censetur*); (iii) l'assoggettamento della fonte a canoni di interpretazione prestabiliti (art. 12 disp. prel. c.c.), diversi da quelli applicabili alle dichiarazioni di volontà; (iv) la garanzia che di simili fonti – e soltanto di tali fonti – si farà applicazione in giudizio, secondo il c.d. principio di legalità della giurisdizione (cfr. art. 113 c.p.c.); (v) l'ulteriore salvaguardia in virtù della quale le parti sono dispensate dall'onere di indicare gli atti normativi applicabili alla fattispecie, essendo compito del giudice individuarli, secondo il canone *iura novit curia*; (vi) il principio per cui l'eventuale violazione di un atto normativo, da parte di una sentenza civile o penale, costituisce motivo di ricorso per cassazione (art. 111, co. 7, Cost.), essendo compito della Suprema Corte quello di assicurarne l'esatta osservanza e l'uniforme applicazione (art. 65 ord. giud.); (vii) il principio per cui l'eventuale violazione di un atto normativo, da parte di successivi atti amministrativi generali o puntuali, rileva come causa di illegittimità di questi per «violazione di legge» (art. 21 *octies*, co. 1, l. 7 agosto 1990, n. 241), da far valere davanti agli organi di giustizia amministrativa.

⁷ È il caso, in particolare, delle difficoltà di inquadramento tra atti normativi ed atti amministrativi. Sebbene si tratti di questione comune alle altre autorità indipendenti (cfr. R. BIN - G. PITRUZZELLA, *Le fonti del diritto*, Torino, 2019, 280 ss.), le modalità con cui essa si presenta in rapporto alla Banca d'Italia sono specifiche (cfr. già V. CERULLI IRELLI, *La vigilanza «regolamentare»*, in *La nuova disciplina dell'impresa bancaria*, U. MORERA, A. NUZZO (a cura di), vol. I, Milano, 1994, 48, e B.G. MATTARELLA, *Il potere normativo della Banca d'Italia*, in *Osservatorio sulle fonti*, 1996, 227 ss.).

⁸ È vero che, con riferimento alla potestà regolatoria di Banca d'Italia, accanto a chi ha sottolineato la portata della distinzione normativo *versus* amministrativo (cfr. V. CERULLI IRELLI, *La vigilanza «regolamentare»*, cit., 59, nonché più di recente ID.,

È precisamente la perdurante, e specifica, rilevanza di tutte le evocate questioni nel segmento creditizio a sollecitare il presente lavoro: il quale mira a fare il punto circa i termini in cui esse oggi si pongono, nonché a vagliare la praticabilità di soluzioni che possano aiutare a ricomporre il quadro.

Si cercherà di farlo considerando dapprima le difficoltà che sono emerse con riferimento alla natura giuridica – normativa ovvero amministrativa – delle disposizioni di vigilanza aventi contenuto precettivo (v. parr. 2-5); ed esaminando poi le eventuali condizioni di opponibilità a terzi delle indicazioni di vigilanza prive di forza vincolante (v. parr. 6-7).

Come si vedrà, lungo l'analisi, si avrà modo di dialogare con una sentenza del Tribunale di Napoli del 2019 – reperibile nelle banche dati, ma, a quanto consta, non ancora oggetto di pubblicazione e commento nelle riviste scientifiche⁹ – che ha avuto modo di pronunciarsi, in termini per molti versi innovativi, relativamente ad ambedue le questioni.

I poteri normativi delle autorità amministrative indipendenti, in *Arbitri dei mercati*, M. D'ALBERTI, A. PAJNO (a cura di), Bologna, 2010, ma reperibile in dattiloscritto nel web, da cui qui si cita, 2), vi è stato anche chi ne ha ridimensionato la rilevanza, circoscrivendo l'impatto dei fattori che in nt. 6 si sono indicati *sub (iii)*, (v), (vi) e, inoltre, sottolineando il comune regime cui atti regolamentari e atti amministrativi generali sono sottoposti (cfr. art. 23 l. 28 dicembre 2005, n. 262) in termini di procedimento di adozione (cfr. M. CLARICH, *Per uno studio sui poteri normativi della Banca d'Italia*, in *Banca impresa società*, 2003, 60 s.). A ogni modo, la contrapposizione sembra rimanere irriducibile (cfr. E. GALANTI, *Il sistema delle fonti*, in *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, ID. (a cura di), in *Trattato di diritto dell'economia*, E. PICOZZA, E. GABRIELLI (diretto da), vol. V, Padova, 2008, 149, nt. 88, nonché più in generale M. MAZZAMUTO, *L'atipicità delle fonti nel diritto amministrativo*, in *Dir. amm.*, 2015, 707), anche in ragione della possibilità per l'autorità emanante di discostarsi, nell'adottare eventuali provvedimenti di portata individuale, dalle disposizioni che essa stessa abbia in precedenza elaborato in termini generali (cfr. F. CARINGELLA, *Manuale di diritto amministrativo*, Roma, 2012, 513; cfr. peraltro C. PADULA, *Considerazioni in tema di fonti statali secondarie atipiche*, in *Dir. pubbl.*, 2010, 387 ss.): uno scenario che si può aprire, come ben si può immaginare, solo ove dette previsioni abbiano natura esclusivamente amministrativa; e, s'intende, a condizione di un'adeguata motivazione (cfr. nuovamente E. GALANTI, *Il sistema delle fonti*, cit., 149 s., nonché (M. CLARICH -) E.L. CAMILLI, *sub artt. 2-4*, in *Comm. t.u.b. Porzio*, Milano, 2010, 31 s.).

⁹ Si tratta di Trib. Napoli, Sez. spec. impr., 12 settembre 2019, n. 8035, consultabile in *DeJure*.

2. La natura giuridica delle indicazioni di vigilanza: le incertezze di diritto positivo...

Emersa nella seconda metà degli anni Ottanta del secolo scorso, in concomitanza con il passaggio dalla vigilanza strutturale a quella prudenziale¹⁰, l'incertezza classificatoria dei provvedimenti di vigilanza creditizia, tra fonti del diritto e atti amministrativi, trova, nella cornice euro-unitaria della materia¹¹, nuovo e ulteriore alimento. Sono infatti molteplici i luoghi in cui tale diritto sovranazionale contempla la produzione, da parte delle «autorità competenti», di regole destinate alle banche vigilate¹².

Dottrina autorevole ha addirittura letto, nel preambolo di alcuni atti del pacchetto CRD IV, il riconoscimento a tali istituzioni di una potestà normativa sostanzialmente piena ed autonoma¹³. La tesi, pur suggestiva, va messa a confronto con l'articolato di diritto positivo di detti provvedimenti euro-unitari, che ancora si compone di attribuzioni di potere ogni volta puntuali e circostanziate¹⁴: le quali talvolta

¹⁰ Una rassegna di tale percorso in C. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche*, Bologna, 2020, 107 ss., nonché in M. CLARICH, *La disciplina del settore bancario in Italia: dalla legge bancaria del 1936 all'Unione bancaria europea*, in *Giur. Comm.*, 2019, I, 32 ss.

¹¹ Peculiari problemi si pongono del resto con riferimento agli atti di regolazione dalle stesse istituzioni europee: cfr. F. ANNUNZIATA, *Atti delle autorità e istituzioni europee, tra soft law e controllo della Corte*, in *www.dirittobancario.it* (Editoriale, 19 luglio 2021).

¹² Senza considerare la partecipazione delle «autorità competenti» dei singoli Stati membri al Consiglio dell'EBA (cfr. art. 41 ss. reg. (UE) del 24 novembre 2010, n. 1093, nonché art. 6, par. 1, lett. e, CRD IV). Sull'inquadramento degli atti di Banca d'Italia in ragione dei plurimi legami con le fonti comunitarie, anche alla luce della partecipazione di detta autorità all'elaborazione di queste ultime, anche E. GALANTI, *Il sistema delle fonti*, cit., 140 s.

¹³ In questo senso, in rapporto al *Considerando 54* della CRD IV, cfr. G.B. PORTALE, *La corporate governance delle società bancarie*, in *Riv. soc.*, 2016, 59 s.

¹⁴ Il coinvolgimento dei supervisori nell'attuazione delle previsioni comunitarie è spesso prefigurato da enunciati che fanno obbligo a dette istituzioni di «assicurare» o «garantire» il conseguimento di determinati risultati (cfr., per es., artt. 80-87 CRD IV): formule che sono a tal punto ampie da suggerire, d'acchito, l'attribuzione di un potere normativo vero e proprio e che tuttavia si prestano pure a letture diverse, legate più alle attività di vigilanza, che a quelle di regolazione. D'altro canto, mentre si rinviengono espliciti riferimenti ai poteri informativi, ai poteri d'indagine, ai poteri

rimettono ai regolatori dei singoli Stati membri specifiche scelte di dettaglio rispetto a opzioni che nelle linee essenziali sono state definite a livello europeo¹⁵; talaltra, legittimano quelle stesse strutture a operare, su spunto dell'EBA o dell'ESMA, di propria iniziativa¹⁶.

sanzionatori di cui le autorità competenti devono essere munite (art. 4) o ancora, e appunto, ai relativi poteri di vigilanza (art. 64), non si registrano cenni in merito a eventuali potestà normative, se non nei termini dell'elaborazione di «prassi» comuni o condivise nell'applicazione della disciplina attuativa delle previsioni europee (cfr. art. 6, par. 1, CRD IV).

¹⁵ È quanto accade, per es., in corrispondenza dell'art. 91, par. 10, CRD IV (ove il mandato è rivolto a esse e, al contempo, agli Stati membri). È forse guardando a tali previsioni che si è osservato che l'attività normativa di Banca d'Italia «trova (almeno in parte) diretto fondamento e giustificazione [...] nelle regole [...] introdotte dalla CRD IV» (così C. FRIGENI, *Prime considerazioni sulla normativa bancaria in materia di organo con funzione di supervisione strategica*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, I, 492 s., in part. 493). In altre circostanze, il diritto euro-unitario permette alle autorità nazionali di disapplicare, su base individuale, certe disposizioni: cfr., per es., artt. 7, 8, 15 CRR, nonché (ma in tal caso «conformemente alla normativa nazionale») art. 10 CRR.

¹⁶ È quasi paradigmatico il diverso significato assunto, nel tempo, dalla prescrizione secondo cui le autorità creditizie «provvedono alle raccomandazioni [dell'Unione Europea] in materia creditizia e finanziaria» (art. 6, co. 1, t.u.b.). Mentre infatti, all'indomani del testo unico, si riteneva che essa non contenesse «una attribuzione *ex novo* di poteri di disciplina», poiché «ciascuna autorità può adottare disposizioni attuative dei contenuti delle raccomandazioni nell'ambito e con il rispetto dei limiti che la legislazione nazionale prevede in ordine al loro potere normativo» (Così M. PERASSI, *Le autorità e i poteri di vigilanza nel testo unico*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1995, I, 669 s.), allo stato presente la conformazione degli atti di *soft regulation* elaborati dalle autorità europee trova fondamento direttamente in disposizioni sovraordinate comunitarie (cfr. in part. art. 6, par. 1, CRD IV, che in dottrina si è ritenuto idoneo a far attribuire, «nei fatti, valenza prescrittiva» ad atti di diritto tenue come quelli prefigurati dall'art. 16, par. 3, dei regolamenti 24 novembre 2010, nn. 1093 e 1095: in tal senso M. LAMANDINI, *op. cit.*, 428; sull'art. 6, par. 1, CRD IV si avrà modo di tornare brevemente in par. 6). Del resto, la rappresentazione che di tale attività di uniformazione si dà, oggi, è nel confronto senz'altro più fluida, rilevandosi come essa «a volte, [sia] garantita mediante l'adozione di circolari, istruzioni, atti interni o aggiornamenti dei manuali interni di vigilanza»; «altre volte, [sia] assicurata attraverso l'adozione di atti vincolanti», che possono essere «anche» – cioè, osserva chi scrive, non esclusivamente – «di rango legislativo»: così G. GASPARRI, *I nuovi assetti istituzionali della vigilanza europea sul mercato finanziario europeo e sul sistema bancario. Quadro di sintesi e problemi aperti*, Consob - Quaderni giuridici, 2017, 19, nt. 30.

Di qui, allora, non solo i fenomeni di «stratificazione» e «osmosi» delle fonti, tra le quali la netta prevalenza, appunto, di atti non legislativi¹⁷; ma proprio – per quanto qui interessa – il fisiologico (ri)presentarsi degli interrogativi relativi alla natura dei provvedimenti emanati dalle autorità nazionali. Le fonti europee, ovviamente, nulla dicono in proposito, il che impone di affrontare il problema in ogni singolo ordinamento domestico, alla luce dei principi costituzionali, e più in generale di diritto pubblico, in esso vigenti¹⁸.

Ebbene, nella cornice che qui ci compete, i dati ritraibili dalla legislazione creditizia si rivelano incerti e non conclusivi.

Di difficile ricostruzione, innanzitutto, il quadro delle previsioni contenute nel testo unico bancario.

L'art. 4, co. 1, t.u.b. – quasi una pietra angolare nell'assetto della potestà regolatoria di Banca d'Italia – nel contrapporre atti certamente normativi come i «regolamenti» (adottabili «nei casi previsti dalla legge») ad altri certamente non normativi come i «provvedimenti di carattere particolare» di competenza dell'autorità, lascia in un'area di irriducibile ambiguità la natura delle «istruzioni», evocate e collocate, invece, in posizione mediale tra gli uni e gli altri¹⁹. Non solo: anche a voler ritenere – come pure chi scrive ritiene corretto (v. par. 4) – che le «istruzioni» richiamate dall'art. 4 t.u.b. siano locuzione linguistica che vale a contrassegnare provvedimenti di natura amministrativa, il più delle volte di carattere generale, resta il fatto che la distinzione tra regolamenti e, appunto, atti amministrativi generali è lasciata

¹⁷ Sono locuzioni riprese da S. AMOROSINO, *Il "puzzle" delle fonti normative*, cit., 96 ss., 99 ss., e *passim*.

¹⁸ Vale anche qui il rilievo di chi ha notato che, per quanto le previsioni europee possano prefigurare uno spazio regolatorio per autorità o istituzioni non politiche, esse «non entrano nel merito della loro collocazione», poiché «[t]ale questione è rimessa al legislatore interno in base ai parametri costituzionali applicabili» (così G. DI MINICO, *Indipendenza delle autorità o indipendenza dei regolamenti? Lettura in parallelo all'esperienza comunitaria*, in *Osservatorio sulle fonti*, 2012, fasc. 1, 12). Cfr. anche A. PATRONI GRIFFI, *Le Autorità amministrative indipendenti nell'ordinamento costituzionale: profili problematici di ieri e di oggi*, in *Rass. dir. pubb. eur.*, 2015, 10 s.

¹⁹ Cfr. B.G. MATTARELLA, *Il potere normativo della Banca d'Italia*, cit., 227 ss., saggio con il quale, pur senza farne citazione espressa, la pronuncia del Tribunale di Napoli, 12 settembre 2019, evocata più sopra (v. nt. 9), ha vari punti di simmetria e assonanza.

all'interprete, cui spetta «il compito di ricostruire la volontà del legislatore con riferimento alla qualificazione del potere normativo di volta in volta attribuito alle autorità creditizie»²⁰.

Il catalogo di provvedimenti *ex art. 4 t.u.b.*, d'altro canto, resta privo di una chiara, inequivoca, corrispondenza con le due forme di pubblicazione degli atti di Banca d'Italia delineate dal successivo art. 8 t.u.b.: l'una interna all'ordinamento bancario, sul sito internet dell'autorità, per qualsivoglia genere di atto²¹; l'altra invece tipica dell'ordinamento generale, sulla *Gazzetta Ufficiale*, per i soli provvedimenti di carattere generale le cui disposizioni siano «destinate anche a soggetti diversi da quelli sottoposti [a] vigilanza»²². Un impianto che, nel riferirsi alla platea di coloro su cui gli atti di Banca d'Italia possono avere ricadute giuridiche, certamente non chiarisce quali provvedimenti debbano essere assoggettati all'una ovvero all'altra pubblicazione²³.

È vero che il discrimine fondato sull'ambito dei destinatari può in linea di principio veicolare l'individuazione del confine tra atti con natura regolamentare e atti con natura amministrativa²⁴. Si è notato, tuttavia, che la stessa formulazione dell'art. 8, co. 2, t.u.b. è «sintomatica della difficoltà di discernere *a priori* la natura dell'atto», là ove lascia intendere come «anche singole disposizioni all'interno di un medesimo testo possano avere natura mista di atto amministrativo

²⁰ Così S. VINCI, *Vigilanza regolamentare sulle banche e controlli a carattere «strutturale». Profili critici*, in *La regolazione dei soggetti finanziari nell'attività normativa delle autorità*, M. CERA (a cura di), Milano, 2002, 24.

²¹ La pubblicazione sul sito internet ha sostituito, a far data dal 2015 (d. lgs. 12 maggio 2015, n. 72), l'originaria pubblicazione sul *Bollettino*.

²² Espressione da intendere come «destinati a produrre effetti nei rapporti tra le banche e i terzi»: così V. CERULLI IRELLI, *La vigilanza «regolamentare»*, cit., 57 s.

²³ Cfr. ancora B.G. MATTARELLA, *Il potere normativo della Banca d'Italia*, cit., 238, nonché Trib. Napoli, 12 settembre 2019, cit.; nell'uno e nell'altro caso, tuttavia, le notazioni sono svolte facendo riferimento alle «istruzioni» come a una forma/tipologia di provvedimento (e v. *infra* par. 4, corr. nt. 46).

²⁴ L'importanza della pubblicazione, e delle relative forme, è sottolineata da V. CERULLI IRELLI, *I poteri normativi delle autorità indipendenti*, cit., 4, 7 s. Più accentuata ancora l'opinione di S. STAMMATI, *sub art. 8*, in *Testo unico delle disposizioni in materia bancaria e creditizia*, F. BELLI, G. CONTENTO, A. PATRONI GRIFFI, M. PORZIO, V. SANTORO (a cura di), vol. I, Bologna, 2003, 133, secondo il quale l'art. 8, co. 2, t.u.b. «fornisce «disposizioni [...] decisive [...] ai fini della qualificazione giuridico-formale degli atti approvati dalle autorità creditizie».

generale da una parte e di atto sostanzialmente regolamentare dall'altra»²⁵. Quel criterio, in ogni caso, è assai poco selettivo sul piano applicativo, giacché da tempo la prassi di Banca d'Italia è di ricorrere alla *Gazzetta Ufficiale* anche per disposizioni che sono rivolte a produrre effetti soltanto sui soggetti sottoposti alla sua vigilanza. Tanto che, non senza qualche forzatura, vi è chi ha dedotto la natura senz'altro regolamentare delle varie circolari di Banca d'Italia dalla sola circostanza che esse fossero state oggetto di detta pubblicazione, per sua natura diretta alla generalità dei cittadini²⁶.

Questo essendo il quadro emergente dal testo unico bancario, si deve constatare che l'incertezza non è stata poi risolta – se non è stata addirittura acuita – in occasione della c.d. legge per la tutela del risparmio (l. 28 dicembre 2005, n. 262).

Quest'ultima, nel disciplinare alcuni profili procedimentali del potere normativo di Banca d'Italia, al pari di quanto fatto per altre autorità, ha nominalmente incrementato il campionario degli atti da queste emanabili (o delle categorie in cui i medesimi possono essere raggruppati), menzionando i provvedimenti «aventi natura regolamentare», quelli «di contenuto generale» (art. 23, co. 1), nonché, subito di seguito, quelli «di regolazione generale» (art. 23, co. 2)²⁷: nozione quest'ultima, forse, comprensiva delle precedenti due.

È vero, come notato da alcuni autori in rapporto a Banca d'Italia, che tali riferimenti di legge non sembrano «rivoluzionare il quadro»

²⁵ Così E. GALANTI, *Norme delle autorità indipendenti e regolamento del mercato: alcune riflessioni*, in BANCA D'ITALIA, *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale*, n. 41, 1996, 19; similmente S. VINCI, *op. cit.*, 25.

²⁶ Cfr. in questo senso F. GIORGIANNI - C.M. TARDIVO, *Manuale di diritto bancario e degli operatori finanziari*, Milano, 2012, 112, nt. 128 e 129; si tratta naturalmente di una lettura troppo radicale, poiché la pubblicazione sulla *Gazzetta Ufficiale* costituisce «un semplice indizio presuntivo della natura regolamentare dell'atto, la cui ricorrenza è lasciata [...] a una valutazione, autorevole ma non vincolante, della stessa autorità che lo emana» (così E. GALANTI, *Norme delle autorità indipendenti e regolamento del mercato*, cit., 19).

²⁷ Non manca poi la nozione, ricordata dalla l. 262/2005 nell'ambito della disciplina dei profili organizzativi di Banca d'Italia (art. 19, co. 6), dei «provvedimenti aventi rilevanza esterna». Sulla distinzione tra atti aventi rilevanza rispettivamente esterna e interna, cfr. F. GUERRACINO, *L'adozione degli atti di regolazione delle autorità del mercato bancario, finanziario, assicurativo e previdenziale*, in *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, t. 1°, Padova, 2010, 239 ss., 242, nonché, con alcuni rilievi critici, A. MORRONE, *op. cit.*, 209.

delineato dal testo unico²⁸; essi denotano però l'instabilità e precarietà del lessico normativo in materia. In ultima analisi, facendo cenno «agli atti [...] “aventi natura regolamentare o di contenuto generale”», la legge per la tutela del risparmio ha «lasciato impregiudicato il dubbio sulla natura delle istruzioni»²⁹.

3. (segue:) ...e le reticenze e oscillazioni tra gli interpreti

Le descritte ambiguità si riverberano nella giurisprudenza applicata, ove il dato davvero dominante è l'assenza di un orientamento prevalente (e, ancor prima, la carenza di condivisione circa i criteri dai impiegare a fini di inquadramento).

In campi contigui alla vigilanza, come in materia di forma dei contratti bancari³⁰ o nel quadro della disciplina antiusura³¹, le incertezze non sono così accentuate. Relativamente alle indicazioni fornite in sede di supervisione, invece, i nostri giudici mostrano una certa reticenza e, in alcuni casi, una vera e propria vaghezza.

Quando a venire in rilievo è, per es., il rispetto delle disposizioni adottate per il «contenimento del rischio» (art. 53, co. 1, lett. b, t.u.b.) e in particolare delle procedure per la segnalazione alla centrale dei

²⁸ Così B.G. MATTARELLA, *sub* artt. 23 e 24, in *La tutela del risparmio. Commentario della legge 28 dicembre 2005, n. 262 e del d. lgs. 29 dicembre 2006, n. 303*, A. NIGRO, V. SANTORO (a cura di), Torino, 2007, 443.

²⁹ Così C. BRESCIA MORRA - U. MORERA, *L'impresa bancaria. L'organizzazione e il contratto*, in *Trattato CNN diretto da Perlingieri*, vol. XI, Napoli, 2006, 110, nt. 260; notazioni simili in E. GALANTI, *Il sistema delle fonti*, cit., 145. Come si vedrà più oltre, le ripercussioni sistematiche dell'art. 23 l. 262/05 possono essere plurime: e v. par. 5.

³⁰ Tema rispetto al quale (e cfr. l'ormai abrogato art. 3, co. 3, l. 17 febbraio 1992, n. 154) la Suprema Corte ha riconosciuto senz'altro le disposizioni emanate da Banca d'Italia, su conforme delibera del CICR, come «norme di rango secondario»: così Cass., 9 luglio 2005, 14470, in *Giur. Comm.*, 2006, II, 1015.

³¹ Le istruzioni impartite da Banca d'Italia per la rilevazione dei tassi effettivi globali medi (e cfr. da ultimo art. 3, co. 2, d.m. 23 dicembre 2022) – delle quali pure, soprattutto nelle pronunce di merito, si fatica a inquadrare la rilevanza nella valutazione delle singole operazioni di finanziamento (cfr., per es., Cass. 17 ottobre 2019, n. 26286, in *Guida al diritto*, 2020, fasc. 2, 51, e, in senso difforme, Trib. Crotona, 27 gennaio 2020, n. 77, in *DeJure*, e Trib. Chieti, 4 settembre 2019, n. 565, *ibidem*) – sono spesso descritte in giurisprudenza come «norme tecniche autorizzate»: formula che, sia pur in modo ellittico, ne lascia trasparire l'indole amministrativa.

rischi³², o di quelle che, nell'ambito della disciplina de «il governo societario, l'organizzazione amministrativa e contabile, nonché i controlli interni» (art. 53, co. 1, lett. *d*, t.u.b.), stabiliscono specifici doveri e responsabilità per gli amministratori, specie non esecutivi, di un'impresa creditizia³³, i giudicanti si limitano a prendere atto del rinvio compiuto dalle previsioni di rango primario alle norme dell'autorità, senza indagarne ulteriormente (o anche solo indicarne) la posizione nella gerarchia delle fonti. Ed è solo là ove occorre pronunciarsi sull'ammissibilità, nel nostro sistema costituzionale e sovranazionale di tutela delle libertà fondamentali (segnatamente alla luce dei principi di tipicità e determinatezza) di taluni illeciti amministrativi, la cui fattispecie è in larga parte definita dalle prescrizioni di Banca d'Italia, che la Cassazione avverte l'esigenza di descrivere queste ultime come «norme regolamentari delegate»³⁴.

Quando poi difetta, nel testo unico bancario (o in altra disposizione di legge), un esplicito fondamento dell'intervento regolatorio di Banca d'Italia, l'atteggiamento dei giudici diventa addirittura oscillante. Talvolta le relative previsioni sono assimilate a vere e proprie fonti dell'ordinamento, da applicare senz'altro in coordinamento con altre norme giuridiche primarie o secondarie³⁵; talaltra si afferma, in termini

³² Cfr. Cass. 26 ottobre 2020, n. 23453, in *Guida al diritto*, 2021, 5; Cass., 9 luglio 2014, n. 15609, in *Diritto e giustizia*, 2014, fasc. 6 novembre; Cass., 1° aprile 2009, n. 7958, in *Foro it.*, 2011, 1, I, 208; Cass., 21 ottobre 2007, n. 21428, in *DeJure*. Cfr. però Cass., Sez. Un., 28 marzo 2006, n. 7037, in *Foro amm. CDS*, 2006, 1746 (s.m.), da cui sembra trasparire una valutazione di quelle indicazioni come munite di natura soltanto amministrativa, rivolte dall'autorità di vigilanza alle singole imprese creditizie; si tratta tuttavia di una pronuncia adottata all'esito di un regolamento di giurisdizione e, dunque, con approfondimenti strettamente funzionali allo scopo del procedimento.

³³ Cfr. Cass., 18 aprile 2018, n. 9546, in *DeJure*; Cass., 9 novembre 2015, n. 22848, in *Giur. Comm.*, 2017, II, 546. Di recente, relativamente alla posizione dei sindaci di società bancaria, cfr. anche Cass., 22 gennaio 2018, n. 1529, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, II, 581.

³⁴ Sulla scorta di Cass., 23 marzo 2004, n. 5743, in *Foro amm. CDS*, 2004, 679 (s.m.), cfr. Cass. 21 gennaio 2015, n. 1043, in *Guida al diritto*, 2015, fasc. 21, 68 (s.m.).

³⁵ Cfr. per es. T.A.R. Campania (Salerno), 7 marzo 2006, n. 247, in *Foro amm. TAR*, 2006, 1087 (s.m.), la quale – nell'ambito di un contenzioso relativo a una gara per l'affidamento del servizio di tesoreria comunale, per partecipare alla quale occorre avere «sede o dipendenza» nel territorio dell'ente locale – ha equiparato la

esattamente opposti, che esse hanno valenza circoscritta ai rapporti tra autorità e imprese creditizie e che, dunque, le disposizioni ivi contenute non sono opponibili agli altri consociati³⁶. In queste situazioni, la giurisprudenza dà per acquisita – ma non dimostra, né argomenta – la qualificazione delle previsioni con cui ha di volta in volta a che vedere, con la conseguenza che il relativo inquadramento varia notevolmente.

A caratterizzare tutte tali pronunce, a ogni modo, è soprattutto il mancato approfondimento dell'argomento, delle relative implicazioni, delle ragioni a supporto della soluzione prescelta (o, rispettivamente, di quelle alternative).

Non sorprende, allora, che dette decisioni non abbiano sinora richiamato più di tanto l'attenzione della dottrina. Quest'ultima discute sì, e da tempo, della natura degli atti che Banca d'Italia può emanare quale autorità creditizia e, in particolare, delle «Istruzioni» (Circ. 229/99) e poi «Disposizioni» (Circ. 285/13) di vigilanza, dividendosi tra quanti sostengono la loro valenza «amministrativa»³⁷, quanti ne

nozione di «dipendenza» (priva di riscontro nella disciplina positiva applicabile e, però, presente in quella previgente: cfr. l'art. 28 r.d.l. 12 marzo 1936, n. 375), a quella di «succursale», invece normativamente fondata (cfr. art. 1, co. 1, lett. e, t.u.b.), e ha poi ricostruito quest'ultima alla luce dell'indicazione, contenuta appunto nelle «Istruzioni di vigilanza» (Circ. 229/99), secondo cui in detta categoria non rientrerebbero «gli sportelli automatici (ATM e POS) presso i quali non è presente personale della banca». Una precisazione particolarmente importante rispetto alle caratteristiche del caso, poiché la gara era stata vinta da un'impresa creditizia che nel compendio geografico comunale aveva, appunto, soltanto una stazione bancomat con retrostante ufficio attrezzato. Nell'ambito di tale giudizio, le determinazioni di Banca d'Italia sono state assunte dall'organo giudicante quale termine di riferimento di una nozione – quella di «dipendenza» – decisiva per la soluzione della controversia, dunque implicitamente come fonti normative a tutti gli effetti.

³⁶ Cfr. in tal senso Cass. 7 novembre 2019, n. 28803, in *DeJure*, relativa alla (in)validità, sotto il profilo della (in)determinatezza dell'oggetto, di una procura con cui una banca aveva conferito il potere di gestione anche stragiudiziale dei propri «crediti anomali». I giudici di legittimità hanno escluso che tale locuzione, di per sé priva di capacità identificativa, potesse essere semantizzata ricorrendo alle definizioni fornite da Banca d'Italia in taluni suoi provvedimenti (la Circ. 27 dicembre 2006, n. 263; la nota intitolata «Nuova rilevazione dei crediti anomali vigente da giugno 2005: gli adeguamenti “Puma 2”»), in quanto dette indicazioni costituiscono «disposizioni rivolte unicamente agli istituti di credito» e sono «espressione del suo potere di vigilanza, senza alcun riflesso sul piano negoziale».

³⁷ In questo senso, R. COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2012, 132, nonché F. CAPRIGLIONE, *sub art. 4*, in *Commentario al testo unico delle leggi in*

affermano la matrice «regolamentare»³⁸ o «sostanzialmente [...] regolamentare»³⁹ e, infine, quanti reputano si debba discernere in base alle previsioni di volta in volta esaminate⁴⁰.

Essa, tuttavia, conduce un simile dibattito senza (poter) avviare un reale dialogo con il diritto applicato, poiché lo studio che la giurisprudenza ha riservato al problema, almeno sino a ora, è così circoscritto da non aver agevolato un effettivo confronto.

Ebbene, la sentenza del Tribunale di Napoli che più sopra si ricordava⁴¹ sembra imprimere una qualche, seppur parziale, inversione di tendenza.

La specifica soluzione di merito che la decisione ha enunciato, per la verità, si sottrae alle alternative di classificazione tra atti normativi e provvedimenti amministrativi. La principale conclusione cui essa è giunta è che le previsioni di Banca d'Italia specificamente rilevanti nella vicenda – contenute nella Circ. 229/99 e relative ai requisiti soggettivi dei soci di banche di credito cooperativo – avevano valore (non già precettivo, e dunque vincolante, bensì solo) interpretativo della disciplina di rango primario in concreto applicabile (cfr. art. 34, co. 2,

materia bancaria e creditizia, ID. (diretto da), Milano-Padova, 2018, 37. Cfr. anche M.A. STEFANELLI, *Le istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia. Parte generale*, Padova, 2003, 228 ss.

³⁸ In questo senso, G. SANGIORGIO, *L'organizzazione politico-amministrativa del settore creditizio*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale della Banca d'Italia*, Roma, 1992, 22.

³⁹ Così C. BRESCIA MORRA - U. MORERA, *L'impresa bancaria. L'organizzazione e il contratto*, cit., 110. Tornando sull'argomento in tempi più recenti, la prima dei due aa. ha precisato che le istruzioni o disposizioni di vigilanza, «sebbene sul piano formale si[ano] riconducibil[i] alla figura degli atti amministrativi di carattere generale, per ampiezza dei contenuti e dell'ambito dei destinatari app[ai]ono sostanzialmente di natura regolamentare», come confermato anche dalla sottoposizione degli uni e degli altri alla disciplina comune e indifferenziata dell'art. 23 l. 262/2005 (C. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche*, cit., 163).

⁴⁰ Cfr. V. CERULLI IRELLI, *La vigilanza «regolamentare»*, cit., 55 ss., in part. 58 s.; M. CLARICH, *Per uno studio sui poteri normativi della Banca d'Italia*, cit., 58 ss., in part. 62; E. GALANTI, *Il sistema delle fonti*, cit., 145 ss., in part. 147 s.; (M. CLARICH -) E.L. CAMILLI, *sub artt. 2-4*, cit., 29 ss., in part. 32. Nello stesso senso, da ultimo, A. ANTONUCCI, *sub art. 4*, in *Commento al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, C. COSTA (a cura di), Torino, 2013, 27 s.

⁴¹ Trib. Napoli, 12 settembre 2019, cit.

t.u.b.)⁴², tra l'altro non contenente alcun espresso rinvio all'intervento di Banca d'Italia⁴³. Lungo lo svolgersi dell'argomentazione, tuttavia, il

⁴² La vicenda considerata dal Tribunale di Napoli aveva origine con il recesso dichiarato da due soci di una b.c.c. per venir meno della condizione personale di appartenenza all'ambito territoriale della banca. Lo statuto di quest'ultima, nel riprendere il testo unico (art. 34, co. 2, t.u.b.), ne riproduceva in parte l'enunciato stabilendo che, per essere ammessi come soci, era necessario il dato (formale) della residenza o della sede nell'area di competenza dell'impresa creditizia; in parte, ne traduceva il riferimento al profilo (invece fattuale) dell'«operare con continuità» come prescrizione, in quella stessa porzione geografica, dello «svolgimento in via continuativa dell'attività» (sull'appartenenza territoriale dei soci di b.c.c., cfr. A. BLANDINI, *Localismo e ricorso al mercato dei capitali delle banche cooperative nell'ultimo atto della riforma del diritto societario*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, I, 675 ss.). Il patto sociale comprendeva inoltre la previsione –assente nella fonte primaria – che ricollegava al difetto sopravvenuto di detti requisiti una facoltà di recesso. I protagonisti del caso di specie, che soddisfacevano le prescrizioni statutarie all'atto di ingresso nella compagine (nel 2006), a seguito del trasferimento della residenza e dell'attività lavorativa in altro comune (nel 2012) avevano espresso la volontà di sciogliere il vincolo che li legava alla società. La banca contestava la legittimità del recesso, ritenendo che le caratteristiche soggettive descritte in statuto dovessero essere ricostruite alla luce delle «Istruzioni di vigilanza» di cui alla Circ. 229/1999, secondo le quali il presupposto dell'«operare con carattere di continuità» nella zona di competenza doveva ritenersi soddisfatto «qualora la zona medesima costituis[se] un “centro di interesse” per l'aspirante socio»; con la precisazione che «[t]ali interessi po[teva]no sostanziarsi sia nello svolgimento di un'attività lavorativa propriamente detta (ad es., attività di lavoro dipendente o autonomo che si avval[esser]o di stabili organizzazioni ubicate nella zona di competenza medesima), sia nell'esistenza di altre forme di legame con il territorio, purché di tipo essenzialmente economico (per es., la titolarità di diritti reali su beni immobili nella zona di competenza territoriale della banca)» (così Tit. VII, Cap. 1, Sez. II, § 3, nt. 3). Una notazione, quest'ultima, che Banca d'Italia ha poi confermato nelle «Disposizioni di vigilanza per le banche» di cui alla Circ. 285/13 (cfr. Parte III, Cap. 5, Sez. II, § 3.1, nt. 1). Mentre, dunque, lo statuto della banca adottava una lettura rigorosa dell'art. 34, co. 2, t.u.b. (il requisito di operatività continuativa era da esso inteso esclusivamente come stabile svolgimento di un'attività), le «Istruzioni di vigilanza» ne presceglievano un'interpretazione estensiva (a essere incluso in detta nozione era sia lo svolgimento di un'attività lavorativa «propriamente detta», sia la titolarità di «altre forme di legame con il territorio»). Ora, è senz'altro condivisibile che il brano delle «Istruzioni di vigilanza» in questione avesse una valenza squisitamente interpretativa: il relativo enunciato indicava espressamente ciò che («può» o, diremmo oggi) poteva ritenersi compreso nella nozione di operatività continuativa fissata dall'art. 34, co. 2, t.u.b. Una formula che sul piano letterale esprimeva soltanto una possibile accezione della locuzione e che, quindi, era inidonea a erigere alcun vincolo all'autonomia statutaria. La lettura estensiva della fonte primaria era quindi solo

collegio ha compiuto valutazioni, e annotato riferimenti, che rivelano un approccio senz'altro più analitico rispetto alle pronunce che l'hanno preceduta, sicché, pur in un quadro non completo, è identificabile, ed è apprezzabile, un iniziale discernimento critico dei problemi. A partire dall'esplicita rilevazione delle difficoltà di decifrazione degli indici di diritto positivo – o, quanto meno, di buona parte di essi – che già si sono evidenziate (v. par. 2).

Giova allora riconsiderare la questione, per così dire, dal principio, tornando proprio alla cornice normativa di riferimento.

proposta – e non già imperativamente imposta – alle b.c.c. e ai loro soci. A confermare l'indole non precettiva, del resto, anche la condotta della stessa Banca d'Italia: la quale, nel valutare in sede di vigilanza statutaria (cfr. art. 14, co. 1, lett. c, t.u.b., nonché art. 56 t.u.b.) la declinazione restrittiva fatta propria dai patti sociali, non aveva sollevato obiezioni di sorta – evidentemente – circa il mancato allineamento dei medesimi con quanto affermato nella Circ. 229/99.

⁴³ È vero che il testo unico rimanda a Banca d'Italia la fissazione dei «criteri» in base ai quali gli statuti delle b.c.c. definiscono le «norme» relative «alla competenza territoriale» (art. 35, co. 2, t.u.b.). Tale richiamo sembra però rivolto alle regole di perimetrazione dell'ambito di operatività della banca: che infatti viene identificato dalle «Istruzioni di Vigilanza» come l'area definita (i) dai comuni ove poter stabilire le succursali, (ii) dai comuni, contigui a questi ultimi, in cui poter operare, nonché infine (iii) dai comuni ove, al darsi di certe condizioni, ove poter aprire sedi distaccate statutariamente nominate (Circ. 229/99, Tit. VII, Cap. 1, Sez. II, § 4; cfr. oggi Circ. 285/2013, Parte III, Cap. 5, Sez. II, § 4). Seppur chiaramente connessi, i criteri di competenza territoriale di una b.c.c., da una parte, e i parametri in base ai quali riscontrare l'appartenenza a essa dei relativi soci, dall'altra, sono da considerare separatamente: come emerge pure a proposito dei controlli sulle modifiche statutarie, ove «la competenza territoriale» e «i soci» sono profili oggetto di distinta considerazione (Circ. 229/1999, Tit. III, Cap. I, Sez. II, § 1.2; cfr. oggi la Circ. 285/2013, Parte III, Cap. 5, Sez. II, § 5.1). A ben guardare, inoltre, il requisito dell'operatività continuativa nell'ambito di competenza della b.c.c. è prescritto da una norma di rango primario (art. 34, co. 2, t.u.b.) che è del tutto autosufficiente nel suo contenuto prescrittivo, nel senso che, per essere applicata, non richiede alcuna integrazione o specificazione. Ben si può ben immaginare in effetti una b.c.c. il cui statuto, una volta definita la competenza territoriale dell'impresa – questo sì un passaggio indefettibile – nulla dicesse a proposito dei requisiti di ammissione dei soci. Le indicazioni del testo unico basterebbero per stabilire se chi si candida come socio sia in grado di soddisfare, o meno, le condizioni per essere accolto. Certo le nozioni di «residenza» e di «sede» sono più definite, mentre quella di «operatività continuativa» presenta un'intrinseca elasticità; ma si tratta di un margine di duttilità che, nell'indicare gli elementi chiave del concetto – svolgere una qualche attività («operare») in modo non occasionale («con continuità») – permette comunque un'applicazione della prescrizione diretta, così come il legislatore l'ha dettata.

4. *Il catalogo di atti ex art. 4, co. 1, t.u.b.: una proposta di lettura*

Un dato, sino a ora forse non tenuto nella dovuta considerazione, è che la lista di atti *ex art. 4 t.u.b.* non costituisce un campionario di provvedimenti muniti di una certa forma o di un certo *nomen* (non è, in altri termini, una norma di riconoscimento della tipologia di atti emanabili), ma delinea un quadro di sintesi della varia natura giuridica che le misure adottate da Banca d'Italia possono avere. «[R]egolamenti», «istruzioni», «provvedimenti di carattere particolare» sono esattamente, e solo, questo: il catalogo della diversa coerenza dei provvedimenti elaborabili da detta autorità⁴⁴.

Non è raro, invero, che quella prescrizione sia intesa come norma di rimando alle (altre) occorrenze legislative delle locuzioni che in essa vengono ricordate, soprattutto per quanto concerne i «regolamenti» e le «istruzioni»⁴⁵. La stessa pronuncia napoletana, che più sopra si evocava, è parsa cadere in una simile lettura, quando ha osservato che la legge non chiarisce le modalità della pubblicazione da impiegare «per le istruzioni di vigilanza e per i numerosi casi in cui la legge attribuisce poteri normativi a Banca d'Italia senza precisare la forma nella quale essi vadano esercitati»⁴⁶.

Ora, a parte il fatto che una simile impostazione non sembra coerente con altri, ben più generali, riferimenti di sistema (per es., il significato che alla locuzione «regolamento» è conferito dall'art. 17 l. 23 agosto 1988, n. 400)⁴⁷, un dato da considerare è che in concreto la forma e, per

⁴⁴ Uno spunto in S. VINCI, *op. cit.*, 20 ss., la quale osserva pure che l'art. 4 t.u.b. rivela «consapevolezza, da parte del legislatore, della distinzione tra atti amministrativi di carattere generale e regolamenti».

⁴⁵ Così, per es., quando si rileva che nonostante la previsione dell'art. 4 t.u.b., tale provvedimento di legge «non menziona poi (contrariamente al t.u.f.) atti di tipo formalmente regolamentare da emanarsi da parte della Banca [d'Italia]» (E. GALANTI, *Il sistema delle fonti*, cit., 144, nel testo e in nt. 72. Nello stesso senso (M. CLARICH -) E.L. CAMILLI, *sub artt. 2-4*, cit., 30, nel testo e in nt. 98, nonché C. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche*, cit., 163.

⁴⁶ Trib. Napoli, 12 settembre 2019, cit.

⁴⁷ Ove, per un verso, l'espressione è compatibile con varie soluzioni di forma, differenziate a seconda dell'oggetto della disciplina (decreti del presidente della repubblica, decreti ministeriali, decreti interministeriali: cfr. art. 17, co. 1-3); e, per altro verso, si prevede a chiare lettere che detti provvedimenti debbano «recare la

altro verso, la denominazione degli atti di Banca d'Italia possono mutare anche in misura notevole, rispetto al quadro rappresentato dall'art. 4 t.u.b.

La forma per es. (improntata, come è per tutte le fonti sub-legislative, alla regola dell'atipicità)⁴⁸ può essere quella delle «circolari», o dei «provvedimenti», o delle «comunicazioni». La denominazione, dal canto suo, può assumere le vesti delle «Istruzioni di vigilanza per le banche» (secondo la versione risalente alla Circ. 229/99) o delle «Disposizioni di vigilanza per le banche» (secondo l'enunciato ora in voga) o delle più generiche ancora «Disposizioni»⁴⁹. Non mancano casi, poi, in cui le diversificazioni investono vuoi il titolo dei singoli atti, vuoi le categorie volte a comprenderli: come accade per gli «Orientamenti di vigilanza» (su cui si tornerà *infra*, in par. 6), tra i quali si includono documenti denominati «Linee Guida», o «Raccomandazioni», ecc.

Tutta questa ricchezza di soluzioni e varianti, invece, non ricorre – nel senso che non può ricorrere – sul piano della natura giuridica. Su questo piano, tre sole sono le possibili opzioni, ben indicate dall'art. 4 t.u.b.: fonte secondaria del diritto («regolamenti»), azione amministrativa di portata singolare («provvedimenti di carattere particolare») e, infine, misura amministrativa di portata generale o, come forse da preferire, superindividuale («istruzioni»)⁵⁰.

denominazione di “regolamento”» (art. 17, co. 4), evidentemente sul presupposto che altro sia l'essere fonte di rango regolamentare e altro sia, a scopo di chiarezza, il denominarsi in tal modo.

⁴⁸ Cfr. P. CARETTI - U. DE SIERVO, *Diritto costituzionale e diritto pubblico*, Torino, 2017, 587 s. Cfr. anche A. MORRONE, *op. cit.*, 196, che parla di «un insieme aperto, disponibile da parte delle fonti primarie abilitanti».

⁴⁹ Anche A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Le fonti del diritto del sistema finanziario*, in *Manuale di diritto commerciale*, M. CIAN (a cura di), Torino, 2018, 645, riconosce la varietà di «denominazione e [...] di [...] rango sotto il profilo della gerarchia delle fonti» della normativa secondaria emanata da Banca d'Italia, Consob, Ivass, così implicitamente sottolineando l'indicatività tutto sommato relativa dei titoli di volta in volta impiegati.

⁵⁰ In dottrina non v'è identità di opinioni in merito al tipo di atto amministrativo che i provvedimenti di Banca d'Italia, diversi da quelli particolari, sono (o possono essere). Alcuni evocano la risalente figura degli ordini (F. CAPRIGLIONE, *sub art. 4, cit.*, 37), altri parlano di atti amministrativi generali (M. CLARICH, *Per uno studio sui poteri normativi della Banca d'Italia*, cit., 59 ss.), altri ancora, in alternativa a quest'ultima qualificazione, di atti plurimi (R. COSTI, *L'ordinamento bancario*, cit.,

Un elemento che genera una qualche confusione, certo, è che quest'ultima locuzione – «istruzioni» (con l'iniziale minuscola) – sia di fatto identica al titolo assegnato, come già ricordato, alla Circ. 229/99 e ad altri provvedimenti: «Istruzioni di vigilanza» (con l'iniziale maiuscola). Ma, una volta che la reale funzione è portata dall'art. 4 t.u.b. siano messe a fuoco, si coglie agevolmente il possibile equivoco e si è, così, in grado di evitarlo e superarlo: ulteriormente supportati, tra l'altro, dalla circostanza che quell'ambigua intestazione sia stata poi sostituita dalla dizione più neutra, e per ciò stesso preferibile⁵¹, di «Disposizioni di vigilanza per le banche» (Circ. 285/2013). Non sono quindi le «istruzioni», intese come la categoria di cui discorre l'art. 4 t.u.b., a essere, come in dottrina pure si è detto, «bonne à tout faire»⁵²: lo sono piuttosto i singoli provvedimenti, magari pure intitolati «Istruzioni di vigilanza», che Banca d'Italia di volta in volta adotta.

Non ci si nasconde, inoltre, che un certo squilibrio nell'art. 4 t.u.b. deriva pure da un ulteriore fattore. Mentre per i «regolamenti» tale disposizione opera solo come norma a supporto della qualificazione della natura dei vari atti, sul presupposto che Banca d'Italia disponga del potere di emanare questi ultimi in virtù di altre previsioni di rango primario; per quanto concerne le «istruzioni», invece, detta prescrizione spiega effetto anche come norma di competenza, ossia come prescrizione che, in termini generali, attribuisce il potere di adottare provvedimenti amministrativi di portata non individuale⁵³.

132). Si tratta di categorie che, pur sullo sfondo di alcune caratterizzazioni in linea di principio nitide, presentano ancora contorni discussi: i maggiori problemi addensandosi sugli atti amministrativi generali, sia in termini generali (cfr. C. CUDIA, *L'efficacia «dimensionale» dell'atto amministrativo: il caso dei destinatari degli atti amministrativi generali*, in *Dir. amm.*, 2016, 724 ss.), sia con riferimento alla possibilità di assimilare a essi i regolamenti delle autorità indipendenti (cfr. M. MAZZAMUTO, *op. cit.*, 705 ss.).

⁵¹ Rilievi simili in E. GALANTI, *Il sistema delle fonti*, cit., 144, nt. 70. D'altro canto, la locuzione «disposizioni di vigilanza» era già stata impiegata dalla stessa Banca d'Italia nella *Premessa* della Circ. n. 229/99, proprio a indicare la varietà dei contenuti del documento (cfr. in part. il relativo § 2): la notazione è di S. VINCI, *op. cit.*, 26, nel testo e in nt. 79.

⁵² Così A. ANTONUCCI, *op. cit.*, 27.

⁵³ Cfr. M.A. STEFANELLI, *op. cit.*, 185, la quale, sulla scorta del confronto con la previgente legge bancaria, conclude che «con norma di principio il legislatore ha inteso attribuire alla Banca d'Italia in via generale il potere di emanare istruzioni di vigilanza ogniqualevolta lo ritenga opportuno» (e cfr. pure *ivi*, 160). Cfr. inoltre E.

Anche tale circostanza, però, una volta colta e identificata, non pare eccessivamente problematica e risulta anzi coerente con il sistema.

Da un lato, infatti, l'elaborazione da parte di Banca d'Italia di norme con forza di regolamento – vale a dire di prescrizioni che, modificando l'ordinamento giuridico (*innovatività*), disciplinano una classe di fattispecie future e ipotetiche (*astrattezza*) rispetto a una platea aperta di destinatari (*generalità*)⁵⁴ – presuppone, in conformità all'art. 41, co. 3, Cost., una specifica attribuzione di potere da parte della legge⁵⁵. Dall'altro lato, l'enunciazione di precetti che – in quanto privi di una o più delle citate caratteristiche (in genere, della prima) – hanno rango solo amministrativo⁵⁶, può trovare fondamento già nel solo art. 4 t.u.b.

GALANTI, *Il sistema delle fonti*, cit., 139, nt. 59, nonché già B.G. MATTARELLA, *Il potere normativo della Banca d'Italia*, cit., 240. Sulla falsariga proprio di MATTARELLA (ivi, 237) anche Trib. Napoli, 12 settembre 2019, cit., ha rilevato il carattere «tipico» del potere di emanare regolamenti e quello invece «innominato» di adottare istruzioni, sicché queste ultime possono essere emanate «anche quando non è previsto dalle singole norme che regolano i diversi settori dell'attività creditizia».

⁵⁴ È ormai insegnamento tradizionale che per l'identificazione delle fonti del diritto, non potendosi fare affidamento su criteri di natura formale (cfr. sul punto G.U. RESCIGNO, *L'atto normativo*, Bologna, 1998, 13 ss.), si debba ricorrere agli indici sostanziali ricordati nel testo (cfr. R. GUASTINI, *Teoria e dogmatica delle fonti*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, vol. I, t. 1°, Milano, 1998, 40 s.), pur nella consapevolezza dei limiti, e pure delle difficoltà applicative, che una simile ricostruzione presenta (cfr. P. CARETTI - U. DE SIERVO, *op. cit.*, 570 ss.).

⁵⁵ Secondo l'insegnamento tradizionale, «la copertura costituzionale generale» dell'attribuzione ad autorità amministrative, mediante leggi, di «poteri di regolazione e controllo relativamente a tutte le attività imprenditoriali che incidono su pubblici interessi» è da ravvisare nell'art. 41, co. 3, Cost. (così, in luogo di molti, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *op. cit.*, 643). Per un'analisi delle implicazioni derivanti dal rispetto di tale riserva di legge, cfr. R. COSTI, *Governo delle banche e potere normativo della Banca d'Italia*, in *Giur. Comm.*, 2008, 1, 1270 ss. Per l'applicabilità dell'art. 41, co. 3, Cost. all'attività bancaria, cfr. G. OPPO, *Libertà di iniziativa e attività bancaria*, in *Riv. dir. civ.*, 1990, I, 469.

⁵⁶ Che la distinzione tra atti regolamentari e atti amministrativi debba compiersi sulla base di detti criteri sostanziali ha trovato conferma, oltre che nella giurisprudenza amministrativa (Cons. Stato, ad. plen., 4 maggio 2012, n. 9; Cons. Giust. amm. Sicilia, sez. giurisd., 14 marzo 2011, n. 200), pure in quella costituzionale (C. Cost. 22 luglio 2010, n. 278). In dottrina, tuttavia, non si è mancato di notare, giustamente, come tale opzione ermeneutica collida con i criteri, invece eminentemente formali, con cui vengono tradizionalmente a distinguersi gli stessi atti amministrativi dagli atti legislativi (come dimostra anche il caso delle cc.dd. leggi-provvedimento: cfr. M.

Le varie tessere che compongono il mosaico – o per lo meno che lo componevano all’emanazione del testo unico bancario – sembrano trovare così, ragionevolmente, collocazione.

5. *L’ipotesi della natura regolamentare di tutte le indicazioni di vigilanza con contenuto precettivo: critica*

Ci si potrebbe a questo punto chiedere se la partizione prefigurata dall’art. 4 t.u.b., come appena ricostruita ed esposta – e come rispondente alle esigenze esistenti al momento del varo del testo unico – sia ancora attuale o si debba considerare superata dagli sviluppi nel frattempo intervenuti. Occorre valutare, in particolare, se le disposizioni elaborate da Banca d’Italia e aventi contenuto precettivo siano oggi di per sé espressione di un potere sempre «regolamentare».

Già diversi anni fa si era rilevato come fenomeno in quel momento in corso di emersione che, per effetto dell’abbandono della vigilanza come pianificazione/programmazione dell’attività e avvicinamento al paradigma della determinazione delle regole e verifica della loro osservanza, «quelle che in passato potevano essere qualificate come norme interne, acquistano sempre più rilevanza esterna diretta nell’ordinamento giuridico generale» e che dunque «gli atti che le pongono vanno annoverati tra le fonti del diritto in senso proprio»⁵⁷.

Il fatto che, a far data dalla legge per la tutela del risparmio, gli atti «aventi natura regolamentare» e quelli «di contenuto generale» (v. par. 2) siano assoggettati al medesimo procedimento di adozione (cfr. art. 23 l. 262/2005), potrebbe aver ulteriormente favorito un tale corso degli

RAMAJOLI - B. TONOLETTI, *Qualificazione e regime giuridico degli atti amministrativi generali*, in *Dir. amm.*, 2013, 65 ss., 70 s.).

⁵⁷ Così M. CLARICH, *Per uno studio sui poteri normativi della Banca d’Italia*, cit., 59, che così marca il progressivo abbandono dell’idea del credito come «ordinamento sezionale», come noto elaborata da GIANNINI (*Osservazioni sulla disciplina della funzione creditizia*, in *Scritti giuridici in onore di Santi Romano*, vol. II, Padova, 1940, 705 ss., poi in *Scritti*, vol. II, Milano, 2002, 1 ss.). Si è di recente autorevolmente osservato, peraltro, con notazione di peculiare rilievo rispetto all’oggetto del presente lavoro, che in ogni caso quella concezione «non può far pensare all’esistenza di mondi chiusi e separati o non comunicanti; né può offuscare la circostanza [...] della contemporanea pluri-appartenenza e, dunque, della molteplice rilevanza entro più ambiti di atti o interessi» (P. GROSSI, *La tutela del risparmio a settant’anni dall’approvazione dell’articolo 47 della Costituzione*, in *Bancaria*, 2017, fasc. 6, 9).

eventi, agevolando il fenomeno – per così dire contrario a quello della «fuga dal regolamento» da tempo rilevato per gli atti normativi di rango secondario del Governo⁵⁸ – di progressivo abbandono dello strumentario amministrativo e, così, di spinta verso quello degli atti normativi veri e propri.

La più volte evocata pronuncia del Tribunale di Napoli – pur senza compiere alcuna delle riflessioni appena riferite o appuntate – sembra in definitiva assumere una prospettiva di tal genere.

Nel contrapporre i casi in cui le previsioni emanate da Banca d'Italia «integr[a]no il dettato normativo» e le ipotesi in cui esse «si limitano ad impartire direttive ai soggetti vigilati *ex art. 5 t.u.b. e/o a offrire criteri di specificazione o interpretazione*» di quello stesso dettato normativo, i giudici partenopei hanno affermato che solo le prime possono «considerarsi fonte secondaria del diritto e ricondursi nel *genus* dei regolamenti» (e, in quanto tali, possono essere idonee a produrre effetti anche nei confronti di soggetti terzi rispetto al rapporto di vigilanza), mentre le seconde «di certo non possono equipararsi a dei regolamenti».

Stando allo sviluppo testuale della sentenza, vi sarebbe cioè una sostanziale dicotomia tra disposizioni aventi contenuto esclusivamente ermeneutico o, al più, applicativo⁵⁹ e indicazioni di vigilanza aventi contenuto precettivo e natura *ex se* regolamentare. La prospettiva di previsioni aventi sì contenuto precettivo, ma natura soltanto amministrativa, non sarebbe, in buona sostanza, contemplata⁶⁰.

Ora, va riconosciuto che, su un piano per così dire di *policy*, l'idea secondo cui gli atti di vigilanza elaborati da Banca d'Italia siano di per sé, e a tutti gli effetti, atti normativi (e, dunque, fonte secondaria del diritto) può costituire una prospettiva per certi versi invitante,

⁵⁸ Per un inquadramento, cfr. B. TONOLETTI, *Fuga dal regolamento e confini della normatività nel diritto amministrativo*, in *Dir. amm.*, 2015, 389 ss.

⁵⁹ Come quelle in concreto rilevanti nella controversia del caso di specie: v. nt. 42.

⁶⁰ La prospettiva di una bipartizione tra canoni propriamente normativi, e di rango regolamentare, e canoni solo ermeneutici, era già in qualche modo emersa anche in B.G. MATTARELLA, *Il potere normativo della Banca d'Italia*, cit., 242. Si trattava, però, di una prospettiva elaborata non già come strumento per la qualificazione di disposizioni già emanate, bensì come indicazione operativa, rivolta a Banca d'Italia, per l'esercizio *ex novo* della potestà normativa che l'ordinamento le assegna: un esercizio da compiersi, secondo l'a., «in forma regolamentare tutte le volte che [detta potestà] incid[a] sull'attività imprenditoriale».

accattivante. Un sistema delle fonti in materia creditizia più asciutto potrebbe in ultima analisi giovare alla sua utilizzabilità, in quanto il regime applicabile a tutte le sue componenti verrebbe uniformato⁶¹ e, così, semplificato⁶².

⁶¹ E v. nt. 6.

⁶² L'ipotesi ricostruttiva, che sulla scorta della sentenza partenopea si sta discutendo nel testo, potrebbe forse trovare un qualche riscontro, pur se nel campo della trasparenza contrattuale, anche nella recente pronuncia della Corte costituzionale 22 dicembre 2022, n. 263, reperibile in *DeJure*, in materia di rimborso anticipato del credito al consumo (intervenuta quando il presente lavoro era già in fase di revisione finale). Oggetto di considerazione (e, poi, di censura) da parte della Consulta è stata la disciplina che il d.l. 25 maggio 2021, n. 73, conv. in l. 23 luglio 2021, n. 106, ha introdotto al fine di recepire – in rapporto al diritto del consumatore, che abbia restituito anticipatamente il finanziamento, a ottenere una riduzione del costo totale del credito (cfr. art. 16, par. 1, dir. 2008/48/CE) – il principio sancito con la decisione *Lexitor* dalla Corte di giustizia dell'Unione Europea (sentenza 11 settembre 2019, in causa C-383/18), ossia l'inammissibilità, ai fini dell'individuazione degli oneri dal consumatore ripetibili, di ogni distinzione tra c.d. costi *up-front* e costi *recurring* (e cfr. ora, a seguito del citato d.l. 73/2021, il nuovo testo dell'art. 125 *sexies* t.u.b.). Il sindacato della Corte costituzionale, in particolare, si è appuntato sul regime transitorio delineato dall'art. 11 *octies*, co. 2, d.l. 73/2021, che ha prescritto, per i contratti stipulati prima dell'entrata in vigore della legge di conversione del decreto, che l'evocato diritto alla riduzione del costo totale del credito restasse assoggettato (i) all'art. 125 *sexies* t.u.b. ante-riforma e, ciò che qui segnatamente interessa, (ii) alle «norme secondarie contenute nelle disposizioni di trasparenza e di vigilanza della Banca d'Italia vigenti alla data di sottoscrizione dei contratti» (riferimento da intendersi al provvedimento «Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari - Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti», approvato da Banca d'Italia il 29 luglio 2009 e rivisto, tra l'altro, il 9 febbraio 2011: cfr. in particolare i passaggi contenuti in Sez. VII, § 5.2.1, nt. 3, e in Sez. XI, § 2, nt. 1). Ebbene, nello scrutinare la legittimità costituzionale di detto regime transitorio la Consulta, pur senza spendersi in una compiuta analisi circa la natura giuridica delle previsioni elaborate da Banca d'Italia, si è per un verso riferita a esse, *sic et simpliciter*, come a «norme secondarie» (e, in un paio di occorrenze, come a vere e proprie «norme regolamentari») e, per altro verso, ha escluso che il rimando contenuto nell'art. 11 *octies*, co. 2, d.l. 73/2021 potesse estendersi all'ulteriore provvedimento, emanato da Banca d'Italia il 4 dicembre 2019 e intitolato «Linee orientative», poiché non contenente «disposizioni precettive in materia di trasparenza e di vigilanza, suscettibili di essere evocate dall'art. 11 *octies*, co. 2, in quanto le [relative] previsioni non hanno integrato o emendato i precedenti provvedimenti pubblicati in *Gazzetta Ufficiale*». Con il che la Corte costituzionale sembrerebbe aver descritto un quadro non molto lontano da quello prefigurato, in tema di vigilanza sulle banche, dal Tribunale di Napoli: con la distinzione tra, da una parte, mere indicazioni orientative o interpretative e, dall'altra parte, vere e proprie previsioni precettive, di rango

Cionondimeno, è davvero piuttosto arduo individuare un indice normativo, o di sistema, che autorizzi a constatare un simile, definitivo, cambio di passo.

Nonostante i radicali mutamenti intervenuti nel decennio scorso nell'assetto istituzionale del diritto bancario, rispetto a questo specifico problema la cornice ordinamentale resta inalterata. Quegli stessi indici normativi che or ora si richiamavano come prova di una possibile evoluzione in corso di svolgimento, nella loro enunciazione letterale non entrano in aperto contrasto con il catalogo di atti stilato dall'art. 4, co. 1, secondo per., t.u.b. e anzi, in definitiva, sembrano presupporlo e reiterarlo.

A rimanere immutate, soprattutto e in ogni caso, sono le esigenze di fondo del sistema di vigilanza, che rendono ancora intrinsecamente utili tanto atti propriamente regolamentari, quanto atti solamente amministrativi⁶³. Il citato elenco di cui all'art. 4 t.u.b., cioè, continua a rispondere alle necessità regolatorie che Banca d'Italia può incontrare nella supervisione del mercato creditizio, nel senso che le due tipologie di natura giuridica che tale prescrizione contempla per gli atti generali – «regolamenti», «istruzioni» – ben riflettono i tipi di intervento che Banca d'Italia può essere chiamata a compiere.

Se ne ha conferma compulsando brevemente le vigenti «Disposizioni di vigilanza per le banche» (Circ. 285/2013), ove – pur nel contesto di una continua alternanza tra canoni di valenza differente (che si riflette, inevitabilmente, su una certa difficoltà/precarietà della

secondario e natura regolamentare, nonché con l'identificazione della pubblicazione in *Gazzetta Ufficiale* come attributo tipico di questo secondo genere di disposizioni. Tra i fattori che potrebbero aver avuto un'influenza non trascurabile sullo sviluppo argomentativo della Corte, peraltro, oltre che la ricorrenza di un orientamento consimile nel vicino settore della forma dei contratti (e v. nt. 30), la ricorrenza di un riferimento alle «norme secondarie» nel corpo dell'art. 11 *octies*, co. 2, d.l. 73/2011, della cui legittimità costituzionale si trattava.

⁶³ Pur nell'ambito di una scrupolosa ricostruzione dell'impatto del diritto euro-unitario sui principi costituzionali ex artt. 41, co. 3, e 47 Cost., S. AMOROSINO, *La regolazione pubblica delle banche*, cit., 11 ss., 16 s., annovera tuttora nel sistema delle fonti del diritto bancario (e dei mercati finanziari in genere), sia gli atti di rango regolamentare («prevalentemente di competenza delle autorità di vigilanza nazionali»), sia gli atti di tipo terziario a contenuto tecnico («provvedimenti amministrativi generali a contenuto precettivo», elaborati dalle medesime istituzioni). Sulla categoria delle norme terziarie, cfr. M. MAZZAMUTO, *op. cit.*, 684 ss.

qualificazione) – sono reperibili indicazioni riconducibili, appunto, ad ambedue le declinazioni di intervento. A scopo puramente esemplificativo, si consideri quanto disposto da Banca d'Italia in tema di attività di rischio e conflitti di interesse nei confronti dei soggetti collegati (cfr., sulla scorta dell'art. 53, co. 4 e 4 *quater*, t.u.b., quanto prescritto nella Circ. 285/2013, Parte III, Cap. 11)⁶⁴.

Così, sembra di poter intendere come previsioni a pieno titolo regolamentari quelle concernenti: (i) le nozioni che stabiliscono l'ambito di applicazione oggettivo di detta disciplina («parte correlata», «soggetti connessi», «soggetti collegati», «attività di rischio», atti che «non si considerano operazioni con soggetti collegati», atti qualificabili come operazioni rispettivamente «di maggiore rilevanza», di «minore rilevanza» ovvero «ordinarie», ecc.; cfr. Sez. I, § 3); (ii) l'individuazione degli intermediari e, più in generale, dei soggetti con cui viene perimetrato, invece, l'ambito di applicazione soggettivo del medesimo compendio normativo (cfr. Sez. I, § 4); soprattutto, (iii) l'articolazione del cuore della disciplina in termini, per un verso, di limiti prudenziali (cfr. Sez. II, § 1) e, per altro verso, di procedure deliberative rafforzate (cfr. l'intera Sez. III).

Per contro, si possono ragionevolmente considerare esempio di canoni di matrice prettamente amministrativa – poiché prive di

⁶⁴ Al fine di mantenere il dialogo con la più volte evocata pronuncia del Tribunale di Napoli, 12 settembre 2019, cit., il discorso potrebbe essere compiuto anche con riferimento ai segmenti della Circ. 285/2013 relativi a b.c.c. e banche popolari. Sarebbero per es. un campione di previsioni senz'altro regolamentari quelle relative alla misura entro cui può essere limitato il diritto al rimborso in caso recesso (cfr., sulla scorta dell'art. 28, co. 2 *ter*, t.u.b., e prim'ancora dell'art. 29 CRR, quanto prescritto in Parte Terza, Cap. 4, Sez. III); così come lo sarebbero i criteri sulla base dei quali gli statuti di b.c.c. definiscono la propria competenza territoriale o le modalità di raccolta e di impiego (cfr., alla luce dell'art. 35, co. 2, t.u.b., quanto sancito in Parte Terza, Cap. 5, Sez. II, § 4, e rispettivamente Sez. III, §§ 1-3). Costituirebbe invece esempio di un canone di matrice essenzialmente amministrativa, essendo priva di innovatività rispetto a quanto già statuito a livello legislativo, l'indicazione analitica delle voci di bilancio che devono essere considerate per accertare il rispetto, da parte di una banca popolare (cfr. art. 29, co. 2 *bis*, t.u.b.), dei limiti massimi di attivo individuale e consolidato (cfr. Parte Terza, Cap. 4, Sez. II e All. A); così come lo sarebbe la precisazione dei termini per il perfezionamento dei procedimenti amministrativi (di accertamento, autorizzazione, iscrizione, ecc.) che, in applicazione della complessiva disciplina dedicata alle b.c.c., possono risultare in concreto necessari (cfr. Parte Terza, Cap. 5, Sez. I, § 5).

innovatività, rispetto al quadro legislativo e regolamentare così consegnato – (i) l’indicazione analitica delle modalità di calcolo dei menzionati limiti prudenziali (cfr. Sez. II, § 2); (ii) la prescrizione degli adempimenti operativi per la redazione e l’aggiornamento delle politiche interne in materia di controlli sulle attività di rischio e sui conflitti di interesse nei confronti dei soggetti collegati (cfr. Sez. IV, § 1); (iii) la regolamentazione delle eventuali segnalazioni alla Banca d’Italia, dell’attività di censimento dei soggetti collegati, nonché degli ulteriori provvedimenti che l’autorità di vigilanza può adottare (cfr. l’intera Sez. V); (iv) la precisazione dei termini per il perfezionamento dei procedimenti amministrativi (di identificazione di soggetti ulteriori rispetto a quelli collegati ovvero di determinazione di condizioni e limiti specifici per l’assunzione di attività di rischio ecc.) che possono risultare in concreto necessari (cfr. Sez. I, § 5)⁶⁵.

La piena congruenza dello schema delineato dall’art. 4 t.u.b. rispetto alle reali necessità della vigilanza trova così conferma, per così dire, nei fatti.

A fronte di fonti di rango primario contenenti solo, o soprattutto, regole generali o di principio, occorre che l’autorità sia abilitata ad adottare (e, poi, effettivamente adottati) sia disposizioni che, dotate di caratteristiche (di generalità, astrattezza, innovatività) omogenee a dette fonti, arricchiscano il quadro normativo da loro delineato; sia previsioni che, invece nel rispetto di quanto globalmente prescritto a livello primario e secondario, abbiano funzione essenzialmente attuativa o

⁶⁵ Di qualificazione meno immediata invece, la regolamentazione dei casi di superamento dei limiti prudenziali (cfr. Sez. II, § 3). Dette previsioni, in gran parte in continuità con le indicazioni relative alle modalità di calcolo già richiamate nel testo (cfr. Sez. II, § 2) e, quindi, di natura essenzialmente amministrativa, racchiudono tuttavia una prescrizione di più sicura natura regolamentare, là ove si sancisce che «[s]e il superamento dei limiti riguarda una parte correlata in virtù della partecipazione detenuta nella banca o in una società del gruppo bancario, i diritti amministrativi connessi con la partecipazione sono sospesi»: trattasi infatti di prescrizione attuativa del co. 4 *ter* (e non già, come per le altre indicazioni di vigilanza considerate nel testo, del co. 4) dell’art. 53 t.u.b. Parimenti di decifrazione più articolata le speciali regole relative alle banche di credito cooperativo e alle banche di garanzia collettiva (cfr. Sez. II, § 4), ove si alternano indicazioni di contenuto amministrativo (come per es., ancora una volta, quelle relative ai peculiari criteri di calcolo che in detti intermediari si devono osservare) e regolamentare (come per es., quelle che impongono determinati contenuti allo statuto delle b.c.c.).

esecutiva (o, al più, si rivolgano a cerchie determinate o determinabili di soggetti). È la ben nota distinzione, discussa ma in definitiva irriducibile, tra il disporre e il provvedere⁶⁶.

6. *I canoni di vigilanza non aventi contenuto precettivo (c.d. soft law o soft regulation)*

Le notazioni che precedono mettono indirettamente in luce come ogni sforzo di valutazione, discernimento e qualificazione non può che compiersi sul testo (ossia proprio sull'enunciato, sulla formulazione) delle previsioni di Banca d'Italia di volta in volta considerate. Nessun inquadramento è praticabile *a priori*, sicché l'esame si deve effettuare sul materiale rilevante in concreto: periodo per periodo, proposizione per proposizione.

Ciò vale, per la verità, non solo per distinguere i canoni di matrice regolamentare da quelli di indole amministrativa, ma anche, per così dire a monte di tale alternativa, per discriminare i veri e propri precetti, regolamentari o amministrativi che siano, dalle semplici indicazioni interpretative o orientative, che pure l'autorità di vigilanza emana.

Ci si riferisce a quelle regole che possiamo in ultima analisi classificare come *soft law* – o anche, essendo previsioni elaborate appunto dall'istituzione di supervisione e regolazione, come *soft regulation*⁶⁷ – dirette vuoi a codificare, o a stabilire, prassi o consuetudini (c.d. *pre-law*, o *para-law*, o ancora *quasi-law*)⁶⁸, vuoi a fornire spunti utili per la lettura e l'applicazione di disposizioni normative vere e proprie (c.d. *post-law*)⁶⁹.

⁶⁶ Cfr. R. GUASTINI, *op. cit.*, 41.

⁶⁷ Cfr. M. RAMAJOLI, *Self regulation, soft regulation e hard regulation nei mercati finanziari*, in *Riv. reg. merc.*, 2016, 53 ss., secondo la quale «è *soft regulation* la *soft law* propria di ambiti caratterizzati dalla presenza di autorità di regolazione, configurandosi tra le due nozioni un rapporto di genere a specie» (ivi, 60).

⁶⁸ Cfr., in contesti diversi, le analisi di E. PARIOTTI, *Self-regulation, concetto di diritto, normatività giuridica*, in *Ars interpretandi*, 2017, 9 ss., di E. BATTELLI, *Brevi riflessioni sul superamento del positivismo legislativo e sull'ordine a normatività graduata nel diritto contrattuale*, in *Pol. dir.*, 2016, 423 ss., in part. 426, nonché ora di M.E. BUCALO, *Autorità indipendenti e soft law*, Torino, 2018, 7 ss., 15 ss.

⁶⁹ Cfr. l'analitica ricostruzione offerta da E. MOSTACCI, *La soft law nel sistema delle fonti: uno studio comparato*, Padova, 2008, 51 ss., nonché, più di recente, da

Il fenomeno, seppur osservabile in via trasversale in tutto l'ordinamento finanziario⁷⁰, si presenta sotto una luce particolare in quello creditizio, ove pare addirittura ricevere riconoscimento in prescrizioni di rango primario. Nondimeno, gli studiosi di diritto delle banche hanno, sino a ora, dedicato un'attenzione solo relativa al fenomeno, generalmente limitandosi a segnalare la concreta occorrenza⁷¹.

Il testo unico bancario prevede, sin dalla sua emanazione, che Banca d'Italia «determin[i] e rend[a] pubblici previamente i principi e i criteri dell'attività di vigilanza» (cfr. art. 4, co. 2, t.u.b.): così legittimando forme di guida e orientamento non prescrittive, a vantaggio non soltanto delle banche oggetto di supervisione, ma pure delle proprie strutture interne.

A ciò si è aggiunto, di recente, il diritto euro-unitario, che richiama le autorità nazionali di vigilanza ad adottare, «nell'applicazione delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative» adottate in attuazione di CRD IV e CRR, «strumenti e prassi» di supervisione tra loro convergenti (cfr. art. 6, par. 1, CRD IV)⁷². Il che ben dimostra, sul piano appunto del *soft law/soft regulation*, quel fenomeno di generale espansione della «sfera della regolazione eteronoma, di fonte pubblica»⁷³ che caratterizza tutta la disciplina bancaria, soprattutto dell'ultimo decennio.

Su un più semplice piano di fatto, d'altro canto, è dato rilevare che Banca d'Italia ha nel tempo creato gli «Orientamenti di vigilanza», che

M.E. BUCALO, *op. cit.*, 5 ss. La distinzione tra *pre-law*, *post-law* e *para law* è pure in G. MORBIDELLI, *Degli effetti giuridici della soft law*, in *Riv. reg. merc.*, 2016, 1 ss.

⁷⁰ Per un primo inquadramento, cfr. G. BRUZZONE - G.D. MOSCO, *L'attività collaborativa delle autorità amministrative indipendenti*, in *Analisi giur. econ.*, 2002, 403 ss. Per una prima analisi delle varie prassi osservate in materia dalle diverse autorità indipendenti, cfr. S. MORETTINI, *Il soft law nelle Autorità indipendenti: procedure oscure e assenza di garanzie?*, in *Osservatorio sull'Analisi d'Impatto della Regolazione*, 2011, paper 4/2011.

⁷¹ Cfr. per es. C. BRESCIA MORRA - U. MORERA, *L'impresa bancaria. L'organizzazione e il contratto*, cit., 110 s.; nonché A. ANTONUCCI, *op. cit.*, 26, nt. 42.

⁷² Per l'importanza degli strumenti di diritto tenue come «indispensabili misure di *governance* amministrativa dei mercati finanziari», cfr. M. ORTINO, *Il soft law nella disciplina dei mercati finanziari*, in *B.I.S.*, 2020, 118.

⁷³ La locuzione è mutuata da S. AMOROSINO, *Il "puzzle" delle fonti normative*, cit., 101.

si è già avuto modo di menzionare (v. par. 4), vale a dire un'apposita categoria di atti volta a ricomprendere provvedimenti aventi contenuto programmaticamente non vincolante.

Gli obiettivi di standardizzazione dei comportamenti delle imprese vigilate possono, in definitiva, essere perseguiti mediante una pluralità di strumenti, che tutti convergono verso un comune obiettivo: tant'è vero che, in dottrina, per riferirsi congiuntamente alla potestà normativo-regolamentare e amministrativa di Banca d'Italia e, al contempo, al relativo potere di esercitare *moral suasion* sugli intermediari vigilati, si è efficacemente parlato di «poteri [...] conformativi»⁷⁴ dell'istituzione. Nulla impedisce d'altro canto – e torniamo così a quanto si osservava al principio del paragrafo – che indicazioni di vigilanza meramente interpretative o orientative siano convogliate, in un medesimo atto, accanto ad altre aventi contenuto precettivo (regolamentari così come amministrative): senza che, come si è visto (v. ancora par. 4), eccessiva rilevanza debba essere assegnata alla forma o alla denominazione del provvedimento concretamente interessato⁷⁵. Sta all'interprete assumere un atteggiamento il più possibile laico, vagliando con cautela il composito materiale che di volta in volta viene in rilievo.

L'emanazione di canoni di vigilanza non vincolanti contestualmente a disposizioni di rango regolamentare o amministrativo, tra l'altro, risolve in via di fatto una questione che altrimenti si porrebbe, ossia la sottoposizione delle indicazioni di vigilanza non vincolanti alle regole formali-procedurali, già più sopra richiamate, previste dalla legge sulla tutela del risparmio.

⁷⁴ L'espressione è di M. CLARICH, *Per uno studio sui poteri normativi della Banca d'Italia*, cit., 66.

⁷⁵ Si è constatato, tuttavia, in modo del tutto simmetrico a quanto accade, appunto, con le «Istruzioni di vigilanza» (o ora con le «Disposizioni di vigilanza»), che talvolta nell'ambito di atti aventi valenza principalmente ermeneutica, come appunto gli «Orientamenti di vigilanza», sono racchiuse anche «considerazioni aventi un contenuto sostanziale più marcatamente "prescrittivo"»: così, nella dimensione prettamente nazionale, G. FALCONE, *Gli "orientamenti di vigilanza" in materia di remunerazione degli affidamenti e degli sconfinamenti*, in *N.L.C.C.*, 2019, 231, in relazione a quanto contenuto nella Comunicazione del 12 giugno 2018, in linea di principio avente funzione interpretativa di prescrizioni di legge (cfr. in part. l'art. 117 bis t.u.b.) e di norme di rango secondario (cfr. il d.m. 30 giugno 2012, n. 644).

L'enunciato letterale dell'art. 23 l. 262/05, infatti, stabilisce il proprio campo di applicazione riferendosi soltanto agli atti «aventi natura regolamentare» e «di contenuto generale». Se ne è tratta la conclusione che, almeno in via di principio, i provvedimenti meramente interpretativi non vi dovrebbero rientrare, in quanto «non contribuiscono alla posizione di nuove regole»⁷⁶.

Le ragioni di una simile soluzione sono chiare, comprensibili: l'autorità di vigilanza viene esonerata dall'allestire onerosi procedimenti di consultazione per comunicazioni o provvedimenti volti a fornire chiarimenti di mera natura operativa, magari in prossimità di adempimenti o scadenze. Una simile impostazione, tuttavia, rischia di produrre esiti indesiderati qualora l'orientamento applicativo o interpretativo di Banca d'Italia avesse ben diversa portata e in definitiva veicolasse, mutuando parole dello stesso art. 23 l. 262/05, vere e proprie «scelte di regolazione e di vigilanza del settore»⁷⁷. Ne è consapevole quello stesso interprete, la cui opinione si è appena richiamata, il quale ha precisato che a diverse conclusioni si debba giungere – e, dunque, che all'attivazione dell'*iter* di consultazione si debba pervenire – nel caso in cui i canoni di vigilanza a contenuto ermeneutico «finisc[a]no per far corpo con le disposizioni “interpretate”, definendone e integrandone il contenuto»⁷⁸.

Anche tale notazione è pienamente ragionevole. Come ben si comprende, però, il coordinamento tra tali due opzioni – ossia tra la regola (non assoggettamento all'art. 23 l. 262/2005) e l'eccezione (rispetto di tale norma di legge) – è assai delicato e può risultare, in concreto, disagiata.

Ecco dunque, come già si diceva, la felice constatazione che, almeno in alcuni dei casi più critici, il problema sia assorbito in via di fatto dalla coesistenza, nel medesimo atto, di simili indicazioni interpretative accanto a disposizioni «aventi contenuto regolamentare» e «di

⁷⁶ Così F. GUERRACINO, *op. cit.*, 243 s., 243.

⁷⁷ Una sottolineatura dell'importanza ermeneutica di tale locuzione, nell'economia dell'art. 23 e più in generale a livello sistematico, in M. ANTONIOLI (- A. DI PIETRO - D.U. GALETTA), *I procedimenti per l'adozione di atti regolamentari e generali*, in *Le nuove regole del mercato finanziario*, F. GALGANO, F. ROVERSI MONACO (a cura di), Padova, 2009, 435.

⁷⁸ Così ancora F. GUERRACINO, *op. cit.*, 244.

contenuto generale»: vale a dire previsioni la cui adozione è di per sé subordinata al rispetto dell'art. 23 l. 262/05.

7. La prospettiva di un'estensione di vincolatività delle indicazioni non precettive oltre i principi del diritto pubblico

Il principale problema degli atti di *soft regulation*, a ogni modo, al pari di quanto accade per le altre manifestazioni di diritto tenue, rimane quello di stabilire se e in che termini essi siano opponibili – e così, in qualche modo, applicabili – anche in assenza di un'espressa, o comunque dichiarata, manifestazione di adesione⁷⁹.

Di recente, la dottrina amministrativistica ha cercato di individuare nuovi spazi o nuove forme di efficacia per gli atti di *soft regulation*. Si è giunti così a prospettare una forma *sui generis* di obbligatorietà, che non è espressione di vera e propria forza normativa, ma semplice corollario della soggezione di chi opera in quei mercati alla vigilanza (anche) regolatoria delle autorità⁸⁰. Secondo tale prospettiva, la piena osservanza di tali previsioni si imporrebbe «salvo [...] si dimostri che tali indicazioni tecniche sono *contra legem* o che sono inadeguate e dunque non adattabili al caso concreto»⁸¹.

Occorre ricordare, tuttavia, che un simile sforzo è stato compiuto avendo riguardo a previsioni formulate come vere e proprie regole prescrittive di condotta, espresse in termini tali da non ammettere, nella loro stessa enunciazione, l'eventualità di un comportamento deviante (come sarebbe, invece, se le indicazioni fossero qualificate come

⁷⁹ Per alcune valutazioni generali circa la possibilità che i canoni di *soft regulation* abbiano contenuti, e producano effetti, definibili come «cripto *hard*», cfr. M. RAMAJOLI, *Self regulation, soft regulation e hard regulation*, cit., 70 s.

⁸⁰ Cfr. G. MORBIDELLI, *op. cit.*, 3 ss.

⁸¹ Così ancora G. MORBIDELLI, *op. cit.*, 3 ss., il quale osserva pure che «la norma tecnica, portata a confrontarsi con le specifiche circostanze di fatto, non è detto che non perda le originarie connotazioni di validità generate o di probabilità statistica, proprie della razionalità scientifica». In una prospettiva ulteriore, altri esponenti della letteratura pubblicistica hanno provato a definire una più moderna disciplina – per es., sotto il profilo della impugnabilità davanti agli organi della giurisdizione amministrativa – per questi provvedimenti che non sono né normativi, né amministrativi e che sono collocati «a metà strada tra il sistema delle fonti del diritto e la *governance* istituzionale» (M. RAMAJOLI, *Self regulation, soft regulation e hard regulation*, 70 s.).

semplicemente «preferibili» o «raccomandabili»). In assenza di tali caratteristiche di prescrittività per così dire apparente, testuale – e si è fatto anche il caso dei meri orientamenti interpretativi, più sopra richiamati – quella stessa dottrina ha ritenuto che l'unica possibile rilevanza giuridica di un atto di *soft regulation* sia la cosiddetta autolimitazione sull'amministrazione emanante: tenuta a rispettare, nei provvedimenti puntuali successivi, l'opinione espressa con le misure non vincolanti, salvo idonea motivazione a pena di annullabilità, per eccesso di potere, di quei medesimi provvedimenti⁸².

Non sembra questa la sede per prendere compiutamente posizione su simili ipotesi ricostruttive, che del resto si collocano al di là delle capacità di chi scrive. Pare più opportuno valutare se l'attribuzione di rilievo giuridico agli atti di *soft regulation* possa passare anche per diversa via, segnatamente attraverso lo strumentario del diritto privato: verificando cioè se, su quest'ultimo piano disciplinare, sia possibile assegnare a un certo atto – o, anche, a singole previsioni di un certo atto – quella effettività che, alla stregua dei soli principi gius-pubblicistici, non è possibile riconoscere. Verrebbe così a piena emersione uno dei fenomeni distintivi dell'esperienza giuridica contemporanea, ossia l'abbandono di ogni concezione solo verticale delle fonti di produzione del diritto e, in parallelo, l'affermazione di forme di cooperazione orizzontale tra attori diversi (istituzionali e non) nella genesi e, poi, nella diffusione delle regole⁸³. Regole tenui (o, se si desidera, deboli) all'origine e, però, destinatarie di consenso, e così di osservanza, forti.

Non si tratta di un'opzione di campo certo nuova. In dottrina è già stata avanzata e discussa da tempo l'ipotesi di qualificare taluni interventi regolatori delle autorità indipendenti – per la verità principalmente Agcom o (quella che oggi conosciamo come) Arera, ma senza escludere taluni provvedimenti di istituzioni di controllo del settore finanziario – come «clausole d'uso», ossia come componenti

⁸² Così G. MORBIDELLI, *op. cit.*, 2 e 4.

⁸³ A proposito della potestà normativa delle autorità indipendenti, d'altro canto, si è osservato che il fenomeno di «frammentazione sul piano amministrativo delle fonti del diritto», che da quella consegue, «attesta la progressiva sezionalità del sistema»; il che sollecita a «comprendere la giuridicità dei fenomeni sezionali senza rigide partizioni sistematiche, [...] dunque prescindendo dall'idea, e forse dal pregiudizio, di dover distinguere con nettezza diritto pubblico e diritto privato» (E. DEL PRATO, *Fonti legali ed usi*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, 520).

integrativi in via suppletiva (e dunque salvo diversa volontà delle parti) dei contratti stipulati tra gli operatori, assoggettati a vigilanza, e i relativi utenti-clienti (cfr. art. 1340 c.c.)⁸⁴. La tesi non ha mancato di sollevare obiezioni da parte di altri interpreti⁸⁵ e il dibattito non ha ancora raggiunto un approdo condiviso⁸⁶.

Qui si vuole considerare tuttavia, anche in ragione delle caratteristiche della regolazione bancaria e, segnatamente, della peculiare conformazione delle «Disposizioni di vigilanza» o «Istruzioni di vigilanza», una prospettiva ancora diversa, essenzialmente concentrata sui mezzi dell'ermeneutica contrattuale. Si tratta di un'ipotesi ricostruttiva in particolare utile per quelle indicazioni di *soft regulation* che sono espressamente congegnate, anche sotto il profilo della formulazione, come mere opzioni interpretative o applicative.

Uno spunto in questo senso, per la verità, proviene ancora una volta dalla pronuncia, più volte citata, del Tribunale di Napoli⁸⁷.

Attestata, infatti, l'estraneità rispetto alle fonti del diritto del brano delle «Istruzioni di vigilanza» rilevante nel caso concreto, e dunque la relativa natura non vincolante⁸⁸, e verificato il mancato richiamo (direttamente o indirettamente) di quel medesimo passaggio nello statuto della banca interessata, il collegio partenopeo ha cercato di stabilire se esso potesse essere comunque impiegato come mezzo ermeneutico proprio del contratto sociale. Se l'indicazione di Banca d'Italia fosse stata munita di forza cogente, essa avrebbe integrato

⁸⁴ Cfr. F. ADDIS, *Le clause d'uso nei mercati regolati*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, 320 ss.; ID., *La produzione di clause d'uso e la loro efficacia nei settori di mercato sottoposti al controllo di autorità indipendenti*, in *L'autonomia privata e le autorità indipendenti*, G. GITTI (a cura di), cit., 109 ss.; nonché G. GITTI, *Autorità indipendenti, contrattazione collettiva, singoli contratti*, ivi, 100 ss.

⁸⁵ Un ostacolo per così dire di principio potrebbe essere individuato nell'idea secondo cui l'incremento dell'attività regolatoria delle autorità indipendenti ha «a mano a mano eroso il terreno riservato agli usi» (così E. DEL PRATO, *op. cit.*, 517): ove ricorresse la prima, infatti, verrebbero fisiologicamente meno i secondi. Critiche più analitiche e puntuali, a ogni modo, si leggono in V. VITI, *Il contratto e le autorità indipendenti*, Napoli, 2013, 145 ss.

⁸⁶ Per un riesame della questione, cfr. E. BATTELLI, *La rinnovata rilevanza ermeneutica delle clause d'uso*, in *Riv. dir. priv.*, 2017, 573 ss., in part. 588 ss.

⁸⁷ Trib. Napoli, 12 settembre 2019, cit.

⁸⁸ Cfr. R. BIN, *Soft law, no law*, in *Soft law e hard law nelle società postmoderne*, A. SOMMA (a cura di), Torino, 2009, 31 ss.: «il *soft law*, per definizione, non c'entra con le fonti di diritto, ossia con l'*hard law*».

quest'ultimo secondo lo schema dell'art. 1374 c.c.⁸⁹. In assenza di un simile attributo, però, e in assenza pure, nei patti sociali, di un esplicito rimando al frammento delle «Istruzioni di vigilanza» specificamente rilevante, il problema è stato spostato sul piano dell'interpretazione, volendosi cioè verificare se lo statuto della banca, che di certo vincolava le parti in causa, potesse essere (ri)valutato alla luce dei canoni elaborati dell'autorità di vigilanza⁹⁰.

Si tratta di un'impostazione chiara, inequivoca, che tuttavia si risolve in uno spunto limitato e parziale, poiché circoscritto all'individuazione, tra le regole di interpretazione dei contratti, di quelle per le quali, nel caso concreto, l'ipotesi di dare una qualche valenza alle «Istruzioni di vigilanza» per via ermeneutica risulta non percorribile, non praticabile.

Il tribunale partenopeo ha infatti ritenuto che, nel caso di specie e alla luce degli interessi in gioco, un simile approccio avrebbe determinato un risultato in contrasto con il principio di interpretazione dei contratti secondo buona fede (cfr. art. 1366 c.c.)⁹¹. Non ha però

⁸⁹ Per un inquadramento circa i rapporti tra autonomia contrattuale e fonti eteronome, cfr. U. BRECCIA, *Le fonti del diritto contrattuale*, in *Enc. dir., Annali*, vol. III, Milano, 2010, 394 ss.

⁹⁰ Sull'interpretazione dello statuto di società di capitali, è d'obbligo il riferimento a C. ANGELICI, *Appunti sull'interpretazione dello statuto di società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1993, I, 797 ss., C. IBBA, *L'interpretazione degli statuti societari tra criteri oggettivi e criteri soggettivi*, in *Riv. dir. civ.*, 1995, I, 525 ss., U. TOMBARI, *L'interpretazione degli statuti di società. Profili di ermeneutica giuridica*, in *Diritto privato 2001-2002*, voll. VII-VIII, *L'interpretazione e il giurista*, Padova, 2003, 477 ss.

⁹¹ Non sembra sollevare obiezioni il richiamo al parametro della buona fede come strumento ermeneutico di uno statuto societario: né in astratto, poiché la praticabilità di tale ipotesi è stata di recente attestata anche dalla Suprema Corte (cfr. Cass. 14 marzo 2016, n. 4697, su cui cfr. S. GILOTTA, *Clausole statutarie "di salvaguardia" e principi di interpretazione dello statuto*, in *Giur. Comm.*, 2017, II, 532 ss., nonché E. PEDERZINI, *Variazioni in tema di modifica delle "clausole di salvaguardia" e interpretazione degli statuti di società*, *ivi*, 2017, I, 523), né in concreto, poiché il bilanciamento degli interessi in gioco compiuto dal Tribunale di Napoli sembra svolto correttamente (sui rischi connessi all'impiego del criterio della buona fede in ambito interpretativo, cfr. C. MARCHETTI, *L'interpretazione degli statuti societari: la giurisprudenza italiana nel quadro del diritto comparato*, in *Riv. soc.*, 2016, 868 s.). Nella prospettiva dei giudici napoletani, adottare una lettura estensiva delle previsioni statutarie della b.c.c. interessata alla luce delle previsioni di Banca d'Italia avrebbe significato frustrare notevolmente le aspettative di disinvestimento del socio: tra i due interessi coinvolti – quello del socio recedente alla realizzazione del proprio

chiarito il passaggio a ciò concettualmente preliminare, ossia la ragione per la quale le «Istruzioni di vigilanza» avrebbero potuto (o dovuto) essere impiegate per (ri)leggere lo statuto della banca. Non ha illustrato, in altri termini, perché indicazioni di Banca d'Italia aventi contenuto meramente orientativo siano (o dovrebbero essere) applicabili come strumento di interpretazione, salvo ricorrano, appunto, eventuali fattori ostativi.

Ebbene, gli ultimi rilievi del presente lavoro saranno dedicati a un tentativo di completamento di una simile riflessione, indagando se esistano, e quali siano, i principi che potrebbero supportare l'idea di una opponibilità “di principio” dei canoni di vigilanza non aventi contenuto precettivo.

Di primo acchito, si potrebbe pensare che detta opponibilità possa basarsi sul ruolo istituzionale dell'ente emanante⁹² o, anche, sulla sua

investimento e quello della società bancaria alla stabilità partecipativa – il primo sarebbe stato sacrificato oltre i confini di quanto ci si potrebbe attendere da un'interpretazione dello statuto secondo buona fede. Si può peraltro osservare che, per “fermare” l'interpretazione dello statuto alla luce della visione estensiva delle «Istruzioni di vigilanza» (v. nt. 42), sarebbe bastato il mero confronto della dizione adottata rispettivamente dalla legge, dalle «Istruzioni» appunto e, infine, dallo statuto: elementi idonei, a parere di chi scrive, per mettere a fuoco nella sua oggettiva riconoscibilità la volontà invece restrittiva del contratto sociale (art. 1362 c.c.; cfr. G. ALPA, *Il controllo giudiziale del contratto e l'interpretazione*, in *Riv. int. fil. dir.*, 2014, 202 s.) o comunque, superando ogni presunzione, per considerare ragionevolmente escluso quanto non espressamente menzionato nello statuto (cfr. art. 1365 c.c.). Tali profili non sono stati considerati dal Tribunale di Napoli, forse influenzato da quella tendenza della nostra giurisprudenza recente a valorizzare sempre più la buona fede come canone interpretativo (facendo passare questo ultimo – C. GRANELLI, *Autonomia privata e intervento del giudice*, in *Jus civile*, 2018, 400 – «da criterio sussidiario di interpretazione oggettiva a primario criterio di interpretazione soggettiva»), anche al di là del principio di gerarchia che, almeno secondo l'impostazione tradizionale (cfr. N. IRTI, *Dubbio e decisione*, in *Riv. dir. proc.*, 2001, 64 ss.; cfr. però N. LIPARI, *Per una revisione della disciplina sull'interpretazione e sull'integrazione del contratto?*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2006, 717 s.), dovrebbe animare l'applicazione dei criteri prescritti dagli artt. 1366 ss. c.c.

⁹² Il che sembrerebbe declinare, in diversa forma e con diversi effetti, quella soggezione al regolatore tanto importante per la dottrina amministrativistica di cui prima si diceva (v. nt. 80-82 e testo corr.).

intrinseca autorevolezza⁹³. Oppure, in una prospettiva legata all'atto, più che al soggetto, si potrebbe fare leva sulla collocazione delle regole di vigilanza rilevanti nel caso di specie nel medesimo provvedimento in cui trovano spazio previsioni dal contenuto propriamente precettivo (di natura regolamentare ovvero amministrativa: v. par. 6).

Senonché dette alternative – tutte suggestive e, nei termini che subito si diranno, pure munite di qualche elemento di fondatezza – non sono in quanto tali coordinabili con l'impostazione di fondo, che qui si sta considerando, ossia di restare concentrati sull'interpretazione dello statuto. Poiché, cioè, l'analisi è stata spostata dal piano delle fonti del diritto a quello dell'interpretazione dei contratti, è su quest'ultimo che va individuato il canale giuridico per veicolare la potenziale applicabilità dei canoni di *soft regulation* contenuti nelle «Istruzioni» o «Disposizioni» di vigilanza.

Passando in rassegna la disciplina dell'ermeneutica negoziale, d'altro canto, v'è un'ipotesi che potrebbe forse risultare congrua allo scopo. La si illustra con la cautela resa necessaria dal limitato approfondimento consentito in questa sede.

Si tratta della ricostruzione del contratto secondo «ciò che si pratica generalmente nel luogo in cui il contratto è stato concluso» (art. 1368 c.c.), ossia i cc.dd. usi interpretativi. Un principio oramai da intendere in chiave evolutiva⁹⁴ e da riferire non soltanto al luogo «in senso fisico»⁹⁵, ma, almeno in certi contesti di negoziazione, al «settore di attività in cui le pratiche si sono diffuse e consolidate»⁹⁶.

⁹³ Si è detto di recente, con riferimento alle autorità europee di regolazione, che la misura per valutare le previsioni di *soft law* non è quella dell'efficacia (poiché trattasi, appunto, di indicazioni non vincolanti), ma quella dell'intensità; e che, tra i fattori che possono influire sull'intensità di una regola di *soft law*, vi è pure la relativa fonte, nel senso che il grado di autorevolezza di quest'ultima può incidere sulla capacità pervasiva o costruttiva della regola nei confronti dei possibili destinatari (M. ORTINO, *op. cit.*, 96).

⁹⁴ L'opportunità di un'interpretazione «evolutiva» dell'enunciato dell'art. 1368 c.c. – la cui formulazione sarebbe altrimenti «antiquata» e «razionalmente non più giustificata» – è argomentata da M. PENNASILICO, *Contratto e interpretazione. Lineamenti di ermeneutica contrattuale*, Torino, 2018, 31 s.

⁹⁵ Così si esprime, incidentalmente ma chiaramente, C.M. BIANCA, *Diritto civile*, vol. III, *Il contratto*, Milano, 2000, 410.

⁹⁶ Così E. CAPOBIANCO, *La determinazione del regolamento*, in *Regolamento*, G. VETTORI (a cura di), in *Trattato del contratto*, V. ROPPO (diretto da), Milano, 2006, 357 (e cfr. anche l'opinione di A. GENTILI riportata in nt. 99). Con efficace espressione

Il tema è piuttosto delicato già all'atto dell'inquadramento. Le pratiche generali ermeneutiche sono ancora lontane dal ricevere un assestamento condiviso tra i commentatori, combattuto com'è il coordinamento di tale fattispecie con quella degli usi normativi (cfr. art. 1374 c.c.) e con quella degli usi negoziali (cfr. il già richiamato art. 1340 c.c.)⁹⁷. Eppure la riflessione più recente circa le pratiche interpretative sembra prefigurare, e consentire, un qualche riparo rispetto a simili incertezze “di sistema”.

Si è infatti osservato – persuasivamente – che, se è vero che una clausola d'uso, o un uso normativo, generano fisiologicamente una pratica interpretativa – nel senso che «la regola integrativa tenderà a essere intesa sempre nello stesso modo» – è anche vero che un uso ermeneutico potrà esistere a prescindere dalle prime due figure. Difficilmente l'uso che integra il regolamento contrattuale (ossia l'uso normativo o negoziale) «si porrà all'origine di una controversia interpretativa»; quest'ultima tenderà invece «a riguardare una regola detta o scritta dalle parti» ed è rispetto a tali ultime situazioni che «l'uso

di sintesi, si è notato che il criterio *ex art.* 1368 c.c. risulta utile quando le parti «si siano espresse in gergo» (così R. CALVO, *Dell'interpretazione del contratto*, in *Comm. c.c. Scialoja Branca*, Bologna, 2021, 157) o «con linguaggio specialistico» (così M. PENNASILICO, *op. cit.*, 33). Il criterio ermeneutico delle pratiche generali interpretative ha dunque indole intrinsecamente oggettiva: «La clausola ambigua non può che assumere il significato (e dunque il contenuto) che, oggettivamente, la pratica diffusa indica (non come possibile o come probabile perché espressione di una presumibile o probabile volontà contrattuale, ma), come *ex lege* inevitabile» (L. BIGLIAZZI GERI, *L'interpretazione del contratto*, V. CALDERAI (note di aggiornamento a cura di), in *Comm. Schlesinger*, Milano, 2013, 329; similmente R. SACCO - G. DE NOVA, *Il contratto*, Assago, 2016, 1375).

⁹⁷ Lungi dal poter dare qui una panoramica esaustiva delle varie posizioni emerse, e al limitato fine di fornire un'idea dell'estensione assunta dal dibattito in materia, si può ricordare come, agli autori che si sono spesi per assegnare a ciascuna delle tre figure un'autonoma connotazione e uno specifico ambito di applicazione (cfr. per es. G. OPPO, *Profili dell'interpretazione oggettiva del negozio giuridico*, Bologna, 1943, ora in *Scritti giuridici*, Padova, 1992, vol. III *Obbligazioni e negozio giuridico*, 95 ss.), si sono contrapposti quanti hanno assimilato gli usi interpretativi a quelli negoziali (cfr. per es. C.M. BIANCA, *op. cit.*, 410) e quanti ancora hanno sottolineato il rischio che la distinzione, pur se astrattamente nitida, rischi sul piano applicativo di divenire evanescente (cfr. per es. E. DEL PRATO, *op. cit.*, 516, nonché N. LIPARI, *Le singole fonti del diritto privato*, in *Diritto civile*, N. LIPARI, P. RESCIGNO (a cura di), Milano, 2008, 121 ss.). Cfr. anche, per una diversa impostazione, A. GENOVESE, *Usi negoziali e interpretativi*, in *Enc. giur.*, Treccani, Roma, 1994, vol. XXXVII, 8.

interpretativo indic[herà] il significato di una determinata espressione»⁹⁸.

Una simile impostazione, senza voler fornire una ricostruzione complessiva alle varie tipologie di usi, è comunque in grado di assegnare alle pratiche generali interpretative *ex art.* 1368 c.c. un loro spazio specifico: il quale, senza escludere interferenze con le altre manifestazioni delle consuetudini in materia contrattuale, risulta in definitiva, dalle stesse, autonomo. Detto spazio specifico è quello di una «regola di linguaggio», in virtù della quale, se una locuzione del contratto, non appartenente all'uso collettivo e corrente, è comunque propria di (una data collettività territoriale o di) un certo settore di mercato⁹⁹, l'interprete non può non considerare il costume ermeneutico che consente di intendere quel testo¹⁰⁰.

È da stabilire, allora, se una disposizione di vigilanza non vincolante di Banca d'Italia, contenente un'interpretazione della lettera della legge¹⁰¹, possa rappresentare, per le clausole statutarie che disciplinino il medesimo segmento di realtà, un uso, una pratica, ai sensi e per gli effetti dell'art. 1368 c.c.¹⁰². E il quesito – giova sottolinearlo – è se lo possa rappresentare di per sé, ossia indipendentemente dal se e dal come gli operatori destinatari effettivamente lo impieghino: se, infatti, alla regola elaborata dall'autorità si sovrapponesse una generalizzata conformità di lettura (e poi di condotta) tra le banche destinatarie, allora

⁹⁸ Sono rilievi di F. ASTONE, *sub art.* 1368, in *Dei contratti in generale*, E. NAVARRETTA, A. ORESTANO (a cura di), in *Commentario del codice civile*, E. GABRIELLI (diretto da), vol. II, Torino, 2011, 570, nt. 9 (e cfr. testo corr.).

⁹⁹ Per la notazione (incidentale, ma chiarissima) che oggi le prassi di settore rilevano anche più di quelle a base geografico-territoriale, cfr. A. GENTILI, *L'interpretazione del contratto alieno*, in *Riv. dir. priv.*, 2016, 249.

¹⁰⁰ Così ancora F. ASTONE, *op. cit.*, 570 ss. e 576 ss. Nel riprendere la tesi in parola, ha osservato A. LIPARI, *L'interpretazione dei contratti bancari e finanziari per riferimento agli usi*, in *Contratti*, 2015, 821: «Qualificata come *uso linguistico*, la pratica generale interpretativa, sottraendosi ai vincoli imposti agli usi normativi e agli usi contrattuali, sopravvive in tutti i campi del diritto contrattuale, specialmente in relazione ad operazioni di particolare complessità tecnica».

¹⁰¹ Nel caso considerato dal Tribunale di Napoli, l'art. 34, co. 2, t.u.b.: e v. nt. 42.

¹⁰² L'utilità del criterio delle pratiche generali nell'interpretazione degli statuti societari è stata sottolineata in termini generali da chi ha notato che «[i]l contratto di società [...] va interpretato in base al significato tecnico delle parole utilizzate, tenendo conto del linguaggio specifico della categoria professionale alla quale può essere ricondotta l'attività della società» (così M. PENNASILICO, *op. cit.*, 63).

(non vi sarebbero certo dubbi di sorta circa l'esistenza di una pratica interpretativa condivisa, ma) non avremmo conseguito alcun risultato utile, rispetto alla soluzione del problema al nostro esame. La questione, invece, è precisamente determinare se una previsione non vincolante elaborata da un'autorità di vigilanza possa in linea di principio costituire in quanto tale, a prescindere dalla condotta degli operatori, il veicolo naturale (ma, s'intende, non imperativo) di esegesi della legge e, per derivazione, delle clausole statutarie che regolino il medesimo ambito (se non altro, quando l'una e le altre si rivelino ambigue, incerte)¹⁰³.

Tali notazioni, nell'evidenziare l'assenza di una prassi interpretativa attuale, potrebbero indurre a dare risposta senz'altro negativa all'interrogativo che ci occupa. Si potrebbe infatti ritenere che, per assurgere a regola di decifrazione di un'espressione linguistica, un dato modo di intenderla debba essere già esteso e consolidato presso un'intera comunità (territoriale o di mercato che sia); sicché, in assenza di simili circostanze di fatto, l'applicazione del criterio *ex art.* 1368 c.c. non sarebbe praticabile.

Eppure, in questo ragionamento, per quanto in principio lineare, resta qualcosa di incongruo.

Non si può trascurare, infatti, che per un qualsiasi giurista che frequenti il diritto creditizio sia del tutto immediato, al fine di ricostruire il contenuto di una norma di legge della materia che presenti margini di equivoco, cercare proprio nelle «Istruzioni di vigilanza» (o, oggi, nelle «Disposizioni di vigilanza»), o in eventuali altri provvedimenti elaborati da Banca d'Italia o dalle autorità regolatorie europee, un qualche spunto orientativo, un indizio possibile, un eventuale appiglio. Non si può trascurare, cioè, che in caso di necessità gli operatori (ossia, innanzitutto, gli intermediari vigilati e, poi, anche i loro consulenti)

¹⁰³ Per uno spunto parzialmente diverso, cfr. G. CAPILLI, *L'interpretazione del contratto secondo gli usi*, Napoli, 2017, 90 ss., secondo la quale non si può escludere che le buone pratiche – intese come «frutto di rivisitazione di pratiche già esistenti», aventi per obiettivo di «essere raccolte per iscritto e avere funzione di “raccomandazioni”» – «poss[ano] essere utilizzat[e] ai fini interpretativi nel caso di ambiguità di clausole contrattuali così come specificato dall'art. 1368 c.c.»; ciò tuttavia – se ben s'intende – solo quando dette buone pratiche «corrispondono a comportamenti ripetuti e già osservati» (ivi, 91) e, dunque, quando possono in definitiva «inquadarsi nell'ambito degli usi c.d. normativi» (ivi, 93).

indirizzano le eventuali ricerche di senso primariamente verso tali atti. Dopo tutto, lo si è già ricordato al principio del presente lavoro, ogni dichiarazione di un'autorità di vigilanza «è considerata come norma»¹⁰⁴; e una manifestazione di simile approccio è (anche) che è alle determinazioni dell'istituzione regolatoria si guardi per avere chiarimenti, o ricevere rassicurazioni, anche quando esse non abbiano contenuto precettivo.

Viene allora da chiedersi se questo non basti per configurare una pratica *ex art.* 1368 c.c.; se il fatto di essere il punto di riferimento fisiologico e sostanzialmente univoco per gli interpreti di un certo segmento dell'ordinamento, e delle previsioni che ne sono parte, non sia sufficiente per divenire lo strumento normale di lettura dell'uno e delle altre – quasi il logico, comune, *vademecum* ermeneutico per trattarli – sì da essere opponibile, almeno in linea di principio e salve diverse evidenze del caso concreto, alla generalità dei soggetti che li impiegano (nel nostro caso: le imprese bancarie, i relativi esponenti e soci, i relativi interlocutori, ecc.).

La risposta che qui si può accreditare, come già si è avvertito, non può essere definitiva. Allo stato attuale dell'analisi, però, sembra poter essere positiva.

Dopo tutto, si tratta di dare ai costumi ermeneutici *ex art.* 1368 c.c. un'accezione, per così dire, non più soltanto di contenuto, ma anche di metodo. Nessun dubbio infatti che, di regola, essi consistano nel valore attribuito, in via convenzionale o per tradizione, a una specifica locuzione o espressione linguistica. Essi possono ricorrere, però, anche nel codice (verrebbe da dire: nel manuale, nel prontuario) che in un dato ambito socio-economico si è soliti utilizzare per determinare, e individuare, quel significato.

Gli usi interpretativi verrebbero così dilatati sino a ricomprendere prassi che si collocano su un piano anticipato, e per così dire preliminare, rispetto alla specifica identificazione di senso. Ed è precisamente in virtù di questo carattere, a parere di chi scrive, che la proposta ricostruttiva in parola permette di superare – segnatamente in presenza di orientamenti interpretativi, ma forse non solo – la contraddizione di fondo dei canoni di *soft law*: fondati, come si è da tempo autorevolmente evidenziato, in una «prospettiva

¹⁰⁴ V. nt. 5.

contrattualistica», sull'adesione degli «attori dell'intesa negoziale» e aventi però una struttura che mira «ad ampliare quel quadro soggettivo, realizzando un non facile processo di conversione della “parte” di un contratto in “destinatario” di una legge»¹⁰⁵. La pratica *ex art.* 1368 c.c., invero, si colloca in posizione mediale rispetto a tali due condizioni apparentemente incompatibili: elemento esterno rispetto alle parti e, però, ragionevolmente impiegabile per interpretare la loro volontà, poiché espressione di una conforme intenzione del consesso sociale di riferimento.

Onde attribuire all'ipotesi di soluzione in questione la giusta misura, d'altro canto, va rammentato che qualificare un costume come uso ermeneutico non implicherebbe senz'altro la sua stabile imposizione ai consociati, bensì soltanto, per così dire, una sua applicabilità potenziale e di principio¹⁰⁶, che non avrebbe modo di emergere e di esprimersi, qualora non vi fosse margine di dubbio nel testo contrattuale, e che in ogni caso verrebbe meno ove ricorressero altri criteri interpretativi (e con essi altri significati) ai quali dare precedenza¹⁰⁷.

In ogni caso, a valle dei problemi di ammissibilità teorica della proposta ricostruttiva in parola, si pone poi la difficoltà, tutta operativa, di determinare quando si sia in presenza di un atto non vincolante che, in un dato settore socio-economico, sia per gli operatori un punto di riferimento (provvisto dei caratteri più sopra evidenziati, ossia) immediato, fisiologico, primario, univoco, ecc. Si tratta di una verifica che, com'è evidente, può essere compiuta solo nella singola vicenda concreta.

Nel caso delle «Istruzioni» o «Disposizioni» di vigilanza, una conclusione in tal senso potrebbe essere supportata proprio da quelle circostanze che si sono prima enumerate: il ruolo istituzionale di Banca

¹⁰⁵ Sono parole di N. LIPARI, *La formazione negoziale del diritto*, in *Riv. dir. civ.*, 1987, I, p. 313.

¹⁰⁶ Il carattere non imperativo e l'operatività solo di principio delle prassi interpretative *ex art.* 1368 c.c. sono mostrate con chiarezza da A. GENTILI, *op. cit.*, 246 ss., che qualifica il ricorso a esse come «presunzione, che le parti ben possono escludere».

¹⁰⁷ Nello stesso caso considerato dal Tribunale di Napoli, si è già avuto modo di osservarlo, per escludere la ricorrenza di qualsivoglia ambiguità e, in ogni caso, per determinare l'intenzione delle parti sarebbe stato sufficiente mettere a confronto, e in contrasto, la portata estensiva delle «Istruzioni di vigilanza» e il dettato dichiaratamente restrittivo dello statuto della banca (v. nt. 91).

d'Italia; la relativa autorevolezza; la collocazione delle previsioni non vincolanti nel medesimo contesto ove trovano espressione indicazioni aventi contenuto regolamentare o amministrativo. Ci si potrebbe chiedere, però, se l'ipotesi in discussione sia immaginabile anche quando non ricorrano fattori di tal genere e, in particolare, quando ci si collochi al di fuori di un sistema di vigilanza pubblica (che, in definitiva, tutti li implica o riassume).

Altre manifestazioni di *soft law*, in effetti, pur magari dotate di una propria capacità di richiamo per una certa comunità di lavoro – si pensi per es. al *Codice di corporate governance*, sempre più termine di riferimento per le buone pratiche di organizzazione e gestione societaria – non presentano tutti quei caratteri o, comunque, non li presentano con eguale intensità. Il *Codice* è certo espressione di un ente autorevole e titolare di una funzione di rilievo pubblico, ma parlare di vera e propria istituzione – quanto meno nel significato che all'espressione si può assegnare con riferimento a un'autorità di vigilanza – sembra in ultima analisi eccessivo. Le relative previsioni, inoltre, prediligono la forma sintattica della prescrizione e della raccomandazione, ma sono globalmente sprovviste di veri e propri orientamenti interpretativi (sono dunque non già *post-law*, ma *quasi-law* o *para-law*)¹⁰⁸: sicché più difficilmente si prestano a comporre il materiale giuridico su cui costruire una pratica ermeneutica *ex art.* 1368 c.c., intesa nei termini che più sopra si sono detti. Soprattutto, e infine, il *Codice* si struttura come insieme di regole dichiaratamente rivolte a un'adesione volontaria: arduo è immaginare, dunque, il caso in cui talune circostanze di fatto inducano a ricercare nel *Codice* una possibile soluzione ermeneutica, quando i fatti dicano che una certa società non l'abbia ancora espressamente fatto proprio, incorporandone i principi nelle proprie regole statutarie e prassi di funzionamento.

Nondimeno, non sembra che tutto ciò debba implicare una preclusione definitiva rispetto all'estensione del ragionamento – s'intende, con i dovuti, rigorosi, adattamenti – che si è qui provato ad articolare.

Si pensi, per es., al caso di un contratto sociale di una società (per semplicità espositiva: non bancaria) che, pur in assenza di un'adesione al *Codice*, prevedesse, per i sindaci e se del caso per gli amministratori,

¹⁰⁸ Su tali categorie, per riferimenti, v. nt. 68-69.

la necessaria titolarità di requisiti di indipendenza, identificati «nelle condizioni stabilite dalla legge e secondo i migliori standard di mercato». Una simile previsione – nell'imporre di ricostruire la nozione di indipendenza recepita in quel consesso societario andando al di là di quanto prescritto, a seconda del regime applicabile, dal codice civile o dal testo unico dell'intermediazione finanziaria, e nel restare tuttavia inesorabilmente ambigua – richiederebbe senz'altro di reperire un qualche criterio orientativo o interpretativo fuori dal tessuto contrattuale. Ebbene, in un simile contesto, non sembra peregrino che la comunità dei giuristi d'impresa si proverebbe a rintracciare un qualche appiglio, se non altro nelle sue linee di fondo, e appunto in via di principio, proprio nei canoni del *Codice* quale espressione sempre più accreditata di una buona *governance* societaria.

Su uno sfondo di tal genere, è lecito congetturare che, una volta acclarata la congruenza teorica della proposta di lettura dell'art. 1368 c.c. qui avanzata, le condizioni che rendono configurabile/ipotizzabile, al ricorrere di un atto di *soft law*, una prassi interpretativa debbano essere ricercate, e verificate, non solo nel caso in cui dette previsioni siano emanazione di un'autorità di vigilanza, ma potenzialmente anche in quello in cui siano il prodotto di un'altra tipologia di ente. Non si può certo escludere, ed è anzi ragionevole, che, nell'una e nell'altra circostanza, la praticabilità dell'ipotesi ricostruttiva in parola dipenda da presupposti in ultima analisi non coincidenti (ed è quindi comprensibile che, al di fuori di un sistema di vigilanza pubblica, la verifica in concreto debba essere più serrata, più stringente). Quanto meno in via preliminare, tuttavia, non paiono esservi gli estremi per espungere alcuna delle due opzioni, in radice, dalla discussione.

Si tratta di questioni, teoriche prima e applicative poi, il cui compiuto esame va senz'altro al di là dei limiti che il presente lavoro si era assegnato: il discorso è tuttavia aperto e, a giudizio di chi scrive, andrebbe esplorato più a fondo.

Rapporti di durata e poteri di controllo del creditore*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Il mutamento nelle condizioni patrimoniali dei contraenti: profili di analogia funzionale con gli artt. 1460 c.c. e 1186 c.c. – 3. Estensione dell'ambito di indagine: il potere di controllo nel codice civile. – 4. L'ammissibilità di un generale potere di controllo alla luce della Costituzione. – 5. Il potere di controllo del creditore in alcune recenti normative: la disciplina del pegno mobiliare non possessorio e quella dell'allerta esterna. – 6. Il potere di controllo come nuova garanzia: osservazioni critiche. – 7. Conclusioni.

1. Premessa

Il tempo, quale fisiologica continuità di stati tesa ad incidere sulle vicende umane e naturali, evoca in sé la nozione di cambiamento. Tale concetto, lungi dall'essere neutro, assume significati positivi o negativi a seconda della sfera degli interessi sui quali impatta: il medesimo mutamento della realtà, infatti, potrebbe rivelarsi utile per un soggetto e deleterio per un altro.

Se ciò è vero in linea generale, lo è ancor di più con riferimento ai rapporti obbligatori, nei quali gli interessi delle parti vengono a coesistere per trovare un punto di equilibrio nel risultato cui le stesse aspirano. La funzionalizzazione del rapporto allo scopo fissato dai contraenti implica la valutazione tanto del rispettivo assetto iniziale di interessi, quanto di quello finale¹, sì che ogni variazione dello stesso – qual è quella imputabile al fisiologico trascorrere del tempo – può frustrarne l'originaria ragione giustificatrice e indurre le parti, là dove sia possibile, a ricercare un nuovo punto di equilibrio.

Il tempo è fonte di effetti (*i.e.* di movimenti² e, quindi, di sopravvenienze) che i titolari del rapporto, tramite la legge o gli atti dell'autonomia privata, devono fronteggiare.

* Il contributo è destinato al volume collettaneo AA.VV., *Tempo e giustizia*, a cura di R. Martino e F. Ricci, di prossima pubblicazione.

¹ P. PERLINGIERI, *Manuale di diritto civile*, 10^a ed., Napoli, 2021, 72.

² Il riferimento è ad ARISTOTELE, *Fisica*, secondo il quale «il tempo è numero del movimento secondo il prima e il poi».

Pertanto, il problema che ci si intende porre in queste pagine è se il tempo, oltre ad essere la fonte del mutamento, possa – nell’ambito dei rapporti di durata e limitatamente alle finalità di tutela degli interessi sopra esposte – legittimare anche la nascita di poteri e, in particolare, di poteri di controllo del creditore sull’attività del debitore, qualora quest’ultima si riveli idonea a mettere in pericolo l’esecuzione della prestazione.

2. Il mutamento nelle condizioni patrimoniali dei contraenti: profili di analogia funzionale con gli artt. 1460 c.c. e 1186 c.c..

Al fine di rispondere a tale quesito, appare opportuno avviare l’indagine dall’art. 1461 c.c., fulgido esempio della rilevanza giuridica del trinomio tempo-potere-giustizia nel nostro ordinamento. Da sempre oggetto di studio e di riflessione da parte di autorevole dottrina³, l’art. 1461 c.c. continua a mostrare profili

³ Si sono occupati approfonditamente del tema F. ADDIS, *Le eccezioni dilatorie*, in *Trattato del contratto* diretto da Roppo, V, parte 2, a cura di Roppo, Milano, 2006, 413-491; F. ADDIS, *Il mutamento nelle condizioni patrimoniali dei contraenti*, Milano, 2013; A.M. BENEDETTI, *Le autodifese contrattuali*, in *Comm. Schlesinger*, Milano, 2011, 89-109; L. BIGLIAZZI GERI, *Osservazioni sull’art. 1461 c.c.*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.* 1974, 38-81; L. BIGLIAZZI GERI, *Profili sistematici dell’autotutela privata*, Milano, 1974; A. BOCCALATTE, *Osservazioni in tema di 1461 c.c.*, in *Rass. dir. civ.*, 1983, 26-41; V. CALANDRA BUONAURA, *Il mutamento nelle condizioni patrimoniali dei contraenti*, in *Riv. dir. civ.* 1972, II, 565 ss.; B. CARBONI, *Sospensione dell’esecuzione del contratto, corresponsabilità delle prestazioni, responsabilità patrimoniale*, in *Rass. dir. civ.*, 2003, 827-876; U. CARNEVALI, *Le eccezioni dilatorie*, in *Trattato di diritto privato* diretto da M. Bessone, XIII, *La risoluzione*, Torino 2011, 255-261; M. DELLACASA, *Inadempimento prima del termine, eccezioni dilatorie, risoluzione anticipata*, in *Riv. dir. priv.*, 2007, 556-571; G. DE NOVA, *Nuove tutele e nuovi rimedi in materia contrattuale*, in *Riv. dir. priv.*, 2002, 453 ss.; E. GABRIELLI, *Il contratto e i rimedi: la sospensione dell’esecuzione*, in *Riv. dir. priv.*, 2014, 167 ss.; F. MACARIO, *Modificazioni del patrimonio del debitore, poteri di controllo del creditore e autotutela*, in *Studi in onore di C.M. Bianca*, Milano, 2006, 181-205; F. MASSONE, *Mutamento nelle condizioni patrimoniali dei contraenti*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1990, 40-45; A. RAVAZZONI, *Osservazioni in tema di mutamento nelle condizioni patrimoniali di uno dei contraenti*, in *Temi*, 1958, 131-142; R. SACCO, *Le eccezioni dilatorie*, in Sacco e De Nova, *Il contratto*, 3^a ed., in *Tratt. Sacco*, Torino, 2004, 640 ss.; R. SACCO, *Obbligazioni e*

di attualità e di interesse. In particolare, la norma⁴ consente a ciascun contraente di sospendere l'esecuzione della prestazione quando le condizioni patrimoniali dell'altro siano divenute tali da porre in evidente pericolo il conseguimento della controprestazione, salvo che sia prestata idonea garanzia. Muovendo dal profilo funzionale, la disposizione mira a collocare

contratti, tomo II, parte X, in *Tratt. Rescigno*, 2^a ed., Torino, 1995, 620 ss.; M. TAMPONI, *La risoluzione per inadempimento, I contratti in generale*, a cura di E. Gabrielli, Torino, 2006, 1481 ss.

⁴ L'art. 1461 c.c. non è una novità del codice del '42 ma rappresenta l'evoluzione, sul piano generale, del previgente art. 1469 comma 2 c.c. dettato in tema di vendita. Per un raffronto più evidente si riporta il testo originario della norma:

«Il venditore che non ha accordato la dilazione al pagamento, non è tenuto a consegnare la cosa, se il compratore non ne paga il prezzo.

Egli non è tenuto alla consegna della cosa, ancorché avesse accordata una dilazione al pagamento, se dopo la vendita il compratore cade in istato di fallimento o di non solvenza, in guisa che il venditore si trovi in pericolo imminente di perdere il prezzo, salvo che il compratore dia cauzione di pagare nel termine pattuito». Nonostante l'art. 1469 del codice del 1865 fosse stato specificamente introdotto per i contratti di compravendita, la giurisprudenza lo aveva inteso come rimedio generale, a tal punto che il Legislatore del '42, recependo tale orientamento, collocò il nuovo art.1461 c.c. tra le norme tese a disciplinare i contratti in generale. Gli interpreti, infatti, muovevano dal presupposto che l'art. 1469, comma 2, perseguisse una funzione dilatoria, finalizzata alla conservazione del rapporto, così come dimostrato anche dalla possibilità di prestare idonea garanzia. Da tale premessa discendeva allora l'irragionevolezza del richiamo operato dalla norma allo stato di insolvenza o di fallimento che, per loro natura, postulano un'alterazione grave ed irreversibile delle condizioni patrimoniali del debitore. L'ambito di operatività della norma doveva, pertanto, ricercarsi in tutte quelle ipotesi di pericolo di inadempimento determinate da una oggettiva difficoltà patrimoniale dell'acquirente, ricavabile dalla valutazione di tutte le relazioni obbligatorie nelle quali fosse coinvolto e, segnatamente, dalla loro eventuale inattuazione. La rinnovata valutazione quantitativa del dissesto consentiva, quindi, di procedere ad una interpretazione antiletterale dell'art. 1469 c.c. e di addivenire all'attuale formulazione dell'art. 1461 c.c. Sul punto, per una approfondita disamina storica, si rinvia a F. ADDIS, *Il mutamento nelle condizioni patrimoniali dei contraenti*, cit., 70 ss. nonché a L. BIGLIAZZI GERI, *Osservazioni sull'art. 1461 c.c.*, cit., 39 e V. CALANDRA BUONAURO, *op. cit.*, 564.

il rapporto in un temporaneo stato di quiescenza⁵, affinché gli effetti negativi del tempo⁶ sulla situazione patrimoniale del

⁵ La funzione di autotutela assolta dall'art. 1461 c.c. è pacificamente riconosciuta in dottrina. Sin dagli anni '70 L. BIGLIAZZI GERI, *Osservazioni sull'art. 1461 c.c.*, cit., 42, nota 10, osservava che ciò che viene in considerazione «è la facoltà (diritto potestativo) riconosciuta al creditore (proprio perché anche debitore) di provocare – attraverso un fatto tipicamente volitivo – la temporanea inesigibilità della propria prestazione, mediante l'esercizio di un potere capace di rendere inattuale, paralizzandola, l'altrui pretesa e di legittimare, *a priori*, il comportamento di sospensione dell'esecuzione della prestazione di costui». In termini ancora più stringenti si pone la prospettiva di V. CALANDRA BUONAURO, *op. cit.*, 565, secondo il quale l'art. 1461 c.c. ha natura cautelare e dà luogo «ad un vero e proprio sequestro a mani proprie d'autorità privata». In senso conforme ai citati orientamenti, si pongono A. RAVAZZONI, *op. cit.*, 138; A.M. BENEDETTI, *op. cit.*, 91 ss.; F. ADDIS, *Le eccezioni dilatorie*, cit., 424 ss. e B. CARBONI, *op. cit.*, 873.

⁶ In realtà, il problema del riflesso del tempo sulle condizioni patrimoniali di uno dei contraenti è ben più ampio e merita qualche precisazione: si tratta, infatti, di verificare quale sia l'esatto momento entro il quale il mutamento in *peius* debba verificarsi ai fini dell'attivazione del rimedio di cui all'art. 1461 c.c. Si è detto (si rimanda alla nota 4), infatti, che il previgente art. 1469 c.c. ancorava espressamente il dissesto del compratore al momento successivo alla vendita, mentre l'art. 1461 c.c. tace sul punto, richiedendo solo che le condizioni patrimoniali «siano divenute tali» da porre in pericolo il conseguimento della controprestazione. Sul piano lessicale il «divenire» è concetto dinamico che evoca l'idea del movimento, sì che anche l'attuale formulazione dell'art. 1461 c.c. lascerebbe intendere che, nell'ambito dei rapporti di durata, il mutamento in *peius* debba essere successivo alla conclusione del contratto. In tal senso, R. SACCO, *Obbligazioni e contratti*, cit., 620 secondo il quale un'eventuale equiparazione dell'insolvenza originaria a quella sopravvenuta sarebbe «arbitraria». Tuttavia, oggi, l'opinione prevalente in dottrina e in giurisprudenza è di segno contrario: si ritiene, infatti, che l'eccezione di insicurezza possa essere invocata dal creditore anche quando il dissesto dell'altro contraente sia già presente al momento della conclusione del contratto, purché oggettivamente non conoscibile ovvero quando, pur essendo noto, abbia subito successivamente un ulteriore peggioramento tale da integrare gli estremi dell'art. 1461 c.c.

Viene, dunque, in rilievo il tempo in cui il mutamento in *peius* si è manifestato e non quello in cui si è realizzato, sì che laddove il creditore abbia volontariamente e consapevolmente concluso il contratto con un debitore, le cui precarie condizioni economiche fossero già note, la tutela dilatoria non potrà essere invocata. Così, L. BIGLIAZZI GERI, *Osservazioni sull'art. 1461 c.c.*, cit., 61 ss.; F. MACARIO, *Le modificazioni del rapporto del debitore fra scenari normativi e autonomia privata*, in *Interesse e poteri di controllo nei*

rapporti di diritto civile, Napoli, 2006, 379, in particolare nota 26, nonché U. CARNEVALI, *op. cit.*, 257 ss., A.M. BENEDETTI, *op. cit.*, 100 ss. e F. ADDIS, *Le eccezioni dilatorie*, cit., 469 ss.

Ovviamente, l'ignoranza sulle condizioni patrimoniali dell'altro contraente non potrà che essere incolpevole, non potendo accordarsi tutela agli interessi di colui che, con la dovuta diligenza, avrebbe potuto addivenire alla conoscenza della reale situazione finanziaria dell'altra parte e, segnatamente, evitare l'operazione economica sfavorevole. Così, B. CARBONI, *op. cit.*, 872, secondo il quale l'eventuale dissesto preesistente e conoscibile non può essere eccepito ai fini della tutela offerta dall'art. 1461 c.c., in quanto, in violazione della regola *pacta sunt servanda*, verrebbe alterato il programma contrattuale tracciato dalle parti; nello stesso senso, L. BIGLIAZZI GERI, *Osservazioni sull'art. 1461 c.c.*, cit., 63; F. ADDIS, *Il mutamento nelle condizioni patrimoniali dei contraenti*, cit., 224 ss.; A.M. BENEDETTI, *op. cit.*, 100. *Contra*, COLONNA, nota a Cass., 4 agosto 1988, n. 4835, in *Nuova giur. comm.*, 1989, I, 345; nonché M. DELLACASA, *op. cit.*, 570-571, secondo i quali tale requisito non sarebbe richiesto dalla norma e finirebbe per gravare il contraente *in bonis* di un onere che, in tempi di contrattazione rapida, rischia di essere eccessivo.

A ben vedere, la correttezza dell'impostazione maggioritaria discende tanto dalla finalità perseguita dalla norma, quanto da possibili scenari di uniformazione internazionale. Sul primo versante, è stata giustamente valorizzata l'esigenza di tutelare la fiducia e l'affidamento di un contraente sulla capacità economica dell'altro, presupposto indispensabile ai fini dell'attribuzione di uno sfasamento temporale per l'esecuzione delle prestazioni, implicito nell'art. 1461 c.c. Da tale premessa, infatti, risulta evidente che l'affidamento verrebbe frustrato non solo a causa di un dissesto sopravvenuto ma anche in forza di uno preesistente, seppur ignorato senza colpa dal contraente chiamato ad eseguire la prestazione per primo. In tal senso, V. CALANDRA BUONAURA, *op. cit.*, 573.

Quanto al secondo versante, si dà atto che gli sviluppi del sistema civilistico, attraverso l'incremento delle sue fonti di produzione anche sovranazionali, consente di rinvenire addentellati normativi connotati da potenzialità di elevata astrazione disciplinare: questo è il caso dell'art. 71 della Convenzione di Vienna del 1980 (testualmente, «una parte può differire l'adempimento dei suoi obblighi ove sia manifesto, dopo la conclusione del contratto, che l'altra parte non adempirà ad una parte essenziale dei suoi obblighi a causa: a) di una grave insufficienza della capacità di adempimento di detta parte o della sua solvibilità; b) del modo con cui si prepara a dare esecuzione o esegue il contratto. 2. Se il venditore ha già spedito le merci quando si manifestano le ragioni previste al paragrafo precedente, può opporsi a che le merci siano consegnate all'acquirente, anche se questi è in possesso di un documento che gli dà diritto ad ottenerle. Il presente paragrafo riguarda solo i diritti rispettivi del venditore e dell'acquirente sulle merci. 3. La parte che

differisce l'esecuzione, prima o dopo la spedizione delle merci, deve immediatamente inviare una notifica in tal senso all'altra parte, e deve procedere all'esecuzione se l'altra parte dà assicurazioni sufficienti per un buon adempimento dei suoi obblighi»). A ben vedere, l'art. 71 CISG presenta molti punti di contatto con l'art. 1461 c.c. e la maggiore ampiezza delle situazioni fattuali che lo stesso assume in oggetto ha portato una parte della dottrina ad auspicare un'integrazione della prima norma in favore della seconda (in senso favorevole, V. ROPPO, *Il contratto*, in *Tratt. Iudica-Zatti*, Milano, 2011, 925; A.M. BENEDETTI, *op. cit.*, 102 e un accenno all'insufficienza dell'art. 1461 c.c. era già stato effettuato da A. BOCCALATTE, *op. cit.*, 31, nota 15. È evidente, infatti, il tenore letterale della disposizione che discorre espressamente di «manifestazione» e non di mutamento, lasciando così intendere che ciò che rileva è il momento della conoscenza del dissesto (ovvero delle modalità di attuazione della prestazione) e non il tempo in cui lo stesso si è realizzato. Il riferimento al «mutamento» operato dall'art. 1461 c.c. è, infatti, singolare, posto che la precisazione poteva avere un senso solo quando la norma – nella sua formulazione originaria del 1865 – recava espressamente l'indicazione temporale del momento in cui la disfunzione patrimoniale doveva verificarsi («dopo la vendita», così art. 1469 c.c. del 1865). Venuto meno il parametro cronologico, la nozione di «mutamento» sarebbe dovuta cadere con esso, lasciando il posto a quella di «manifestazione», così come dimostrato dalle pronunce della giurisprudenza italiana nonché dall'art. 71 CISG. Il passaggio dal mutamento ontologico a quello gnoseologico, tuttavia, non è l'unico vento di novità che spira dalla norma sovranazionale: invero, il comma 2 ricollega l'esercizio della tutela dilatoria alla constatazione dell'oggettiva alterazione della realizzabilità della prestazione, indipendentemente dal fatto che quest'ultima risulti o meno esigibile al momento della sospensione dell'esecuzione. L'assenza di riferimenti temporali nell'art. 71 CISG, quindi, induce a ritenerlo applicabile anche a quelle ipotesi in cui le prestazioni debbano eseguirsi contestualmente, offrendo così una nuova formulazione del principio *inadimplenti non est adimplendum*. È dunque possibile ravvisare il punto di congiunzione tra le due norme nel comune rilievo attribuito a circostanze che, pur non costituendo inadempimento, secondo l'*id quod plerumque accidit*, suscitano il timore di non conseguire la controprestazione, sì da richiedere un nesso di causalità tra il pericolo e le situazioni fattuali in grado di innalzarne oggettivamente la misura, superando gli ambigui confini del mero timore soggettivo.

Tuttavia, la norma sovranazionale se può influenzare l'interpretazione di quella interna non può sostituirsi ad essa: da un lato, infatti, l'art. 71 CISG richiama la nozione di insolvibilità (non contenuta nell'art. 1461 c.c.) e l'insufficienza della capacità di adempiere, desumibile anche (ma non solo) dalla consistenza patrimoniale del debitore, con la conseguenza che il mutamento *in peius* è solo una delle possibili cause di essa; dall'altro, ricollega la tutela anche al contraente che abbia il timore oggettivo di non conseguire la

debitore non alterino l'equilibrio del sinallagma e, segnatamente, non rischino di frustrare le ragioni creditorie (*rectius*, del contraente *in bonis*).

L'art. 1461 c.c., quindi, assume ad oggetto un effetto qualificato del tempo (ossia la sua incidenza negativa sulle condizioni patrimoniali dell'altro contraente) attribuendo, dapprima, un potere di controllo alla parte *in bonis* e, in caso di esito negativo, il diritto potestativo di sospendere l'esecuzione della prestazione, alterandone così l'originario ordine⁷ (c.d. autotutela). Il potere di controllo, attraverso una sequenza

controprestazione in vista delle modalità con le quali l'altra parte prepari all'adempimento, così sovrapponendo il proprio ambito applicativo a quell'ipotesi che nel nostro ordinamento è già regolata dall'art. 1460 c.c.

Pertanto, limitatamente ai profili di contiguità tra l'art. 1461 c.c. e l'art. 71 CISG si può ritenere che la prima costituisca il precursore della seconda. Per una disamina più analitica della questione, si rinvia a F. ADDIS, *Il mutamento nelle condizioni patrimoniali dei contraenti*, cit., 121-178 e 258-265.

⁷ L'art. 1461 c.c. trova il suo campo di operatività in quei rapporti sinallagmatici caratterizzati da uno sfasamento temporale, in forza del quale il contraente *in bonis* è chiamato ad adempiere per primo rispetto all'altro. Se così non fosse e l'esecuzione delle prestazioni fosse sincronica, l'eccezione di insicurezza non avrebbe ragion d'essere e lascerebbe il posto a quella di inadempimento regolata dall'art. 1460 c.c., che espressamente disciplina i casi di adempimento contestuale; d'altronde non va trascurato che solo un'esecuzione diacronica della prestazione può far sorgere il pericolo di eseguire l'attribuzione patrimoniale senza che ne venga conseguito il corrispettivo, con la conseguenza di legittimare una tutela sospensiva. Quest'ultima quindi è volta, non solo alla conservazione dell'equilibrio del rapporto contrattuale, ma anche alla paralisi degli effetti della mora che, in assenza dell'art. 1461 c.c., discenderebbero in capo al creditore eccezionale per la mancata (ovvero ritardata) esecuzione della prestazione. Tale orientamento è condiviso da A. BOCCALATTE, *op. cit.*, 31 ss.; A.M. BENEDETTI, *op. cit.*, 96; L. BIGLIAZZI GERI, *Osservazioni sull'art. 1461 c.c.*, cit., 65 ss.; U. CARNEVALI, *op. cit.*, 258, nonché da F. ADDIS, *Il mutamento nelle condizioni patrimoniali dei contraenti*, cit., 104 ss. Non sembra cogliere nel segno, invece, la tesi di G. MIRABELLI, *Dei contratti in generale*, in *Commentario del Codice Civile* redatto a cura di magistrati e docenti, IV, 2^a ed., Torino, 1980, 571, secondo il quale l'eccezione di insicurezza potrebbe essere utilizzata anche nel caso di esecuzione contestuale delle prestazioni, quando una delle parti abbia fondate ragioni di diffidare dell'altrui adempimento, anche tardivo. Infatti, come si è detto, in questa ipotesi il rimedio accordato al contraente *in bonis* è quello di cui all'art. 1460 c.c.

progressiva di effetti, risulta strumentale alla realizzazione e alla tutela dell'interesse finale: infatti, mentre in una prima fase esso produce l'effetto diretto di verificare i presupposti per l'attivazione del rimedio in autotutela; in quella subito susseguente, produce l'effetto mediato di conservare il rapporto e, con esso, la concreta possibilità di ottenere il risultato al quale l'operazione economica era stata finalizzata.

L'incisivo impatto – nei termini sopra esposti, di temporanea paralisi dell'altrui pretesa e di alterazione dell'ordine di esecuzione del rapporto – provocato dall'esercizio della tutela accordata dall'art. 1461 c.c. spiega perché, oltre al mutamento *in peius* delle condizioni patrimoniali, sia necessario anche un nesso teleologico che connetta il primo all'«evidente pericolo di conseguimento della controprestazione».

La modifica unilaterale delle sorti del sinallagma, in spregio alla regola *pacta sunt servanda* e all'intangibilità dell'altrui sfera giuridica, necessita infatti di un'adeguata causa giustificatrice, tale da rendere gli interessi del creditore (contestualmente debitore) non solo meritevoli ma anche bisognevoli di tutela: se non vi è dubbio, infatti, che una alterazione della situazione patrimoniale dell'altro contraente possa generare insicurezze sulla stabilità dell'affare, è altrettanto vero che tale situazione di incertezza non è di per sé idonea a porre il rapporto obbligatorio in stato di quiescenza. Il rimedio sarebbe evidentemente sproporzionato.

Questa è la ragione per la quale il legislatore ancora la tutela sospensiva ad un dato oggettivo, qual è il nesso di causalità che lega il dissesto patrimoniale all'evidente pericolo di non conseguire la controprestazione: vi è, quindi, l'obiettivazione di quei fattori che, lungi dal dimorare nell'animo del creditore, trovano riscontro empirico nella realtà, legittimando l'operatività di un rimedio unilaterale, che reagisce ad un vizio funzionale e sopravvenuto del rapporto, conservandone il suo equilibrio.

Resta, tuttavia, da chiedersi che cosa debba intendersi per «evidente pericolo» di conseguire la controprestazione: la

vaghezza della formula ha portato gli interpreti⁸ ad elaborare una definizione per *relationem*, muovendo dal rapporto tra l'art. 1460 c.c. e l'art. 1461 c.c. Entrambi i rimedi, invero, sono preposti alla conservazione del rapporto⁹ ma rispondono a presupposti diversi: l'inadempimento (art. 1460 c.c.) ed il mero pericolo di esso (art. 1461 c.c.). Ciò spiega perché, mentre l'art. 1460 c.c. postula un ordine sincronico di esecuzione delle prestazioni, l'art. 1461 c.c. trova il suo campo elettivo in tutti quei rapporti che presentino uno sfasamento temporale nell'esecuzione delle attribuzioni patrimoniali. Logica conseguenza di tale premessa è che solo nell'ultimo caso sarà possibile prestare un'idonea garanzia, posto che nella prima ipotesi la sicurezza dell'altrui adempimento sarà conferita dall'esecuzione contestuale della prestazione¹⁰.

Il raffronto con l'art. 1460 c.c. consente, quindi, di configurare l'«evidente pericolo» di cui all'art. 1461 c.c. come una situazione connotata da elementi di gravità tali da mettere a rischio il buon esito dell'operazione economica compiuta dalle parti, senza tuttavia comprometterla in modo assoluto ed irreversibile¹¹. Pertanto, il connotato di «evidenza» del pericolo, lungi dal concretarsi in una valutazione probabilistica compiuta soggettivamente dal contraente *in bonis*, si atteggia a verifica successiva circa la liceità della sospensione, incentrata su un giudizio prognostico che prende le mosse da indici oggettivi, quali l'attualità, la consistenza e la sopravvenienza (anche in

⁸ Il riferimento è, tra gli altri, a F. ADDIS, *Il mutamento nelle condizioni patrimoniali dei contraenti*, cit., 89; U. CARNEVALI, *op. cit.*, 256; A.M. BENEDETTI, *op. cit.*, 103; L. BIGLIAZZI GERI, *Osservazioni sull'art. 1461 c.c.*, cit., 48 ss.; F. MACARIO, *op. cit.*, 368.

⁹ In particolare, essi scongiurano il rischio che l'interesse del creditore non venga soddisfatto o venga comunque esposto a tale pericolo: il rifiuto di eseguire la prestazione e la sospensione della stessa, quindi, pur originando da fatti diversi mirano allo stesso risultato manutentivo.

¹⁰ È stato correttamente osservato da V. CALANDRA BUONAURA, *op. cit.*, 588 che, mentre la sospensione di cui all'art. 1461 c.c. «ha prevalentemente una funzione di garanzia, l'eccezione di inadempimento serve ad esercitare una coazione psicologica all'adempimento».

¹¹ Se così non fosse, il rimedio produrrebbe effetti caducatori e non conservativi né consentirebbe al contraente dissestato di apprestare un'idonea garanzia.

punto di mera conoscenza¹²⁾ del mutamento in *peius* delle condizioni patrimoniali dell'altro contraente¹³⁾.

Come il pericolo di inadempimento deve ritenersi concetto prodromico e distinto dall'inadempimento, così il mutamento negativo delle condizioni patrimoniali del debitore (a sua volta creditore) deve prendere le distanze dal concetto di insolvenza¹⁴⁾: ciò, infatti, vale a tracciare l'ulteriore distinzione tra il rimedio offerto dall'art. 1461 c.c. e quello proposto dall'art. 1186 c.c.

Al fine di delimitare l'esatto perimetro di operatività delle due norme, occorre ancora una volta muovere dal rispettivo profilo funzionale: si è già detto che la tutela offerta dall'art. 1461 c.c. persegue una finalità cautelare, diretta cioè alla conservazione del rapporto in vista della soddisfazione degli interessi in esso dedotti; lo stesso scopo non è ascrivibile al rimedio posto dall'art. 1186 c.c. il quale, ricollegando la decadenza dal beneficio del termine allo stato di insolvenza patito dal debitore, mira a

¹²⁾ Si rimanda alla nota 6.

¹³⁾ La dottrina è unanime sul punto, ritenendo irrilevante il mero pericolo soggettivo di non conseguire la prestazione. In tal caso, infatti, si altererebbe unilateralmente l'equilibrio del rapporto, attribuendo al contraente eccezionale un potere irragionevole e sproporzionato rispetto alla tutela dei propri interessi. Sul punto, si rinvia a L. BIGLIAZZI GERI, *Osservazioni sull'art. 1461 c.c.*, cit., 48 ss.; F. MACARIO, *op. cit.*, 368; A. BOCCALATTE, *op. cit.*, 30.

¹⁴⁾ In realtà, come si è visto nella nota 4, l'art. 1469, comma 2 del codice civile del 1865 assumeva a presupposto di operatività proprio lo stato di fallimento e l'insolvenza, lasciando così presagire una irreversibilità del dissesto patito dal debitore. Tali premesse avrebbero, quindi, dovuto condurre alla caducazione del rapporto contrattuale, in spregio alla funzione dilatoria perseguita dalla norma. Quest'ultima, infatti, postula una situazione di difficoltà superabile, così come dimostrato anche dalla possibilità per il debitore di prestare garanzia: ciò ha portato la giurisprudenza, in sede interpretativa, ad allargare le maglie dell'art. 1469, comma 2 sino ad applicarlo a tutte quelle ipotesi di pericolo di inadempimento determinate da una difficoltà patrimoniale dell'acquirente, ricavabile dalla valutazione di tutte le relazioni obbligatorie che lo vedevano coinvolto e, segnatamente, dalla loro eventuale inattuazione dalla quale dedurre una difficoltà di pagare regolarmente.

La funzione perseguita dall'art. 1469 c.c. porta, quindi, ad una interpretazione antiletterale della norma e gioca un ruolo fondamentale per la formulazione del successivo art. 1461 c.c.

soddisfare direttamente le ragioni creditorie attraverso l'immediata esigibilità della prestazione.

Alla diversità funzionale si accompagna, quindi, quella effettuale: se l'art. 1461 c.c. mantiene in vita il sinallagma, pur paralizzandolo temporaneamente (c.d. effetto sospensivo del termine); l'art. 1186 c.c. priva il rapporto della sua dimensione temporale, rendendo attuale ed immediata la sua esecuzione¹⁵ (c.d. effetto estintivo del termine): ciò spiega perché solo nel primo caso il debitore possa prestare idonea garanzia.

Le divergenze funzionali ed effettuali delle due norme dimostrano l'ontologica differenza dei relativi presupposti applicativi, sì che «insolvenza» e «mutamento *in peius*» non possono essere concetti coincidenti¹⁶. Sarebbe, infatti, illogico che il medesimo fenomeno patrimoniale generasse due fattispecie normative che si muovono in direzioni tra loro opposte: pertanto, deve concludersi che il mutamento *in peius* abbia una gravità minore rispetto allo stato di insolvenza¹⁷ e che il codice abbia

¹⁵ Ciò significa che, dopo essersi avvalso dell'art. 1186 c.c., il creditore potrà ottenere l'adempimento o, in mancanza, fruire dei rimedi caducatori.

¹⁶ Di diverso avviso M. BOCCHIOLA, *La nozione di insolvenza nell'art. 1186 c.c.*, in *Riv. dir. civ.*, 1978, I, 205, secondo il quale l'identità di concetti discenderebbe dal fatto che entrambe le norme legittimano il creditore a non fare più affidamento sulla controparte. La diversità di disciplina, in questa prospettiva, sarebbe giustificata dal fatto che mentre nell'ipotesi regolata dall'art. 1186 c.c. un contraente ha già adempiuto, in quella delineata dall'art. 1461 c.c. entrambi i contraenti non hanno ancora eseguito le rispettive prestazioni. In senso conforme, U. NATOLI, *L'attuazione del rapporto obbligatorio*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano, 1984, 129, il quale afferma che, tanto nel caso disciplinato dall'art. 1186 c.c., quanto in quello regolato dall'art. 1461 c.c. vi sarebbe una lesione della garanzia patrimoniale tale da rendere il debitore non più meritevole della fiducia accordata dal creditore attraverso la concessione della dilazione.

¹⁷ Sul punto, appare condivisibile la prospettiva di A. RAVAZZONI, *op. cit.*, 132 ss., secondo il quale «l'insolvenza è (...) l'impotenza del debitore a soddisfare le proprie obbligazioni alle singole scadenze e con i normali mezzi tratti dall'esercizio delle proprie attività (...). Il fatto che il debitore non sia in grado di far fronte regolarmente alle proprie obbligazioni, pone in essere una situazione nella quale il creditore viene ad avere, ben oltre l'«evidente pericolo», la quasi certezza di non conseguire la controprestazione (...). L'evidente pericolo si verifica quando il patrimonio del debitore si trova in una situazione di difficoltà e di marasma ma, a rigore, non si può dire che il debitore

voluto predisporre rimedi graduali, speculari all'intensità del dissesto che colpisce la sfera patrimoniale del debitore.

Se si è già evidenziato che nell'art. 1461 c.c. il presupposto temporale assume rilievo giuridico al fine di attribuire al creditore un potere di controllo, strumentale all'attivazione del rimedio in autotutela e, conseguentemente, alla soddisfazione degli interessi dedotti in rapporto, il parallelismo con gli art. 1460 c.c. e 1186 c.c. potrebbe apparire un fuor d'opera. Pertanto, un'analisi più accurata delle logiche sottese all'eccezione suddetta varrà a chiarirne il legame.

La tutela apprestata dall'art. 1461 c.c. muove dal presupposto che il tempo necessario all'esecuzione del rapporto obbligatorio possa alterare le condizioni patrimoniali dei contraenti e, con esse, la garanzia patrimoniale generica (art. 2740 c.c.)¹⁸. La strumentalità di quest'ultima all'attuazione della pretesa creditoria, fa sì che il creditore vanti un interesse (ancillare) alla sua conservazione, con la conseguenza che un'eventuale alterazione peggiorativa, oltre ad incidere sulla capacità di esecuzione della prestazione principale, frustra anche la prestazione succedanea all'inadempimento (*i.e.* l'espropriazione forzata sui beni del debitore), così amplificando quel senso di ingiustizia patito dal soggetto attivo per la mancata tutela (diretta ed indiretta) dei propri interessi. Ciò spiega perché il mutamento *in peius* debba essere legato a doppio filo al pericolo evidente di compromissione della garanzia patrimoniale generica: solo quest'ultimo, infatti, legittima una tutela preventiva del credito attraverso il ricorso al rimedio sospensivo.

In questa prospettiva, il pericolo al quale fa riferimento l'art. 1461 c.c. non è dissimile dall'*eventus damni* richiesto per gli altri rimedi conservativi (quali sono l'azione revocatoria, quella

sia in condizione di impotenza rispetto all'adempimento delle proprie obbligazioni; anzi con una condotta avveduta e prudente e, non senza qualche sforzo, egli può essere ancora in grado di adempiere (...). Nel caso di insolvenza, invece, l'adempimento delle obbligazioni può essere concepito come fatto straordinario, dovuto a circostanze eccezionali». In senso conforme, tra gli altri, A. BOCCALATTE, *op. cit.*, 27 ss.; U. CARNEVALI, *op. cit.*, 256; A.M. BENEDETTI, *op. cit.*, 93.

¹⁸Si rimanda a B. CARBONI, *op. cit.*, 861.

surrogatoria e il sequestro conservativo), dei quali il primo condivide la funzione¹⁹.

Tali considerazioni valgono a concludere che la tutela di cui all'art. 1461 c.c. poggia sullo schema tempo-potere di controllo-justizia (intesa in termini di autotutela), posto che lo sfasamento temporale sotteso all'eccezione di insicurezza legittima la nascita di poteri di controllo²⁰ in capo al creditore, i quali sono a loro volta strumentali alla soddisfazione dei relativi interessi finali e, quindi, all'attivazione di un meccanismo di giustizia privata che, nel caso specifico dell'art. 1461 c.c., assume le vesti della sospensione della controprestazione.

Analogo ragionamento può essere condotto per la tutela apprestata dall'art. 1186 c.c.

Anche in questo caso, si è al cospetto di un rapporto obbligatorio soggetto all'incidenza del tempo: infatti, l'ordine diacronico di esecuzione delle prestazioni discende dalla concessione di un termine a favore del debitore. Al pari di quanto accade nell'ipotesi precedente, poi, il fisiologico incedere del tempo impatta sulle condizioni patrimoniali del debitore, mutandole con una variante di intensità tale da integrare il più grave stato di «insolvenza»²¹. Fino al momento di esecuzione della prestazione, quindi, sorgono poteri di controllo in capo al creditore²², tesi a monitorare l'altrui garanzia patrimoniale nonché la correlata capacità di adempimento. La sopravvenuta

¹⁹ Si veda, in particolare, L. BIGLIAZZI GERI, *Osservazioni sull'art. 1461 c.c.*, *op. cit.*, 50 ss., nonché F. ADDIS, *Il mutamento nelle condizioni patrimoniali dei contraenti*, *cit.*, 84 ss.

²⁰ In particolare, secondo M. IMBRENDA, *Controllo e rendiconto nelle situazioni patrimoniali*, Napoli, 2001, 49, il potere di controllo in questi casi diventa manifestazione del credito.

²¹ I rimedi predisposti dagli artt. 1461 c.c. e 1186 c.c. vanno concepiti in rapporto di alterità: entrambi muovono dal mutamento in *peius* delle condizioni patrimoniali di uno dei contraenti ma differiscono a seconda della gravità dello stesso. Quindi, nel caso in cui si verifichi una vera e propria insolvenza del debitore, opererà l'art. 1186 c.c.; diversamente, l'art. 1461 c.c.

²² Così espressamente L. BARBIERA, *Garanzia del credito e autonomia privata*, Napoli, 1971, 202 ss. Sul punto, M. IMBRENDA, *op. cit.*, 267 osserva che «l'interferenza creditoria investe il rapporto sin dal suo costituirsi, dal momento che i rimedi attinenti all'attuazione del medesimo danno luogo ad una unilaterale modificazione dell'altrui sfera giuridica».

insolvenza, manifestando l'oggettiva inadeguatezza della garanzia patrimoniale del debitore²³, legittima il creditore ad esigere immediatamente la prestazione dovuta, sì da tutelare direttamente la soddisfazione dei propri interessi.

L'art. 1186 c.c. si muove, pertanto, lungo la stessa direttrice dell'art. 1461 c.c., secondo lo schema tempo -potere di controllo-autotutela, che in questo caso si atteggia, in generale, come modificazione unilaterale del rapporto e, in particolare, come estinzione del beneficio del termine, con conseguente immediata esigibilità dell'attribuzione patrimoniale.

In termini non dissimili, è possibile analizzare anche l'art. 1460 c.c.: in questo caso il tempo, più che essere ontologicamente correlato alla natura del rapporto obbligatorio, attiene al comportamento del debitore (a sua volta creditore) che non ha eseguito la propria prestazione ovvero non ha offerto di adempiere contestualmente.

Il contegno inerte tenuto dalla controparte, dunque, fa sorgere un potere di controllo del creditore (a sua volta debitore) strumentale alla soddisfazione dei propri interessi: infatti, là dove il debitore, pur essendovi tenuto, non offra o non esegua la prestazione, il creditore potrà agire in autotutela²⁴, rifiutando l'adempimento. Lo strumento di giustizia privata offerto dall'art. 1460 c.c. persegue, così, una duplice funzione: da un lato, garantisce la tutela preventiva del credito, conservando il rapporto in vista della sua corretta attuazione; dall'altro, assurge a strumento di coazione indiretta all'adempimento, di modo che sia assicurata la realizzazione dell'interesse finale.

In conclusione i tre rimedi analizzati, fondati sullo schema tempo-potere di controllo-justizia, offrono soluzioni differenziate e graduate in modo direttamente proporzionale al rischio dell'inadempimento e, conseguentemente, al pericolo di vedere frustrate le ragioni che il rapporto obbligatorio mirava a soddisfare.

²³ Approfonditamente, L. BIGLIAZZI GERI, *Osservazioni sull'art. 1461 c.c.*, cit., 57-58.

²⁴ L. BARBIERA, *op. cit.*, 220, discorre efficacemente di una «sorta di ritenzione della controprestazione».

3. Estensione dell'ambito di indagine: il potere di controllo nel codice civile.

Il nesso di necessaria interdipendenza tra tempo e controllo, funzionalizzato alla conservazione dell'altrui garanzia patrimoniale, reca con sé il quesito relativo alla sua portata: si tratta, infatti, di comprendere se lo schema sotteso all'art. 1461 c.c. (e, in particolare, il potere di controllo riconosciuto in capo al creditore) sia riconducibile, nell'ambito dei rapporti di durata, ad una regola generale ovvero sia destinato a rimanere confinato nelle fattispecie per le quali è espressamente previsto.

La risposta a tale quesito impone di allargare i confini della riflessione a tutte quelle disposizioni codicistiche nelle quali viene attribuito rilievo al tempo e, segnatamente, ai suoi effetti sulle condizioni patrimoniali del debitore. Prescindendo dalla disciplina della fideiussione²⁵ (art. 1956 c.c.), ove l'effetto estintivo dell'obbligazione di garanzia si ricollega ad un meccanismo sanzionatorio²⁶, l'indagine deve muovere dalla disciplina della promessa di mutuo, del mandato di credito e dell'affitto.

In particolare, l'art. 1822 c.c. consente al promittente di rifiutare l'adempimento «se le condizioni dell'altro contraente

²⁵ In realtà, anche l'art. 1956 c.c. presenta punti di contatto con l'art. 1461 c.c.: il presupposto di operatività di entrambe le norme è la *mutatio in deterius* delle condizioni patrimoniali del debitore, tuttavia esse differiscono per funzione e, quindi, per effetti. Invero, se l'art. 1461 c.c., come si è detto, assolve una funzione cautelare e conservativa del rapporto, l'art. 1956 c.c. mira a tutelare il fideiussore dalla condotta abusiva tenuta dal creditore. Ciò spiega perché l'effetto discendente dal rimedio apprestato in tema di fideiussione sia estintivo e non meramente sospensivo. Per converso, vi è chi ritiene (F. MACARIO, *op. cit.*, 375-376, riprendendo il pensiero di M. FRAGALI, voce «Fideiussione», in *Enc. Dir.*, Milano, 1968, 477) che il rimedio di cui all'art. 1956 c.c. sia coerente con il principio generale contenuto nell'art. 1461 c.c., per cui anche in questo caso il mutamento *in peius* dovrebbe intervenire dopo che sia prestata la garanzia personale, sì che un dissesto anteriore non varrebbe a liberare il fideiussore, salvo che non sia da questi stato ignorato senza colpa.

²⁶ Per aver il creditore violato il principio di buona fede, concedendo – senza l'autorizzazione del fideiussore - ulteriore credito al debitore le cui condizioni patrimoniali siano divenute tali da rendere più difficile il soddisfacimento del credito.

siano divenute tali da rendere notevolmente difficile la restituzione e non gli siano offerte idonee garanzie». In questo caso i punti di affinità con l'art. 1461 c.c. risultano evidenti: invero, il tempo corrente tra la promessa e l'effettiva dazione della somma fa sorgere un potere di controllo del promittente in ordine alla situazione patrimoniale (*i.e.* alla garanzia patrimoniale) del debitore. L'eventuale verifica di un'alterazione peggiorativa della stessa (tale, questa volta, da rendere solo più difficile il conseguimento della prestazione) legittima l'attivazione del rimedio in autotutela²⁷, inteso come rifiuto dell'adempimento: lo schema, pertanto, ritorna ad essere quello sotteso al rimedio di cui all'art. 1461 c.c. secondo l'ordine tempo – potere di controllo – giustizia.

In tal caso, infatti, il creditore si protegge da una riduzione dell'altrui garanzia patrimoniale²⁸ che potrebbe, al termine del rapporto, frustrare i propri interessi: ciò spiega perché il rifiuto, strumentale alla tutela del credito, possa essere paralizzato dalla prestazione di idonea garanzia, unico strumento in grado di ripristinare la fiducia del promittente nella capacità di adempimento del debitore.

Conclusioni speculari possono essere raggiunte anche per l'art. 1959 c.c. (mandato di credito) che consente al mandatario di non eseguire l'incarico qualora, dopo il suo conferimento, «le condizioni patrimoniali del mandante o del terzo siano divenute tali da rendere notevolmente più difficile il soddisfacimento del credito»; nonché per l'art. 1626 c.c. che prevede lo scioglimento del contratto di affitto in caso di insolvenza dell'affittuario, salvo che sia prestata idonea garanzia.

²⁷ Condivisibile è la prospettiva di F. ADDIS, *Le eccezioni dilatorie*, cit., 467, nota 139, secondo il quale si è al cospetto di un mezzo di tutela preventiva del credito, ispirato al rimedio generale previsto dall'art. 1461 c.c. ma differente per oggetto (si garantisce la restituzione della somma e non una controprestazione) e per funzione (liberatoria e non meramente sospensiva).

²⁸ Si rimanda a L. BARBIERA, *op. cit.*, 214. Sul punto, F. MACARIO, *op. cit.*, 374, nota 21, precisa che il mutamento rileva anche quando ad essere cambiata sia la composizione (e non la consistenza) del patrimonio del debitore (es. inizio di un'attività rischiosa).

Nonostante i differenti àmbiti di applicazione e le diverse varianti di gravità in cui si estrinseca la *mutatio in deterius*, le due norme presentano il comune rilievo del tempo che pervade l'intero rapporto giuridico, mettendone a repentaglio la funzione. Il potere di controllo mira, allora, a contenerne i rischi e a ristabilire l'equilibrio dell'originario assetto di interessi predisposto dalle parti: in quest'ottica, il tempo diviene, in uno, presupposto per la nascita del potere di controllo e oggetto dello stesso.

L'eterogeneità delle norme esaminate non osta all'individuazione di una direttiva comune ravvisabile nella tendenza dell'ordinamento ad apprestare strumenti di tutela alla garanzia patrimoniale, qualora quest'ultima possa essere compromessa dal tempo²⁹. Invero, la consapevolezza che la fiducia del creditore nell'altrui solidità patrimoniale possa essere svilita da un'esecuzione diacronica del programma negoziale e, segnatamente, ridursi fino al punto da metterne a repentaglio la stessa esistenza, porta il sistema a riconoscere una serie di rimedi tesi a riequilibrare (e, quindi, a conservare) l'originario assetto di interessi.

Le norme richiamate, dunque, attribuiscono al creditore una vasta gamma di poteri (nei quali si inserisce anche quello di controllo) destinati ad interferire nella sfera giuridica del debitore, al fine di neutralizzare (*ex ante*) o di rimuovere (*ex post*) gli effetti di quei comportamenti che riducano o pregiudichino la garanzia patrimoniale. Sebbene a questo potere corrisponda una posizione di soggezione, esso assume comunque una dimensione collaborativa³⁰ in quanto, riequilibrando il rapporto sbilanciato

²⁹ Il riferimento è a F. MACARIO, *op. cit.*, 375; nonché a F. ADDIS, *Le eccezioni dilatorie*, cit., 468.

³⁰ Sul punto, P. PERLINGIERI, *Manuale di diritto civile*, cit., 93 ss., il quale osserva che «il potere di controllo concerne tutte le situazioni soggettive nelle quali l'interesse del creditore dipende dalla cooperazione altrui (...), anche in mancanza di una norma che lo ammetta espressamente». Il pensiero viene ulteriormente sviluppato da M. IMBRENDA, *op. cit.*, 45 e 50, secondo la quale il controllo può operare come esercizio dell'autonomia privata quando sia strumentale alla realizzazione degli interessi consacrati nel rapporto obbligatorio. Non aderisce a tale impostazione, A. GENTILI, *op. cit.*, 14 ss., secondo il quale un generalizzato potere di controllo in capo al creditore stride

per effetto del tempo, mira ad assicurare la soddisfazione degli interessi in esso dedotti: pertanto, il controllo diviene condizione «necessaria per rendere efficienti gli istituti legali di garanzia a favore del creditore³¹».

4. *L'ammissibilità di un generale potere di controllo alla luce della Costituzione.*

La funzionalizzazione del controllo alla realizzazione del risultato concordato, quale filo invisibile che collega tutte le disposizioni analizzate, consente secondo autorevole dottrina³² di prospettare l'apertura verso un potere generalizzato, che trova il suo fondamento nella rinnovata lettura dei rapporti obbligatori alla luce della Costituzione: infatti, l'art. 2 Cost. e, in particolare, il principio di solidarietà conformano la funzione di ogni situazione soggettiva in chiave sociale³³, sì da influenzare anche i rapporti patrimoniali. Si passa così da una prospettiva conflittuale, che vede ciascuna parte portatrice solo dei propri interessi, ad una prospettiva collaborativa³⁴, nella quale gli interessi delle parti dialogano verso la realizzazione di un risultato comune, qual è l'attuazione del programma negoziale³⁵.

In quest'ottica, quindi, il potere di controllo, che nasce nell'ambito dei rapporti di durata e legittima l'intromissione

con l'intangibilità della sfera giuridica altrui. I casi in cui l'ordinamento riconosce tale potere devono, pertanto, considerarsi come «eccezioni» e non come applicazioni di una regola: infatti, «il diritto soggettivo attribuisce al titolare solo i poteri che trovano fondamento nella regola che lo governa o nel titolo che lo attribuisce». I poteri quindi, salvo che non trovino la propria fonte nella legge o in un atto dell'autonomia privata, devono considerarsi tipici, sì da non ammettere espansioni o abusi in vista della tutela dell'intangibilità dell'altrui sfera giuridica.

³¹ Letteralmente, L. BARBIERA, *op. cit.*, 195.

³² La tesi in esame è sostenuta da P. PERLINGIERI in *Manuale di diritto civile*, cit., 86 nonché in *Controllo e conformazione degli atti di autonomia negoziale*, in *Rass. dir. civ.*, I, 2017, 204 ss. Nello stesso senso, M. IMBRENDA, *op. cit.*, 40 ss.

³³ P. PERLINGIERI, *Manuale di diritto civile*, cit., 86.

³⁴ P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, 3^a ed., Napoli, 2006, 268 ss.

³⁵ Questa è la prospettiva accolta da M. IMBRENDA, *op. cit.*, 272.

nell'altrui sfera giuridica (al fine di attivare strumenti di autotutela ancillari alla conservazione della garanzia patrimoniale del debitore), diviene coessenziale³⁶ alla pretesa del creditore, a prescindere dalla natura del rapporto: il diritto di credito, dunque, realizza una situazione giuridica complessa nella quale convivono tutti i poteri necessari alla sua realizzazione³⁷.

Invero, la compiuta analisi normativa disvela un certo *favor* per il rafforzamento della relazione obbligatoria, destinato a realizzarsi attraverso l'attribuzione in capo alle parti di un generalizzato potere di controllo, che consenta loro di acquisire informazioni in ordine alla condizione attuale del rapporto e, per l'effetto, di comprendere se le prescelte modalità di attuazione dello stesso risultino o meno ancora idonee al perseguimento del risultato comune³⁸.

³⁶ Per una disamina più approfondita, si rinvia a M. PENNASILICO, *op. cit.*, 172 ss.

³⁷ Il rapporto tra privati, in questi termini, si avvicina a quello tra P.A. e cittadino: infatti, come il cittadino vanta interessi partecipativi e procedimentali, strumentali all'ottenimento del bene della vita agognato (interesse legittimo finale), così il creditore è titolare di un potere di controllo teso alla realizzazione del diritto di credito. Tuttavia, se nel diritto pubblico è ormai pacifico che gli interessi procedimentali non figurino come autonome situazioni soggettive, sì che la rispettiva lesione è giudizialmente tutelabile solo congiuntamente a quella arrecata all'interesse legittimo (interesse finale), nei rapporti tra privati non è chiaro se la lesione del potere di controllo possa ricevere il medesimo trattamento.

³⁸ Va, tuttavia, precisato che il potere di controllo, sebbene coessenziale alla pretesa creditoria, non sempre risulta in grado di soddisfarla. Sul punto, R. DI RAIMO, *Forme di controllo e profilo funzionale dei poteri dispositivi sul patrimonio (tra regole dei rapporti e regole dell'attività)*, in *Rass. dir. civ.*, 2004, 25, 326 ss., dimostra come il potere di controllo risulti fallibile al cospetto di tutte quelle vicende che realizzano una commistione tra «regole di rapporti e regole di attività». L'a. riporta, a titolo esemplificativo, il caso in cui il debitore sia una grande impresa ovvero un intermediario finanziario: nella prima ipotesi, invero, il creditore non può «valutare il rischio di credito sulla base dello stato patrimoniale del debitore osservato staticamente. L'entità del rischio dipende infatti dalle sue variazioni quale risultato dell'attività. (...) Fintanto che non si arrivi ad ipotesi di crisi di impresa la semplice diminuzione del patrimonio in corso di attività non è segnale certo di pericolo per il creditore». D'altronde, il potere di controllo si rivela incompatibile anche con le esigenze di riservatezza dell'attività di impresa, sì che il piccolo risparmiatore è posto nell'impossibilità di attuare verifiche sull'attività

Il potere di controllo assurge, in questi termini, non solo a strumento di conservazione della garanzia patrimoniale del debitore ma anche a mezzo di verifica della corretta esecuzione del rapporto³⁹. Emblematici, a riguardo, sono gli esempi forniti dalle norme in tema di appalto (art. 1662 c.c.) e di contratto d'opera (art. 2224 c.c.): esse, infatti, consentono al committente di verificare la conformità dell'esecuzione dell'opera alle condizioni contrattuali, sì che, in caso di riscontrate irregolarità, è possibile dapprima fissare un termine entro il quale l'appaltatore (o il prestatore d'opera) debba conformarsi e, successivamente, procedere alla risoluzione⁴⁰ (art. 1662 c.c.) ovvero al recesso (art. 2224 c.c.) dal contratto.

In tal caso, il potere di controllo è funzionale alla tutela dell'esatta esecuzione della prestazione, affinché il creditore non sia costretto ad attendere la fine dei lavori in presenza di condizioni che lascino presagire l'inadempimento (e, quindi, la lesione dei propri interessi). Ancora una volta, quindi, nell'ambito dei rapporti di durata, il tempo legittima l'insorgenza di un potere di controllo teso, in via immediata, alla correzione del rapporto (e, conseguentemente alla tutela degli interessi ad esso sottesi) e,

preparatoria all'adempimento. Nella seconda ipotesi, invece, il risparmiatore, attesa la confusione tra i patrimoni gestiti dall'intermediario finanziario, è impossibilitato ad esercitare un effettivo potere di controllo, posto che è impossibile «nel complesso dell'attività di impresa finanziaria, distinguere l'attività svolta nell'interesse di ciascun singolo cliente. L'essenza del problema sta, dunque, nell'imputazione (...) che avviene automaticamente, quale effetto della mera individuazione dei risultati dell'attività».

³⁹ Tali sono le conclusioni alle quali, sulla base dei principi di solidarietà e buona fede, perviene M. IMBRENDA, *op. cit.*, 275.

⁴⁰ In particolare, P. PERLINGIERI, *Conclusioni*, in *Interessi e poteri di controllo nell'attuazione del rapporto obbligatorio*, cit., 505 ss., osserva che nell'appalto il committente esercita un ampio potere di controllo in vista della soddisfazione del proprio interesse finale, sì che lo stesso viene ad assumere un ruolo «talmente centrale da presentare tratti di inderogabilità: l'eliminazione convenzionale del controllo è tale, in alcune fattispecie, da violare i limiti posti dall'art. 1229 c.c. alle clausole di esclusione della responsabilità».

in via mediata, all'attivazione di un rimedio in autotutela⁴¹, qual è la risoluzione ovvero il recesso.

Tuttavia, l'esito del controllo, potendo dare la stura all'attivazione di un rimedio caducatorio, rischia di collidere con gli interessi del debitore: pertanto, l'ingerenza nell'altrui sfera giuridica, quale fisiologico riflesso dell'esercizio del potere, impone l'individuazione di precisi limiti entro i quali le prerogative creditorie debbano esplicarsi.

In questa prospettiva il potere di controllo intercetta la buona fede e con essa la proporzionalità⁴², limite naturale dell'attività discrezionale. D'altronde, una simile soluzione è già accolta a livello normativo dall'art. 1460, comma 2, c.c. e non vi sarebbero ragioni ostative ad estenderla, sulla base degli artt. 1175 e 1375 c.c., alla generalità dei rapporti⁴³. La buona fede, infatti, riporta

⁴¹ Sulla natura di rimedi in autotutela degli artt. 1662 c.c. e 2224 c.c., G. ROMANO, *op. cit.*, 89, nota 61.

⁴² P. PERLINGIERI, *Equilibrio normativo e principio di proporzionalità nei contratti*, in *Rass. dir. civ.*, 2, 2001, 341 ss., secondo il quale «la proporzionalità consiste nella giusta proporzione, quantificazione (...), una diversa modalità di valutare l'interesse patrimoniale, ovvero la misura della sua protezione giuridica in comparazione e bilanciamento con quella di altri interessi». Più precisamente, la proporzionalità è «una norma imperativa, la quale fa parte di un ordine pubblico economico, costituendo un interesse primario dell'ordinamento e, pertanto, assolvendo una funzione di controllo sugli atti di autonomia». Il concetto viene ulteriormente specificato dall' a. in *Controllo e conformazione degli atti di autonomia negoziale*, cit., 217 ss. Con particolare riferimento alla proporzionalità tra debito e garanzia, si rinvia a N. CIPRIANI, *Patto commissorio e patto marciano. Proporzionalità e legittimità delle garanzie*, Napoli, 2000, 174 ss.: invero, il principio di proporzionalità, quale «valutazione di adeguatezza tra le norme e gli interessi che vengono in rilievo nelle fattispecie che esse disciplinano», pur trovando la propria fonte primaria nel diritto comunitario e nelle relazioni verticali, è divenuto un principio generale destinato a trovare applicazione anche nei rapporti tra privati, alla luce degli artt. 3 e 11 Cost. In questa prospettiva, «il principio di proporzionalità presenta più di qualche elemento in comune con quello di solidarietà», essendo destinato, da un lato, ad apporre limitazioni all'autonomia privata «in relazione all'equilibrio delle prestazioni nei contratti sinallagmatici» e, dall'altro, a calibrare le sanzioni disposte dai contraenti agli interessi dagli stessi perseguiti.

⁴³ Si veda F. MACARIO, *op. cit.*, 381 ss. e, in senso adesivo, M. IMBRENDA, *op. cit.*, 277 ss.

su un piano di parità il creditore-controllante ed il debitore-controllato, posto che quest'ultimo, al fine di evitare indebite intromissioni nella sua sfera privata, potrà a sua volta controllare le modalità di esercizio del potere, secondo una logica di reciprocità. Ciò avvalorata la dimensione collaborativa del controllo nella quale le parti, in conformità al principio di solidarietà, cooperano verso l'attuazione di un risultato comune, qual è la corretta esecuzione del rapporto.

Tale conclusione muove dall'assunto che il controllo, essendo indirizzato in ultima istanza all'attivazione di un rimedio in autotutela, non possa attribuire al creditore una posizione di vantaggio eccedente quanto sia necessario alla difesa delle proprie ragioni. Pertanto, l'esercizio delle prerogative creditorie dovrà avvenire secondo modalità che siano non solo idonee a perseguire la cura degli interessi trasfusi nel programma negoziale, ma anche strettamente indispensabili ad essa⁴⁴.

In altri termini, al potere di controllo è sotteso il criterio di proporzionalità che permea anche la garanzia patrimoniale⁴⁵, sì che il primo deve essere esercitato in modo direttamente proporzionale alla riduzione della seconda.

5. Il potere di controllo del creditore in alcune recenti normative: la disciplina del pegno mobiliare non possessorio e quella dell'allerta esterna.

Il tema del controllo del creditore sul patrimonio del debitore e sulle vicende che lo interessano si arricchisce di spunti di sicuro rilievo anche in relazione ad alcuni istituti e normative di recente introduzione.

⁴⁴ E. BETTI, voce «Autotutela», in *Enc. Dir.*, Milano, IV, 1959, 529, secondo il quale «per la liceità dei mezzi in autotutela deve supporre e richiedersi un rapporto di proporzionalità fra essi e l'inadempimento con la esclusione di abusi. (...) Il campo dell'autotutela è ancora aperto a una serie di accorgimenti che si ispirano alla massima “*vigilantibus iura succurunt, non dormientibus*” (...)».

⁴⁵ In forza degli artt. 496 c.p.c. (riduzione pegni) c.p.c. e 2782 c.c. (riduzione ipoteche).

Ad esempio, viene in rilievo la disciplina del pegno non possessorio, introdotta dal d.l. 3 maggio 2016, n. 59⁴⁶, che, con l'evidente intento di ammodernare il sistema delle garanzie reali⁴⁷, ha il pregio di ricercare un delicato equilibrio tra le esigenze di produttività del debitore e quelle di tutela del creditore. Ovviamente non è possibile in questa sede illustrare in dettaglio la disciplina dell'istituto⁴⁸ ma vi sono alcuni aspetti che meritano una sottolineatura, in quanto aprono scenari densi di implicazioni ai fini della riflessione che si sta svolgendo in queste pagine.

In primo luogo, viene in rilievo quanto disposto dall'art. 1, comma 2 del d.l. 59/2016, che attribuisce alle parti la possibilità

⁴⁶ Successivamente convertito nella l. 30 giugno 2016, n. 119, così come integrata dal decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 25 maggio 2021, n. 114 che ha introdotto il «Regolamento del registro dei pegni mobiliari non possessori». La disciplina dell'istituto è stata da ultimo completata dal provvedimento dell'Agenzia delle Entrate del 12 gennaio 2023 che, attuando il citato regolamento, ha formalizzato la procedura per l'iscrizione dei pegni non possessori nel relativo registro.

⁴⁷ Il problema è messo ben in luce da N. CIPRIANI, *Il patto marciano tra garanzia del credito ed esecuzione forzata*, in *Giur. it.*, 2017, 1727 ss., il quale osserva che la vetustà del sistema italiano delle garanzie reali riverbera i propri effetti sul mercato, incentivando gli operatori economici ad investire in quei Paesi che assicurino condizioni di maggiore efficienza e proconcorrenzialità. Infatti, prima dell'introduzione del pegno senza spossessamento, uno dei principali problemi che si riscontrava nel sistema delle garanzie reali era quello di obbligare il creditore, in caso di inadempimento, ad attivare la procedura esecutiva che, com'è noto, non solo può avere una durata eccessivamente prolungata ma anche rivelarsi antieconomica. In tali casi, allora, si rivela preferibile spostare la tutela del creditore dal piano giudiziale a quello stragiudiziale, attribuendogli poteri funzionali ad un più rapido soddisfacimento del credito.

⁴⁸ Tra i molteplici studiosi che si sono occupati del tema, si rinvia a D. ACHILLE, *Il pegno non mobiliare non possessorio*, Napoli, 2022; R. CATALANO, *Il pegno mobiliare non possessorio ex lege n. 119/2016*, Napoli, 2018; R. MARINO, *Il pegno non possessorio quale strumento funzionale all'autotutela satisfattiva del creditore: profili evolutivi*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, 6, 762 ss.; N. CIPRIANI, *Appunti sul patto marciano nella l. 30 giugno 2016, n. 119*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2017, 5, 995 ss.; V. OCCORSIO, *Pegno non possessorio: uno studio su oggetto della garanzia e poteri del creditore*, Napoli, 2019.

di apporre una clausola di rotatività⁴⁹, in virtù della quale è consentito al debitore di trasformare, alienare o disporre dei beni oggetto della garanzia, con la previsione del contestuale trasferimento di quest'ultima⁵⁰ sul prodotto derivante dalla trasformazione, sul corrispettivo della cessione del bene gravato ovvero sul bene sostitutivo acquistato con tale corrispettivo.

Orbene, si tratta di una rotatività particolarmente evoluta o, si sarebbe tentati di dire, 'spinta', soprattutto se si considera che, mentre il pegno non possessorio è inizialmente soggetto a iscrizione nell'apposito registro, gli effetti della rotazione non sono soggetti a pubblicità⁵¹.

Questo comporta potenziali problemi per tutti i creditori: in *primis* per il creditore pignoratizio, che può avere difficoltà a identificare l'oggetto della garanzia a valle dell'operatività della clausola di rotatività; ma anche per gli altri creditori, che potrebbero non essere in condizione di verificare quali beni del debitore non siano gravati da garanzia reale e possano, quindi, essere aggrediti fruttuosamente.

Per quanto riguarda il creditore pignoratizio, l'art. 1 co. 7-*ter* del d.l. n. 59 del 2016 gli attribuisce, in caso di mancata consegna

⁴⁹ Secondo D. ACHILLE, *Il pegno mobiliare non possessorio*, cit., 154, il «pegno non possessorio è connotato legislativamente ma non essenzialmente come rotativo» nel senso che tale ultima caratteristica viene riconosciuta dal legislatore ma può anche essere esclusa dalle parti.

⁵⁰ Come osserva R. MARINO, *Il pegno non possessorio quale strumento funzionale all'autotutela satisfattiva del creditore: profili evolutivi*, cit., 784, si tratta di una «surrogazione reale che non importa novazione, in quanto, diversamente, si altererebbe l'ordine di soddisfazione dei creditori e si consentirebbe all'operazione economica di essere colpita dalla revocatoria fallimentare».

⁵¹ Invero, l'art. 3 co. 2, lett. s) del Regolamento del registro pegni, pur annoverando tra i requisiti oggetto di iscrizione «le condizioni contrattuali che disciplinano il patto di rotatività», omette di contemplare l'indicazione dei beni sostituiti, così aprendo ad uno scenario incerto e potenzialmente dannoso proprio per il creditore. Il problema, d'altronde, non ha trovato pronta soluzione neppure nel recente provvedimento dell'Agenzia delle Entrate (adottato il 12 gennaio 2023), il quale si limita a prevedere, a pagina 18, l'annotazione delle vicende di cessione del credito e di trasformazione del bene garantito, senza aver riguardo ai casi di alienazione dello stesso.

del bene oggetto del pegno⁵², il diritto di fare istanza all'ufficiale giudiziario affinché proceda a norma delle disposizioni del codice di rito sul processo esecutivo. Se il bene non è di immediata identificazione, «l'ufficiale giudiziario [...] si avvale su istanza del creditore e con spese liquidate dall'ufficiale giudiziario e anticipate dal creditore e comunque a carico del medesimo, di un esperto stimatore o di un commercialista da lui scelto, per la corretta individuazione, anche mediante esame delle scritture contabili, del bene mobile oggetto del pegno, tenendo conto delle eventuali operazioni rasformazione o di alienazione poste in essere a norma del comma 2. Quando risulta che il pegno si è trasferito sul corrispettivo ricavato dall'alienazione del bene, l'ufficiale giudiziario ricerca, mediante esame delle scritture contabili ovvero a norma dell'articolo 492-bis del codice di procedura civile, i crediti del datore della garanzia, nei limiti della somma garantita ai sensi del comma 2».

Invero, i dubbi che sorgono in merito all'effettiva tutela delle ragioni creditorie sono più d'uno. Prescindendo, infatti, dalla considerazione che non sono ben chiare le modalità con le quali il datore del pegno possa alienare il bene oggetto della garanzia senza alterare la sua destinazione economica⁵³, il primo nodo da sciogliere è rappresentato proprio dall'ipotesi nella quale il debitore muti la destinazione economica del bene originario ovvero di quello acquisito per effetto degli atti di disposizione del primo.

⁵² Nel dettaglio, l'art. 1 co. 7 prescrive che il creditore, al verificarsi di un evento che comporta l'escussione del pegno, possa: vendere, previa stima da parte di soggetti specializzati, i beni oggetto del pegno, trattenendo il corrispettivo a soddisfacimento del credito fino a concorrenza della somma garantita e con l'obbligo di informare immediatamente per iscritto il datore della garanzia dell'importo ricavato e di restituire contestualmente l'eccedenza (lett. a); escutere i crediti oggetto di pegno fino a concorrenza della somma garantita (lett. b); locare, ove previsto dal contratto, il bene oggetto del pegno, imputando i canoni a soddisfacimento del proprio credito fino a concorrenza della somma garantita (lett. c); appropriarsi, ove previsto dal contratto, dei beni oggetto del pegno fino a concorrenza della somma garantita, a condizione che il contratto preveda anticipatamente i criteri e le modalità di valutazione del valore del bene oggetto di pegno e dell'obbligazione garantita (lett. d).

⁵³ Secondo quanto prescritto dall'art. 1 co. 2 del citato d.l. n. 59 del 2016.

In tal caso, venendo in rilievo un'ipotesi di uso abusivo dei beni, il potere di controllo del creditore potrebbe essere funzionale all'attivazione di tutele conservative o inibitorie⁵⁴, le quali, tuttavia, possono presentare un margine di utilità solo quando il mutamento della destinazione non sia divenuto irreversibile.

Del pari, le ragioni del creditore potrebbero risultare pregiudicate dal contegno del debitore che, sempre avvalendosi della clausola di rotatività, decida di sostituire la *res* originaria con un bene insuscettibile di formare oggetto della garanzia, qual è, ad esempio, un immobile o un bene mobile registrato⁵⁵. In tali casi, infatti, se è evidente che l'originaria garanzia non possa trasferirsi sui nuovi cespiti, non è altrettanto chiaro quali siano gli specifici obblighi gravanti in capo al debitore, il quale presumibilmente dovrà individuare un altro bene da fornire in garanzia, sì che il creditore non perda il proprio diritto di prelazione.

Così stando le cose, risulta necessario definire, in sede applicativa, gli effettivi contorni del potere di controllo attribuito al creditore pignoratorio, il quale, anche prima dell'escussione, deve essere in grado di monitorare⁵⁶ le vicende che interessano il patrimonio del debitore (e, in particolare, il bene oggetto della garanzia), sia al fine di accertare che questi non abbia compiuto abusi (mutamento di destinazione, acquisto di beni non passibili di pegno, etc.); sia per sorvegliarne la situazione patrimoniale,

⁵⁴ In questo senso, D. ACHILLE, *Il pegno non mobiliare non possessorio*, cit., 166.

⁵⁵ La problematica è messa ben in luce da R. MARINO, *Il pegno non possessorio quale strumento funzionale all'autotutela satisfattiva del creditore: profili evolutivi*, cit., 788, la quale propende per l'invalidità del trasferimento del vincolo.

⁵⁶ In tale prospettiva si rivelano poco utili anche le forme di monitoraggio soggettivo e oggettivo previste dal d.l. n. 59 del 2016, che, nel primo senso, consente la costituzione del pegno senza spossessamento ai soli imprenditori iscritti nel registro delle imprese, sì da garantire al creditore la piena conoscenza del datore di pegno; mentre, sul piano oggettivo, consente al creditore di iscrivere il pegno nell'apposito registro istituito presso l'Agenzia delle Entrate, di modo da opporre ai terzi il proprio diritto e di esser loro preferito, in mancanza dell'ordinaria apprensione materiale del bene.

anche in considerazione del fatto che tra la costituzione del pegno e l'escussione potrebbe trascorrere un intervallo di tempo non breve.

Dalla risposta che si saprà dare in termini di adeguatezza a questo potere di controllo dipenderà probabilmente lo spazio applicativo della clausola di rotatività, il quale potrebbe ridursi drasticamente (fino ad annullarsi) ove i creditori non ricevano strumenti di controllo concretamente idonei a tutelare le proprie prerogative.

Per quanto riguarda gli altri creditori, non vi è alcuna previsione specifica, se non la precisazione che, se il bene oggetto di pegno viene coinvolto in una vicenda espropriativa da parte di terzi, il creditore pignoratizio può far valere la prelazione nell'ambito del giudizio esecutivo. Proprio per questo, ci si deve domandare se non sia il caso di riconoscere anche ai creditori chirografari il potere di svolgere delle verifiche sul patrimonio del debitore, sì da individuare i beni non gravati da garanzia, non solo perché non risultante dal registro pegni, ma anche perché al riparo dagli effetti della rotatività.

D'altronde, ulteriori conflitti tra creditori potrebbero poi sorgere qualora il debitore alieni il bene garantito, ricevendone il corrispettivo: in tal caso, soprattutto ove il patrimonio del debitore dovesse risultare insufficiente, sarà difficile per il creditore originario dimostrare la titolarità del diritto di prelazione proprio sulla somma residua. *Quid iuris*, poi, se il debitore contesti le risultanze delle scritture contabili, dimostrando che il corrispettivo reclamato dal creditore non derivi dalla vendita del bene garantito?

Il panorama delle questioni potenzialmente critiche⁵⁷ è, quindi, assai variegato e mostra con netta evidenza come soltanto un

⁵⁷ Ancòra, si potrebbe ipotizzare che con il ricavato dell'alienazione del bene concesso in pegno il debitore acquisti un nuovo cespite, il quale, però, non essendo suscettibile di iscrizione nell'apposito registro, risulta libero da vincoli e, quindi, potenzialmente idoneo a formare oggetto di una nuova garanzia o di essere alienato a terzi.

Similmente, potrebbe accadere che il bene sostituto venga alienato dal debitore proprio nel momento in cui il creditore decida di esercitare i poteri di cui all'art. 1 co. 7 lett a): in tal caso, infatti, non vi è dubbio che la norma,

adeguato potere di controllo del creditore risulti in grado di colmare gli attuali vuoti di tutela nonché di bilanciare, dinanzi all'operatività della clausola di rotatività, possibili disallineamenti nelle posizioni delle parti.

Al netto di tali osservazioni, la disciplina del pegno mobiliare non possessorio risulta degna di apprezzamento, in quanto ridefinisce lo statuto della tutela creditoria, che transita dalla dimensione giudiziale a quella stragiudiziale⁵⁸, inducendo le parti ad operare secondo schemi collaborativi⁵⁹.

Tali caratteristiche sono agevolmente desumibili dai pervasivi poteri attribuiti al creditore dal citato art. 1 co. 7 del d.l. n. 59 del 2016, i quali, se da un lato, assumono le vesti di strumenti di autotutela consensuale⁶⁰, funzionali alla soddisfazione degli

imponendo al creditore di dare immediato avviso al solo datore di pegno, consenta la prevalenza del diritto vantato dal terzo acquirente secondo la regola dell'art. 1153 c.c

Un'altra ipotesi controversa è individuata da R. MARINO, *Il pegno non possessorio quale strumento funzionale all'autotutela soddisfattiva del creditore: profili evolutivi*, cit., 794, secondo il quale la mancanza nella normativa di un meccanismo di contrassegno dei beni garantiti pone il problema, in capo al creditore, di individuare concretamente quelli pignorabili. Si riporta l'esempio del macchinario, oggetto di garanzia, al quale ne venga sostituito un altro identico ma non funzionante: in tal caso, infatti, sembrerebbe che la tutela del creditore venga ad essere vanificata.

⁵⁸ La disciplina in commento consente di evitare il processo esecutivo (e, segnatamente, i tempi e i rischi ad esso connessi), rendendo il creditore «autosufficiente» nella tutela delle proprie ragioni. In tal senso, V. OCCORSIO, *Pegno non possessorio: uno studio su oggetto della garanzia e poteri del creditore*, 146 ss. In altre parole, come osservato da N. CIPRIANI, *Appunti sul patto marciano nella l. 30 giugno 2016, n. 119*, cit., 998, si realizza la semplificazione della fase del recupero dei crediti inadempiti, la quale, a sua volta, comporta una maggiore facilità all'accesso al credito e, segnatamente, la diminuzione dei relativi costi

⁵⁹ Sul punto, D. ACHILLE, *Il pegno non mobiliare non possessorio*, cit., 251 osserva che nel pegno mobiliare non possessorio l'accordo delle parti non determina unicamente la costituzione della garanzia ma «regola anche le modalità di escussione del pegno e di soddisfazione dell'interesse creditorio», in quanto – per effetto della garanzia – al creditore «è dato di realizzare autonomamente il proprio diritto di credito rimasto insoddisfatto, in virtù di un potere che gli deriva direttamente dalla convenzione negoziale di pegno».

⁶⁰ L'espressione è di R. MARINO, *Il pegno non possessorio quale strumento funzionale all'autotutela soddisfattiva del creditore: profili evolutivi*, cit., 793.

interessi del creditore; dall'altro, attraverso la previsione di apposti «correttivi»⁶¹, riparano il debitore dal rischio di condotte potenzialmente abusive.

In particolare, come è stato correttamente osservato⁶², si è al cospetto di forme di autotutela esecutiva «conformate dall'ordinamento attraverso elementi, per così dire, “marciani”»⁶³, idonei a ricostruire quelle garanzie come il controllo esterno e l'imparzialità [...] che sono proprie della procedura giurisdizionale di tutela dei diritti». Pertanto, se da un lato, l'eterogeneità dei poteri attribuiti al creditore dimostra la sua crescente ingerenza⁶⁴ nella sfera patrimoniale del debitore; dall'altro, la previsione di meccanismi riequilibranti e a tutela del

⁶¹ Si rinvia alla nota 52.

⁶² Il riferimento è a V. OCCORSIO, *Pegno non possessorio: uno studio su oggetto della garanzia e poteri del creditore*, cit., 152

⁶³ Per una disamina più approfondita dell'istituto si rinvia a N. CIPRIANI, *Patto commissorio e patto marciano. Proporzionalità e legittimità delle garanzie*, cit.; ID. *Appunti sul patto marciano nella l. 30 giugno 2016, n. 119*, cit.; ID. *Il patto marciano tra garanzia del credito ed esecuzione forzata*, cit.. In particolare, l'a. osserva che la scelta del legislatore di puntare sul patto marciano segna una rottura rispetto al passato, nel quale gli interpreti avevano rinunciato ad utilizzare l'istituto a causa della sua contiguità con il patto commissorio.

Tuttavia, oggi non dovrebbero più residuare dubbi in merito alla legittimità del patto, il quale, a prescindere dalla sua struttura (autonoma o accessoria), assolverebbe sempre una funzione solutoria. *Contra*, D. ACHILLE, *Il pegno non mobiliare non possessorio*, cit., 266, secondo il quale la ragione pratica del patto marciano autonomo sarebbe principalmente di garanzia; mentre, nel patto marciano accessorio la ragion pratica sarebbe rinvenibile nell'attribuzione di un mezzo attraverso il quale il creditore possa autosoddisfare le proprie ragioni.

Ad ogni modo, quel che è certo, è che il patto marciano segna l'emersione del principio di proporzionalità nei rapporti tra debito e credito, costituendo una manifestazione del principio di solidarietà sociale (in tal senso, V. OCCORSIO, *Pegno non possessorio: uno studio su oggetto della garanzia e poteri del creditore*, cit., 137)

⁶⁴ Come autorevolmente sostenuto da N. CIPRIANI, *Il patto marciano tra garanzia del credito ed esecuzione forzata*, cit., 1731, si passa dal tradizionale potere di aggressione (nell'esecuzione forzata) del bene, a quelli di appropriazione e di disposizione (nel patto marciano, con la variante dello *ius vendendi*) dello stesso, ma potenzialmente anche di gestione (come accade nell'ipotesi di locazione di cui all'art. 1 co. 7 lett. c).

debitore evidenzia la tendenza dell'ordinamento a prediligere, in caso di patologia del rapporto giuridico, rimedi stragiudiziali e su base consensuale.

La collaborazione tra creditore e debitore, nell'ottica dell'efficiente realizzazione del credito, è alla base anche della c.d. allerta esterna, introdotta nel Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza dall'art. 30 *sexies* del d.l. n. 152 del 2021. In particolare, la legge attribuisce a taluni creditori pubblici qualificati⁶⁵ un potere di controllo sulla situazione patrimoniale del debitore affinché, ove questi ometta, oltre determinate soglie⁶⁶, di versare contributi o imposte, possa essere esercitato il potere di segnalazione nei confronti dell'organo di controllo⁶⁷ e, segnatamente, innestata la composizione negoziata della crisi.

Si tratta di uno strumento che, da un lato, rafforza la posizione creditoria attraverso l'attribuzione di poteri di controllo e di segnalazione e, dall'altro, sotto la spinta dell'attivazione di strumenti di soluzione della crisi, induce il debitore all'autocorrezione.

Tuttavia, come è stato osservato⁶⁸, affinché il meccanismo dell'allerta esterna funzioni, è necessario che i creditori pubblici siano indotti ad attivarsi e ciò, allo stato, potrebbe rappresentare un risultato irraggiungibile, attesa la mancanza di una norma volta

⁶⁵ Si tratta, nel dettaglio, dell'Agenzia delle Entrate, dell'INPS e dell'Agenzia della Riscossione.

⁶⁶ Sono determinate dal citato art. 30 *sexies* e definiscono la gravità dell'inadempimento necessario ad innescare la procedura negoziata.

⁶⁷ Nel dettaglio, l'organo di controllo, valutata la fondatezza della segnalazione, dovrà chiedere agli amministratori di riferire tempestivamente sulle iniziative intraprese e valutare l'adeguatezza delle azioni proposte.

Se la reazione degli amministratori non apparirà sufficientemente solida o credibile, insisterà per il ricorso alla composizione negoziata o ad altri strumenti di soluzione della crisi, altrimenti potrà semplicemente vigilare sulla realizzazione delle iniziative proposte.

In assenza di reazione da parte degli amministratori, l'organo di controllo dovrà invece adottare le iniziative che la legge gli riconosce, che per i sindaci arrivano fino alla denuncia di gravi irregolarità.

⁶⁸ Per una disamina approfondita, si rinvia a S. PACCHI, *L'allerta tra la reticenza dell'imprenditore e l'opportunismo del creditore. Dal codice della crisi alla composizione negoziata*, in *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, 2022, 3-4, 501 ss.

a sanzionarne l'inerzia: infatti, a differenza di quanto accade per i creditori privati, quelli pubblici hanno tendenzialmente scarso interesse ad effettuare la segnalazione, posto che l'insolvenza non incide (o incide in misura limitata) sul loro soddisfacimento.

Pertanto, se risulta evidente la volontà legislativa di indurre, da una parte, il creditore ad entrare in azione precocemente e, dall'altra, il debitore a regolarizzare quanto prima la posizione debitoria (ovvero ad accedere alla composizione negoziata), è altrettanto vero che la realizzazione di siffatto obiettivo potrebbe rivelarsi utopica, se rimessa ad un creditore disinteressato, che agisce per mero opportunismo.

6. Il potere di controllo come nuova garanzia: osservazioni critiche.

Il superamento del punto di frizione tra l'intangibilità dell'altrui sfera giuridica e l'esercizio di un generale potere di controllo ha indotto una parte della dottrina⁶⁹ ad ampliare i confini di quest'ultimo sino a farlo coincidere con la nozione di garanzia, intesa quale strumento per fronteggiare l'insicurezza del credito.

Nella delineata prospettiva, quindi, il controllo precede l'attribuzione delle garanzie (reali o personali) tipiche e diviene una garanzia di nuova generazione, che trova il suo fondamento nel dovere di solidarietà (art. 2 Cost.) ed il suo limite nella buona fede.

Funzionalmente orientato alla conservazione e alla tutela degli interessi trasfusi nel rapporto obbligatorio, il potere di controllo assume strutturalmente le vesti di una nuova forma di autotutela,

⁶⁹ In questo senso, M. IMBRENDA, *op. cit.*, 282 ss., nota 564, che muovendo dai principi di solidarietà e di buona fede, nonché dalla disciplina comunitaria in materia di contratti asimmetrici (ove gli obblighi informativi posti a carico del professionista risultano strumentali alla tutela delle ragioni del consumatore), arriva a concludere che il sistema abbia accolto una nozione ampia di garanzia «comprensiva di tutti i mezzi che siano idonei a rendere sicura ed effettiva l'aspettativa del creditore, difendendolo dal rischio dell'insolvenza del debitore (...)». Secondo l'a., infatti, il controllo diviene il nuovo volto della garanzia, identificandosi «con la valutazione dell'entità attuale e con la previsione di quella che il patrimonio potrà avere alla scadenza del credito».

destinata ad attivarsi dinanzi ad ogni fenomeno potenzialmente lesivo⁷⁰.

Logica conclusione di tale orientamento è che l'insicurezza da eccezione (art. 1461 c.c.) diventa fisiologica componente del credito, in grado di generare autonomi strumenti di giustizia privata.

L'esposta prospettiva evolutiva, seppur suggestiva, non appare però condivisibile.

Il rapporto obbligatorio, infatti, segna il punto di equilibrio raggiunto dalle parti per la composizione del proprio conflitto di interessi, con la conseguenza che le regole tese a disciplinarlo, a prescindere dalla rispettiva fonte (legale o convenzionale), mostrano il risultato finale che le stesse mirano a perseguire nonché il grado di tutela che i paciscenti intendano apprestarvi. Ciò significa che, sin dal momento genetico, l'autonomia privata ovvero la legge individuano le concrete modalità di realizzazione dell'interesse, le quali fungeranno anche da parametro di valutazione della condotta del debitore e del creditore⁷¹.

Pertanto, i contraenti possono subire ingerenze nella propria sfera giuridica nei limiti di quanto sia necessario alla soddisfazione del risultato comune e secondo le modalità preventivamente individuate da essi o comunque desumibili dal sistema: al di fuori da tali ipotesi, ritorna a porsi il problema relativo all'intangibilità dell'altrui sfera giuridica.

L'ammissibilità di un potere di controllo in funzione di garanzia sconta, da un lato, il problema del conflitto di interessi tra le ragioni creditorie e la riservatezza del debitore⁷², posto che il secondo, in assenza di una espressa fonte che ne legittimi la compressione, non può automaticamente risultare recessivo in favore del primo; dall'altro, l'assenza di un effettivo fondamento normativo: non convince, invero, il riferimento al principio

⁷⁰ Per una disamina più approfondita, si rimanda a M. IMBRENDA, *op. cit.*, 296 ss.

⁷¹ Più approfonditamente, A. GENTILI, *op. cit.*, 13.

⁷² Come rilevato da G. ROMANO, *op. cit.*, 73, il debitore potrebbe aver interesse a non far conoscere la propria situazione finanziaria; a non subire un aggravamento del vincolo o, più in generale, a mantenere la propria libertà di azione.

solidaristico né alla buona fede⁷³. La solidarietà, infatti, imponendo a ciascuna parte di preservare gli interessi dell'altra nei limiti in cui ciò non le comporti un apprezzabile sacrificio, osta alla creazione di situazioni di potere correlate a stati di soggezione; parimenti debole appare il ricorso alla buona fede, la quale, essendo una clausola generale, ossia un frammento vago di disposizione della quale si deve ancora ricavare il significato applicabile⁷⁴, difetta di quella tipicità e tassatività propria delle norme attributive di poteri.

Invero, come è stato graniticamente chiarito da autorevole dottrina⁷⁵ «chiedersi se un comportamento sia contrario a buona fede o a correttezza, significa individuare i principi (e i corrispondenti valori in concorso), le ulteriori regole legislative vigenti in relazione alla ipotesi da decidere; significa sviluppare aspetti impliciti nella normativa (...) e sintetizzarli nell'elaborazione della regola del caso concreto».

Pertanto, solo in presenza di una fonte attributiva del potere, che assurga a metro di valutazione della condotta del creditore, è possibile effettuare un giudizio di conformità incentrato sulla buona fede; in mancanza, non si comprende secondo quali parametri dovrebbe valutarsi la conformità di una condotta ad una regola che di fatto non c'è. Il rischio è quello di affidarsi ad un senso di giustizia individuale che giammai potrebbe giustificare l'ingerenza nell'altrui sfera giuridica.

Al contempo l'elaborazione di un potere di controllo in funzione di garanzia del credito lascia irrisolta un'ulteriore questione: quella degli effetti dell'autotutela.

L'analisi normativa che è stata condotta nei paragrafi precedenti ha dimostrato come l'autotutela si espliciti in un ventaglio di rimedi che vanno dalla sospensione della prestazione

⁷³ Sebbene con un percorso argomentativo differente, la medesima conclusione è raggiunta da A. GENTILI, *op. cit.*, 23.

⁷⁴ P. PERLINGIERI, *Manuale di diritto civile, op. cit.*, 19 e, più nello specifico, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, cit., 224 ss. Per un'approfondita disamina, si rinvia anche a P. PERLINGIERI e P. FEMIA, *Nozioni introduttive e principi fondamentali del diritto civile*, Napoli, 2004, 33.

⁷⁵ P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, op. cit., 225.

alla risoluzione del contratto; pertanto, nell'opposta prospettiva⁷⁶ non è chiaro in quale direzione debba orientarsi l'autotutela né è possibile rimettere alla discrezionalità del creditore la scelta degli effetti sulle sorti del sinallagma, pena la violazione dell'art. 1372 c.c.

Inoltre, la configurabilità del controllo quale strumento di giustizia privata non potrebbe apportare alcun vantaggio al creditore: infatti, sia che si concepisca l'esistenza di un controllo *ex ante* (sui mezzi utilizzati dal debitore per l'esecuzione della prestazione) sia che il controllo si estrinsechi *ex post* (come quello sulla conformità al contratto della prestazione eseguita), il sistema predispone una serie graduale di rimedi (dalla messa in mora alla risoluzione) con effetti direttamente proporzionali al rischio di inadempimento, che non lascia spazio alla protezione di meri stati di incertezza individuali. Anzi, proprio le tutele apprestate dall'ordinamento dimostrano che, fintanto che non si verifichi la lesione dell'interesse finale, vi è spazio solo per un potere di controllo sull'attività del debitore dal quale, tuttavia, non possono scaturire effetti diversi da quelli che discenderebbero se venissero impartite semplici raccomandazioni⁷⁷: tanto, infatti, rivela la condotta del debitore che potrebbe continuare a rimanere inerte anche dopo i controlli e le sollecitazioni del creditore.

7. Conclusioni

Le conclusioni appena rassegnate, lungi dal confutare l'approdo ermeneutico raggiunto con riferimento alle fattispecie normative analizzate, valgono a rileggerle sotto nuova luce: invero lo schema tempo –potere – giustizia sotteso all'art. 1461

⁷⁶ M. IMBRENDA, *op. cit.*, 298 ss.

⁷⁷ Osserva efficacemente G. ROMANO, *op. cit.*, 109 che il «creditore è ammesso a controllare la fase preparatoria e, poi, a fornire eventualmente quelle istruzioni in grado di orientare la discrezionalità del debitore nella direzione di un esatto adempimento. In simili casi il controllo è forma di cooperazione del creditore all'adempimento. Tali forme collaborative, in mancanza di espressa previsione – legale o convenzionale – devono essere valutate alla stregua di consigli non vincolanti per il debitore, il quale resta libero di organizzare la sua attività che sarà valutata solo a posteriori».

c.c. nonché alle altre disposizioni richiamate (artt. 1186, 1460, 1662, 2224, 1959, 1626 e 1822 c.c.) costituisce indice sintomatico dell'esistenza nell'ordinamento di un generale potere di controllo in capo al creditore⁷⁸.

In particolare, il sistema codicistico prende atto che nei rapporti di durata il lasso di tempo corrente tra il momento genetico e quello esecutivo del rapporto possa comportare la nascita di sopravvenienze, le quali impongono alle parti di rinnovare la valutazione della funzione del vincolo in vista del perseguimento degli interessi ad esso sottesi. Le ragioni giustificatrici del rapporto nonché le sue specificità, dunque, legittimano la nascita di un potere di controllo che si dirama nel senso ora di controllo sulla funzione, ora di controllo sull'esatto adempimento⁷⁹.

Nella prima direzione vanno gli artt. 1461, 1186, 1822, 1626 c.c., i quali, come si è osservato⁸⁰, reagiscono ad un vizio funzionale sopravvenuto che rischia di compromettere non solo l'adempimento della singola prestazione ma anche l'intera garanzia patrimoniale del debitore: ciò spiega perché tutte le fattispecie richiamate permettono di prestare idonea garanzia. Tale specificazione non deve apparire di poco conto, in quanto consente di dimostrare che il potere di controllo è sempre strumentale al perseguimento dell'interesse finale, con l'inevitabile conseguenza di assumere carattere ancillare alla concessione di una garanzia, non potendosi, invece, sostituire ad essa⁸¹.

⁷⁸ In tal senso si muove il pensiero di autorevole dottrina, L. BARBIERA, *op. cit.*, 214 ss.; nonché G. ROMANO, *op. cit.*, 97 ss.

⁷⁹ Per una disamina approfondita del tema, G. ROMANO, *op. cit.*, 105 ss.

⁸⁰ Si rinvia ai paragrafi 1 e 2.

⁸¹ La riflessione sorge dal contributo di A.M. BENEDETTI, *op. cit.*, 106 ss., secondo il quale il controllo è sempre strumentale alla realizzazione dell'interesse finale, non rilevando, invece, per quelle prestazioni secondarie o accessorie. D'altronde, anche quando le norme attribuiscono al creditore un espresso potere di controllo, si accompagnano sempre alla previsione di un'apposita garanzia da parte del debitore, a dimostrazione del fatto che il primo non può svolgere autonomamente la funzione propria della seconda. In senso conforme anche L. BARBIERA, *op. cit.*, 195, secondo il quale il controllo è condizione «necessaria per rendere efficienti gli istituti legali di garanzia a

In tali ipotesi, quindi, è l'ordinamento a ritenere meritevole di tutela la situazione soggettiva del creditore che, per effetto del tempo, rischia di vedere insoddisfatte le proprie ragioni: da qui, dunque, l'esigenza di riconoscergli un potere di controllo teso a rinnovare il suo giudizio in ordine all'opportunità dell'operazione economica in corso e a correggere la stessa attraverso l'attivazione di rimedi proporzionali alla riduzione dell'altrui garanzia patrimoniale. D'altronde, come si è visto, nell'ottica della correzione e dell'efficiente esecuzione del rapporto di credito si pongono anche le discipline del pegno mobiliare non possessorio e dell'allerta esterna, le quali devono ritenersi l'ulteriore conferma dell'esistenza di un generale potere di controllo nel nostro ordinamento, ancorché, in tali casi, esso si proietti verso l'attivazione di strumenti di (auto)tutela consensuale.

Nella seconda direzione si muovono, invece, gli artt. 1460, 1662 e 2224 c.c., nei quali il potere di controllo è teso a verificare la corretta esecuzione del contratto da parte del debitore. Invero, mentre la prima norma reagisce ad un inadempimento assoluto (mancata esecuzione della prestazione) ovvero ad un inadempimento – quantitativamente o qualitativamente – inesatto (c.d. *exceptio non rite adimpleti contractus*)⁸², le restanti disposizioni mirano a neutralizzare l'esecuzione dell'opera difforme dalle condizioni stabilite nel contratto. In quest'ultimo caso, a differenza del primo, non è solo il decorso del tempo a divenire fonte legale di attribuzione di un potere di controllo ma vi concorre l'autonomia privata: infatti, il riferimento normativo alle «condizioni stabilite dal contratto» non lascia dubbi interpretativi in ordine alla circostanza che siano le parti ad individuare le regole di condotta e, conseguentemente, ad attribuire poteri di controllo circa la loro osservanza. Tale conclusione, a ben vedere, costituisce la conseguenza a rime obbligate del peculiare interesse che il committente ripone nelle

favore del creditore» e non una garanzia in *re ipsa*. *Contra*, M. IMBRENDA, *op. cit.*, 291 ss., che ravvisa nel controllo un comportamento autodifensivo con funzione di autotutela.

⁸² Per un'approfondita disamina, A.M. BENEDETTI, *op. cit.*, 62 ss., nonché F. ADDIS, *Le eccezioni dilatorie*, cit., 449 ss.

caratteristiche della prestazione, sì che solo un'opera eseguita a regola d'arte sarà in grado di soddisfarlo: pertanto, ancora una volta, come osservato in premessa, il potere di controllo diventa componente fisiologica del diritto di credito.

L'inadempimento o l'inesatto adempimento quali presupposti per il potere di controllo e, segnatamente, per l'attivazione dei rimedi in autotutela spiegano la scelta legislativa di accordare rimedi caducatori⁸³, non dissimili da quelli che avrebbero operato al di fuori dei rapporti di durata.

In questa prospettiva dunque il controllo, pur continuando ad avere carattere strumentale alla soddisfazione dell'interesse finale, diviene – in relazione alla natura dell'affare – strumento di gestione delle sopravvenienze, affinché queste non arrechino disfunzioni al rapporto obbligatorio.⁸⁴

Al di fuori di questi casi, tuttavia, nulla esclude che, in ragione delle esigenze sottese al caso concreto, sia l'autonomia privata a ritenere meritevole di tutela l'interesse di una parte a controllare l'altrui situazione patrimoniale, sì da predisporre apposite clausole negoziali attributive del potere di controllo⁸⁵.

Alla luce delle coordinate ermeneutiche finora tracciate, pertanto, è possibile pervenire alla conclusione che nell'ordinamento vi sia una generale tendenza a ravvisare in capo al creditore un potere di controllo, fisiologico alla cura concreta degli interessi dedotti in rapporto: tuttavia, tale potere, lungi dall'esser concepito in funzione di autonoma garanzia, costituisce la risultante delle garanzie legali (in forma di autotutela) ovvero

⁸³ L'art. 1662 c.c. prevede la risoluzione dal contratto; l'art. 2224 c.c. contempla, invece, il recesso; mentre l'art. 1460 c.c. legittima il rifiuto della prestazione al quale, in caso di inerzia della controparte, potrà seguire la risoluzione.

⁸⁴ È stato efficacemente sostenuto da G. ROMANO, *op. cit.*, 97, nota 71 che «in funzione delle peculiari esigenze poste dalle sopravvenienze opera la specifica previsione di un'attività di controllo in materia di esecuzione di alcuni contratti nominati. La complessità dei rapporti ed il prevalente rilievo riconosciuto all'interesse creditorio giustificano una serie di poteri (...), il cui esercizio è strettamente legato all'accadimento di eventi o di circostanze non sempre prevedibili. Il monitoraggio delle evoluzioni esecutive è essenziale al fine di conservare quelle prerogative».

⁸⁵ In tal senso, G. ROMANO, *op. cit.*, 88.

convenzionali (quali sono quelle tipiche o atipiche predisposte dalle parti) che, di volta in volta, presidiano la corretta esecuzione del sinallagma contrattuale.

Requisiti degli “amministratori” della società d’investimento mobiliare*

SOMMARIO: 1. Nell’attesa dell’attuazione dell’articolo 13 del T.U.F., guardando alla normativa bancaria. – 2. Incoerenze rispetto alla normativa europea ed alla *ratio legis*. – 3. Incoerenze nei requisiti. – 4. Incoerenze nella disciplina dei requisiti. – 5. Responsabilità ed obbligo di adeguata organizzazione.

1. *Nell’attesa dell’attuazione dell’articolo 13 del T.U.F., guardando alla normativa bancaria.*

Sulla falsariga della legislazione bancaria¹ già l’articolo 7 del d.lgs. n. 415/1996, quindi l’articolo 13 del T.U.F., così come modificato nel 2004², conteneva una buona norma in tema di adeguatezza degli “amministratori”³ di società d’investimento mobiliare.

Mentre scarsa era la qualità richiesta ai soci influenti e nulla quella specificamente domandata al resto del capitale umano dell’impresa.

A partire dalla fine del secolo scorso nella legislazione internazionale si è sviluppata una forte attenzione per la qualità degli amministratori delle imprese: l’attenzione è cresciuta dopo il primo

* Lo scritto è destinato al XXV T.U.F. *Intermediari e mercati: bilanci e prospettive*, F. MAIMERI e E. MASTROPAOLO, Pisa.

¹ Articolo 3, § 2, Prima Direttiva del Consiglio del 12 dicembre 1977 “relativa al coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative riguardanti l’accesso all’attività degli enti creditizi e il suo esercizio” (77/780/CEE); articolo 10 d.lgs. 14 dicembre 1992, n. 481, “attuazione della direttiva 89/646/CEE [...] recante modifica della direttiva 77/280/CEE”.

² Ad opera dell’articolo 3, comma 1, d.lgs. 6 febbraio 2004, n. 37, “Modifiche ed integrazioni ai decreti legislativi nn. 5 e 6 del 17 gennaio 2003 [...] nonché al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia [...] e al testo unico dell’intermediazione finanziaria”, mentre l’articolo 2, comma 1, ha modificato l’articolo 26 del T.U.B. E si è venuto così a stabilire, tanto per le banche quanto per le s.i.m., che gli amministratori “devono possedere i requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza stabiliti dal Ministro dell’economia e delle finanze”.

³ Per brevità l’espressione include sia i soggetti incaricati della gestione sia quelli incaricati del controllo: del resto, l’amministrazione si articola di per sé in programmazione, organizzazione dei mezzi, attuazione del programma e controllo della gestione.

decennio del secolo in corso, per effetto della crisi economico-finanziaria che iniziò a manifestarsi in quegli anni: nel 2015 l'OCSE ha riveduto i propri "Principi di governo societario" del 2004, dopo che, nel 2010, il Comitato di Basilea aveva rivisto i propri "Principi sul rafforzamento del governo societario nelle organizzazioni bancarie" del 2006, aggiornati ancora nel 2015, acquisita la consapevolezza che i fondi propri non sono tutto.

Nell'ordinamento dell'Unione Europea l'interesse si è concentrato prima sul settore bancario: nel 2011 l'ABE emana gli "Orientamenti sull'organizzazione interna" e nel 2012 quelli "sulla valutazione dell'idoneità dei membri dell'organo gestorio e del personale che riveste ruoli chiave".

L'interesse si è quindi esteso anche alle società d'investimento mobiliare: con l'articolo 91 della *CRD IV*⁴, modificato dalla *CRD V*⁵ e con le *ESMA-EBA Guidelines on the assessment of the suitability of members of the management body and key function holders under Directive 2013/36/EU and Directive 2014/65/EU* del 26 settembre 2017, aggiornate il 2 luglio 2021.

Intanto si diffondeva l'attenzione anche ai soci influenti di banche, di società d'investimento mobiliare ed assicurazioni: con la direttiva 2007/44/CE del 5 settembre 2007, recepita in Italia, per la più parte, dal d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 21.

In Italia s'intensificava l'attenzione sugli amministratori della banca: nel 2008 Banca d'Italia emanava le "Disposizioni sul governo societario" e la circolare n. 285/2013⁶ dedicava un apposito capitolo al "Governo societario". Il d.lgs. n. 72/2015, recependo la *CRD IV*,

⁴ 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.

⁵ Direttiva (UE) 2019/878 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 20 maggio 2019 "che modifica la direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda le entità esentate, le società di partecipazione finanziaria, le società di partecipazione finanziaria mista, la remunerazione, le misure e i poteri di vigilanza e le misure di conservazione del capitale": è l'articolo 1, nn. 25-26, a modificare l'articolo 91, §§ 1, 7-8 e 12, della *CRD IV*.

⁶ Banca d'Italia, circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, recante "Disposizioni sulla vigilanza delle banche"; al "Governo societario" è dedicata la Parte I, Titolo IV, Capitolo 1.

modifica l'articolo 26 del T.U.B. Questo è finalmente attuato dal decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze del 23 novembre 2020, n. 169⁷. Sulla scia, il 5 maggio 2021 Banca d'Italia emana le "Disposizioni di vigilanza in materia di procedura di valutazione dell'idoneità degli esponenti di banche, intermediari finanziari, istituti di moneta elettronica, istituti di pagamento e sistemi di garanzia dei depositanti".

L'attenzione per il capitale umano è stata allargata sino alla "rete vendita": da Banca d'Italia, per prima, con le "Disposizioni sulla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari" che ne impongono, sin dalla versione del 2009, l'adeguata formazione (sezione XI, § 2); la direttiva n. 2014/17/UE ha dettato norma analoga limitatamente al credito immobiliare, ora contenuta nell'articolo 120-*septiesdecies* del T.U.B.

Più indietro è rimasto il settore della finanza: modificato l'articolo 13 del T.U.F. con contenuti uguali a quelli dell'articolo 26 del T.U.B., la disposizione del T.U.F. sta forse alla finestra ed attende ancora il suo decreto ministeriale di completamento⁸: si è dunque fermi, quanto al diritto positivo vigente, alla precedente versione dell'articolo 13 del T.U.F. e al decreto del Ministro del Tesoro n. 468/1998, che lo completò⁹.

Mentre nel luglio 2020 le norme primarie dell'articolo 26 del T.U.B. e dell'articolo 13 del T.U.F. erano replicate nel settore delle

⁷ "Regolamento in materia di requisiti e criteri di idoneità allo svolgimento dell'incarico degli esponenti aziendali delle banche, degli intermediari finanziari, dei confidi, degli istituti di moneta elettronica, degli istituti di pagamento e dei sistemi di garanzia dei depositanti".

⁸ E l'articolo 6, comma 5, d.lgs. n. 72/2015 stabilisce che "La disciplina attuativa emanata ai sensi dell'articolo 13 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, come modificato dal presente decreto legislativo, si applica alle nomine successive alla data della sua entrata in vigore. Fino a tale momento, continua ad applicarsi l'articolo 13 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, nella versione precedente alle modifiche apportate dal presente decreto legislativo, e la relativa disciplina attuativa".

⁹ Decreto del Ministro del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica, 11 novembre 1998, n. 468, "Regolamento recante norme per l'individuazione dei requisiti di professionalità e di onorabilità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso SIM, società di gestione del risparmio e SICAV".

assicurazioni, riscrivendo l'articolo 76 del C.A.P.¹⁰ e questa disposizione era presto attuata con decreto ministeriale del maggio 2022¹¹, in tutto analogo a quello emanato a completamento dell'articolo 26 del T.U.B.

2. *Incoerenze rispetto alla normativa europea ed alla ratio legis.*

E' diffuso il rilievo che la nuova normativa in materia di esponenti di banche e società d'investimento mobiliare rappresenti un cambiamento profondo¹².

Il cambiamento è certo profondo rispetto alle fonti secondarie: rispetto al citato d.m. n. 468/1998, di completamento dell'articolo 13 del T.U.F., e rispetto al d.m. n. 161/1998, di attuazione dell'articolo 25 del T.U.B.¹³, in sé e ancor più per come applicati dalle Autorità di Vigilanza.

Ma la norma primaria, nella sua semplicità, era un'ottima norma: se rettammente interpretata in coerenza con la sua funzione.

Invece la normativa primaria attuale, presa alla lettera e per la sua storia, come pure la normativa di completamento di quella bancaria,

¹⁰ L'articolo 76 del Codice delle Assicurazioni Private è stato modificato dall'articolo 3 del d.lgs. 14 luglio 2020, n. 84, "Attuazione dell'articolo 7 della legge 4 ottobre 2019, n. 117, per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti e la disciplina del sistema di governo societario".

¹¹ Decreto del Ministro dello Sviluppo Economico, 2 maggio 2022, n. 88, "Regolamento in materia di requisiti e criteri di idoneità allo svolgimento dell'incarico degli esponenti aziendali e di coloro che svolgono funzioni fondamentali ai sensi dell'articolo 76, del codice delle assicurazioni, di cui al decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209".

¹² Sia pur con diversità di enfasi, con riguardo alle banche, G. GOBBO, *La governance delle banche. Il passato, il presente e il futuro*, in *Le nuove s.p.a.*, O. CAGNASSO e L. PANZANI (diretto da), VIII, Milano, 2015, 134; E. DE LILLO, *sub art. 26*, in *Comm. t.u.b. Capriglione*, ed. IV, Torino, 2018, 269; rispetto alle s.i.m., M. DE MARI, *Il diritto delle imprese e dei servizi di investimento*, Padova, 2018, 35 ss.; A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, ed. III, Milano, 2020, 174 ss.; P. MONDINI, *I soggetti abilitati*, in *Il testo unico finanziario*, Cera e Presti (diretto da), Bologna, 2020, 194 ss.

¹³ Decreto del Ministro del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica, 18 marzo 1998, n. 161, "Regolamento recante norme per l'individuazione dei requisiti di onorabilità e professionalità degli esponenti aziendali delle banche e delle cause di sospensione".

non sono del tutto coerenti né con la normativa europea né con lo scopo della disciplina.

La normativa attuale non è riuscita a staccarsi del tutto dal passato. E non solo per il potere proprio dell'abitudine.

Il metodo impone, nell'attesa della disciplina secondaria destinata alle società d'investimento mobiliare, di svolgere i giudizi appena espressi con riguardo non solo alla normativa primaria, ma anche con riguardo a quella di completamento del T.U.B.¹⁴, ricalcata da quella di completamento del C.A.P. e termine di confronto per quella secondaria a venire per le società d'investimento mobiliare. La speranza che questa sarà diversa, e ad essa si accompagnerà una revisione di quella per le banche e di quella per le assicurazioni, è pressoché nulla.

Se si continuerà ad essere assertivi o lapidari nelle dimostrazioni e a procedere a semplificazioni, è perché la dimostrazione delle asserzioni ovvero la dimostrazione più articolata ovvero le necessarie precisazioni si trovano nel mio libro sull'argomento; d'altro canto, *tempus fugit*.

3. Incoerenze nei requisiti.

Nello stabilire i requisiti d'idoneità degli amministratori l'articolo 91 della *CRD IV*, non definisce ciascuno di essi in una o più caratteristiche rigidamente determinate, in "soglie minime e sufficienti": ma li determina in modo elastico: la onorabilità e professionalità devono essere quelle "necessarie per l'esercizio delle loro funzioni"; la "indipendenza" deve "consentire di valutare e contestare efficacemente le decisioni" altrui¹⁵.

Inoltre, richiede che la idoneità sia collettiva: com'è logico, se la professionalità dev'essere effettiva, quella di ciascuno non può che

¹⁴ Per un commento, nella prospettiva dei compiti del consiglio di amministrazione nella valutazione dei suoi membri, G. PRESTI, *Requisiti e criteri di idoneità degli amministratori di banche: il consiglio come giudice di se stesso*, in *Banca imp. soc.*, 2012, 3 ss.

¹⁵ Fa eccezione il requisito del tempo disponibile, in realtà aspetto della professionalità: per la disponibilità di tempo essendo fissate delle soglie minime, limiti rigidi al cumulo degli incarichi.

Anche la "diversità" è aspetto della professionalità: questa, *sub specie* di modo del giudizio, essendo influenzata da età, sesso, cultura, razza *etc.*

essere relativa, dovendo essere completata da quella di altri, nessuno potendo possedere tutte le competenze ed esperienze necessarie.

Secondo tale prospettiva neppure gli Orientamenti ESMA-EBA individuano la triade di requisiti in cui si scompone l'adeguatezza all'amministrazione – onorabilità, professionalità, indipendenza – in soglie minime e sufficienti e neppure in soglie minime: ma stabiliscono dei criteri di verifica dei requisiti, delle situazioni sintomatiche di difetto o ricorrenza dei requisiti, com'è proprio delle categorie generali, elastiche.

Il che è coerente con la realizzazione matura ed effettiva dello scopo della normativa e, quindi, con il principio di parità di trattamento dei fatti analoghi.

Se si vuol raggiungere effettivamente l'idoneità, questa non si può contentare del rispetto formale di soglie d'idoneità, del possesso di patenti d'idoneità. D'altro canto, il mancato possesso di una patente non significa, in concreto, inidoneità. Sicché la negazione dell'idoneità per il solo difetto di una patente significa escludere dalla funzione soggetti che pure vi sarebbero idonei: il trattamento dispari si enfatizzerebbe se vi si ammettessero altri soggetti per il solo fatto di essere in possesso di patenti d'idoneità, di essere formalmente e solo in astratto idonei.

La normativa europea, quella secondaria, ha finito con l'aver un cedimento, piccolo, in punto d'indipendenza, lì dove ha chiesto, o forse solo raccomandato, per alcuni amministratori, anche una banale patente d'indipendenza: un "*principle*" – sic – "*of 'being independent'*", l'unica condizione ostativa ad avere il quale rigidamente predeterminata è l'essere rappresentante di dipendenti della società¹⁶.

E' la normativa primaria italiana, invece, che intende sempre accoppiare, per onorabilità e professionalità, soglie minime non sufficienti e criteri di valutazione in concreto, superate le soglie minime. E, per l'indipendenza, contentarsi della soglia ("requisito") ed articularla, tra i soggetti incaricati della gestione, secondo l'intensità della funzione gestoria: richiedendola solo per gli amministratori non esecutivi.

In omaggio alla tradizione: ad una tradizione improntata all'idea di una idoneità orientata verso il basso, formale più che sostanziale, di

¹⁶ ESMA-EBA Guidelines cit., 2021, title III, Chapter. 9: anche le virgolette sono nella fonte.

semplice, oggettiva verifica del raggiungimento di soglie minime di professionalità e onorabilità e che connette il requisito dell'indipendenza – lasciatane la definizione all'autonomia statutaria – agli incarichi gestori privi di deleghe.

Certo, le soglie semplificano la verifica, e la sua oggettivizzazione è un valore importante, ma allora, per non creare disparità, le soglie dovrebbero puntare verso l'alto, molto in alto, ed ammettersi sempre la verifica dell'idoneità in concreto. Soglie basse sono inutili. Solo in contrasto con la *ratio legis*.

E pure non ha nessun senso – nessun senso rispetto all'esigenza di una idoneità effettiva, beninteso – una indipendenza formale richiesta per alcuni amministratori: è già il buon senso che indica che l'indipendenza dovrebbe essere anzitutto – e soprattutto – degli amministratori esecutivi, più che dei non esecutivi. Se si abbandona l'idea di una indipendenza formale, nulla dovrebbe ostare ad esigere, in coerenza con la funzione, l'indipendenza per tutti: neppure la natura dell'azionariato bancario-finanziario italiano, ché la proprietà dell'impresa non esclude per ciò solo l'indipendenza in capo alla proprietà quando s'incarichi della funzione gestoria.

Il decreto ministeriale n. 169/2020, tuttavia, ha seguito la lettera dell'articolo 26 del T.U.B. e la storia: così non attuando pienamente l'idea della idoneità in concreto espressa dalla regola cardine del comma 1 dell'articolo 26, come pure dell'articolo 13 del T.U.F., e dalla legislazione europea.

4. *Incoerenze nella disciplina dei requisiti.*

La disciplina dei requisiti – il loro controllo, cioè, ed i rimedi per il loro difetto – contenuta nelle fonti secondarie di completamento del T.U.B., ancor più della normativa che li individua, mostra la corda rispetto alla regola della idoneità in concreto e di quella, che ne è immediato corollario, della idoneità collettiva: mostra di non volersi staccare veramente dalla tradizione – di una verifica formale, semplificata, priva di responsabilità – e di non voler fare sul serio con lo scopo della norma, di garantire l'idoneità alla gestione; qualche volta l'attuale disciplina regredisce rispetto alla previgente.

Qualche esempio, macroscopico.

Il decreto ministeriale n. 169/2020 prevede la verifica dei requisiti solo in caso di nuova nomina e non anche in caso di rinnovo né periodicamente (articolo 23). E in caso di rinnovo solo se siano sopravvenuti dei fatti che possano inficiare l'idoneità.

Ma come si possono rilevare e misurare tali fatti se non si procede ad una rivalutazione dell'idoneità? Potrebbe anche trattarsi di fatti esterni agli amministratori e all'impresa ed attinenti al contesto in cui l'impresa opera, perché l'idoneità in concreto è idoneità a gestire la specifica impresa nello specifico contesto in cui opera.

La disciplina europea richiede un *re-assessment* periodico¹⁷; le attuali Disposizioni di Banca d'Italia sulla idoneità degli esponenti non lo prevedono e seguono il decreto del Ministro, per vero privo di potestà regolamentare in materia di disciplina dei requisiti, legittimato solo a definirli, secondo quanto risulta dal confronto dell'articolo 26, commi 3 e 6, del T.U.B. con l'articolo 53, comma 1, lettera *d*. La Circolare n. 285/2013 richiedeva il *re-assesment* periodico¹⁸: la previsione non è incompatibile con quella di una rivalutazione per fatti sopravvenuti, sicché si potrebbe pensare che essa sia sopravvissuta; le stesse Disposizioni sulla idoneità ambiguamente, in una nota a piè di pagina¹⁹, affermano: “Vengono inoltre in rilievo, ove applicabili, le disposizioni [...] sull'autovalutazione degli organi previste nella Circ. 285”.

Ancora, nel caso di nuova nomina, quando questa non spetta all'assemblea, il decreto ministeriale prescrive che la verifica sia preventiva (articolo 23, comma 2), ma poi, con specifico riguardo alla idoneità collettiva, non esige che questa sia fatta prima, ma si contenta che sia fatta dopo (articolo 12, comma 1): ma la verifica dell'idoneità individuale non può farsi senza quella collettiva: sono la stessa cosa, perché quella individuale, quantomeno sotto il profilo della professionalità, è sempre relativa.

Ancora, abbondano, nel decreto ministeriale, i casi in cui sono consentiti rimedi “correttivi”, conservativi, al posto di quelli ablatori. Così, se dopo la nomina, ad esito della verifica della idoneità collettiva,

¹⁷ Limitatamente agli enti significativi, annuale, la *CRD IV*, all'articolo 88, § 2, comma 2, lettere *b-c*; per gli enti significativi, annuale, per gli altri, biennale, *ESMA-EBA Guidelines* cit., 2021, Title VII, Chapter 17, § 156.

¹⁸ Per tutte le banche, significative e non, annuale: Parte I, Titolo IV, Capitolo 1, Sezione VI.

¹⁹ Pagina 2, nota 1.

risultino “carenze” di professionalità, l’organo competente può adottare “piani di formazione” (articolo 12, comma 2); il che è manifestamente incoerente rispetto alla regola da presidiare: esagero con un parossismo: prendo a bordo un incapace, lo pago e spendo anche denari per formarlo? E se si rileva un difetto d’indipendenza in un amministratore, si può pensare di riacquistarla, cambiandone i compiti (articolo 15, comma 4): mi pare improbabile.

Secondo la funzione della regola dell’idoneità ed il principio di economia dei mezzi, i rimedi conservativi dovrebbero concepirsi e usarsi quando siano più economici rispetto al tempo necessario a rimediare tramite decadenza-sostituzione²⁰. Si comprende, però, che la normativa cerchi di dilatare l’ambito di applicazione delle misure correttive: perché così non si deve affrontare il problema di fondo: se manca la professionalità di un amministratore, di regola, la decadenza non è solo di quegli, ma di tutti: ancora una volta la professionalità è requisito relativo, che si misura rispetto a quella degli altri, l’inidoneità individuale è inidoneità collettiva. In effetti, il decreto ministeriale, a proposito delle misure correttive, ove non risultino possibili, conclude obbligando l’organo competente a “raccomandazioni” all’assemblea: mentre, nella bozza del provvedimento, non si aveva pudore a dire che andava pronunciata la decadenza: ma, appunto, di chi?

5. Responsabilità e obbligo di adeguata composizione.

È bene tuttavia non eludere il punto, oggi. Ché l’illusione di un piano di formazione che possa rimediare al difetto di professionalità di un amministratore può generare responsabilità in capo agli altri ed in capo all’Autorità di Vigilanza, pur se, per quest’ultima, stranamente, nel solo caso di colpa grave, grazie all’articolo 26, comma 6-*bis*, l. n. 262/2005.

L’obbligo di diligente gestione include, anzitutto, quello di una organizzazione adeguata, secondo quanto oggi già espresso quasi in termini generali dalla norma dell’articolo 2086 c.c.: la mancata

²⁰ Fisiologicamente, dunque, piani di formazione sono possibili, e necessari, non per costituire, ma per mantenere le competenze adeguate all’insieme delle attuali attività dell’impresa: piani di aggiornamento; ovvero sono possibili e necessari per costituire le competenze adeguate ad una nuova attività che si ipotizzi di avviare, prima che lo sia: una formazione, questa seconda, utile anzitutto a verificare se sia effettivamente conveniente avviare la nuova attività.

tempestiva rilevazione dell'inidoneità è già negligente gestione e se l'impresa genererà perdite o addirittura danno ai creditori, potrà discutersi, a tutto concedere, solo del nesso causale: ma proprio a tutto concedere, ché è affatto normale che dall'inidoneità delle persone chiamate al governo dell'impresa conseguano perdite.

Professionalità e competenza degli amministratori di banche

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. La professionalità degli amministratori nel diritto societario. – 3. La normativa bancaria in tema di professionalità e competenze degli amministratori. – 4. La responsabilità dell'amministratore non esecutivo di banche. – 5. Il ruolo dell'autodisciplina. – 6. Conclusioni.

1. Premessa.

Il presente contributo si propone di verificare i motivi per cui l'organizzazione e la gestione di società bancarie sia demandata a soggetti altamente qualificati in ragione degli interessi tutelati dall'ordinamento di settore.

È noto come le gravi carenze e disfunzioni mostrate dagli organi amministrativi delle società bancarie abbiano contribuito, insieme ad altri fattori, alle crisi finanziarie *post* Lehman Brothers, tanto che nella disciplina settoriale che ne è derivata la *corporate governance* ha rivestito un ruolo nevralgico a presidio di una “*sana e prudente gestione*” degli enti in parola, con l'obiettivo di contribuire a tutelare l'interesse primario al corretto funzionamento del sistema economico e finanziario ¹.

¹ Cfr. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Guidelines on Corporate Governance Principles for Banks*, July, 2015, 5; Commissione Europea, Libro Verde “*Il governo societario negli istituti finanziari e le politiche di remunerazione*”, 2010, 8. In merito alla centralità delle regole di buona *governance* delle banche si v. F. CAPRIGLIONE, *Finalità della supervisione e articolazione dei controlli pubblici*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura F. Capriglione I, Padova, 2010, 262 e ss.; K.J. HOPT, *Corporate governance of banks and other financial institutions after the financial crisis: Regulation in light of empiry and theory*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2013; F. CAPRIGLIONE e M. MASERA, *La corporate governance delle banche: per un paradigma diverso*, in *Riv. trim. dir. dell'economia*, 2016, 296 e ss.; F. CAPRIGLIONE, *La governance bancaria tra interessi d'impresa e regole prudenziali*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2014, I, 66 e ss.; G. GUIZZI, *Appunti in tema di interesse sociale e governance delle società bancarie*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, I, 241 e ss.; M. SEPE, *Sviluppo, sostenibilità e sana e prudente gestione in ambito finanziario*, in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale. Studi dedicati a Mauro Giusti*, a cura di M. Passalacqua, Milano, 2021, 72 e ss.; A. URBANI, *I rapporti tra la banca e le autorità di vigilanza nel nuovo contesto dell'Unione Bancaria*, in *Ricerche giuridiche*, dicembre 2018, 121 e ss.; F. CAPRIGLIONE e A. SACCO GINEVRI, *Metamorfosi della*

In tale contesto si è assistito a una progressiva *istituzionalizzazione* dell'impresa bancaria che ha determinato un potenziamento del ruolo degli esponenti aziendali in ossequio ad un interesse sociale sempre più “*permeato dagli interessi pubblicistici che contraddistinguono l'esercizio dell'attività finanziaria*”².

Si è pertanto venuto a creare un sistema in cui la gestione e supervisione strategica dell'impresa regolata vengono affidate a professionalità diversificate, altamente specializzate e indipendenti (c.d. “*managerializzazione*” dell'impresa³), in grado di cogliere le mutevoli esigenze dell'attività svolta dall'impresa tecnicamente *complessa*. Quanto precede, richiede che l'organo amministrativo nel suo *plenum* abbia una *adeguata composizione* e, quindi, una corretta mescolanza *quali-quantitativa*⁴ dei componenti dell'organo amministrativo, attraverso una gamma sufficientemente ampia di esperienze, conoscenze e competenze funzionali a comprendere le attività dell'ente e ponderare i principali rischi⁵.

governance bancaria, Milano, 2019, 183 e ss.; M. LIBERTINI, *Il sistema dei controlli nelle banche*, in Aa.Vv., *La governance delle società bancarie. Convegno in memoria di Niccolò Salanitro*, a cura di V. Di Cataldo, Milano, 2014, 63 ss.

² In questi termini, F. CAPRIGLIONE, *La governance bancaria tra interessi d'impresa e regole prudenziali (disciplina europea e specificità della normativa italiana)*, in *La riforma societaria alla prova dei suoi primi dieci anni*, a cura di L. De Angelis, G. Martina, A. Urbani, Padova, 2015, 119 e ss.

³ L'espressione è di M. LAMANDINI, *Governance dell'impresa bancaria: un (piccolo) interrogativo sulle prospettive evolutive*, in *Il governo delle banche*, a cura di A. Principe, 108 e ss.

⁴ In materia di adeguatezza degli assetti organizzativi cfr. G. SCOGNAMIGLIO, *Recenti tendenze in tema di assetti organizzativi degli intermediari finanziari (e non solo)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, 137 ss.; C. AMATUCCI, *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e business judgement rule*, in *Giur. comm.*, 2016, 643 e ss.; F. CAPRIGLIONE, *La corporate governance delle banche: per un paradigma diverso*, in *Riv. trim. dir. dell'economia*, 2016, 296 e ss.; A. MINTO, *Assetti organizzativi adeguati e governo del rischio nell'impresa bancaria*, in *Giur. comm.*, 2014, 1165 e ss.

⁵ Cfr. V. CALANDRA BUONAURA, *Il ruolo dell'organo di supervisione strategica e dell'organo di gestione nelle disposizioni di vigilanza sulla corporate governance e sui sistemi di controllo interno delle banche*, in *Banca, impresa, società*, 2015, 22 e ss.; R. LENER, *Le nuove regole in materia di supervisione strategica e di gestione nelle banche*, in *Il governo delle banche*, A. Principe (a cura di), Milano, 2015, 113 e ss.

Sotto altro profilo, va poi osservato che gli esponenti aziendali delle banche devono essere dotati di requisiti individuali di idoneità soggettiva *potenziati* e più stringenti rispetto a quelli richiesti per la medesima carica nelle società di diritto comune, anche di grandi dimensioni; ciò rende l'amministratore di banche un gestore altamente qualificato, con importanti riflessi anche in tema di responsabilità per l'attività svolta ⁶.

In questa prospettiva, la normativa settoriale stabilisce che l'organo amministrativo debba altresì svolgere, costantemente, un processo di autovalutazione per verificare l'idoneità dei singoli componenti e dell'organo amministrativo nel suo insieme.

Quanto precede dimostra l'emersione di un rinnovato equilibrio tra interessi privatistici e pubblicistici: tutti orientati a una gestione dell'impresa 'sana e prudente' nel medio-lungo termine ⁷, vale a dire assicurata da una composizione dell'organo gestorio *oggettivamente* adeguata alle esigenze della società, tenuto anche conto dell'evoluzione dell'attività svolta (suscettibile di verifica periodica da parte degli amministratori stessi).

Premesso quanto precede, la presente indagine si sofferma sull'analisi del requisito della professionalità e sul criterio di competenza oltre che sulle ripercussioni che tali connotati producono in materia di responsabilità degli amministratori di banche.

2. La professionalità degli amministratori nel diritto societario.

Nel sistema di diritto societario comune non esiste una norma specifica che imponga agli amministratori, per poter essere eletti, di

⁶ In argomento, si v. A. VICARI, *Amministratori di banche e gestione dei crediti*, in *Giur. Comm.*, 2018, IV, 571 e ss.; A. MINTO, *La speciale natura dell'incarico amministrativo in banca tra limitazioni alla discrezionalità organizzativa e vincoli sull'agire in modo informato*, in *Giur. Comm.*, 2015, II, 30 e ss.

⁷ In materia di adeguatezza degli assetti organizzativi cfr. G. SCOGNAMIGLIO, *Recenti tendenze in tema di assetti organizzativi degli intermediari finanziari (e non solo)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, 137 ss.; C. AMATUCCI, *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e business judgement rule*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 643 e ss.; F. CAPRIGLIONE, *La corporate governance delle banche: per un paradigma diverso*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2016, 296 e ss.; A. MINTO, *Assetti organizzativi adeguati e governo del rischio nell'impresa bancaria*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 1165 e ss.

possedere determinati requisiti di professionalità o competenze specifiche. Difatti, l'art. 2387 c.c., rubricato *Requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza*, si limita a concedere ai soci l'opzione (non già l'obbligo) di prevedere in statuto che gli amministratori posseggano determinati requisiti, senza tuttavia fornire indicazioni di sorta sulle caratteristiche dei requisiti in esame ⁸.

Orbene, se, da un lato è vero che nel diritto comune non vi sia un obbligo di nominare amministratori in possesso di requisiti soggettivi di *competenza e professionalità*, è altrettanto vero che l'attività gestoria è considerata, in generale, nell'ordinamento positivo una attività a contenuto *complesso*, consistente nella predisposizione di assetti organizzativi adeguati e nella gestione imprenditoriale nell'interesse degli *stakeholders* ⁹. Quanto precede può certamente ricavarsi da una analisi complessiva delle norme codicistiche in tema di amministrazione.

In particolare, è chiaro che gli amministratori debbano possedere delle cognizioni tecniche sviluppate, tenuto conto che il legislatore affida loro (o a taluni di essi) l'onere di curare e valutare l'adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili rispetto alla natura e alle dimensioni dell'impresa ¹⁰, ma ciò è ancor più evidente nell'ottica di valutazione della loro responsabilità. Difatti, il legislatore dispone all'art. 2392, comma 1, c.c. che gli amministratori debbano adempiere ai doveri loro imposti dalla legge e dallo statuto con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro *specifiche competenze*, c.d. *duty of care* ¹¹. Tali competenze, dunque, costituiscono un parametro valutativo della diligenza con cui l'amministratore svolge il proprio incarico, con la conseguenza che, come è stato sottolineato in

⁸ In questi termini, A. SIRONI, sub art. 2387 c.c., in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, *Amministratori*, a cura di Ghezzi, Milano, 2005, 278.

⁹ Cfr. S. TURELLI, *Professionalità, competenza degli amministratori e board diversity*, in *Riv. soc.*, 2022, II, 433 e ss.

¹⁰ Si v. L.A. BIANCHI, *La gestione dell'impresa. I consigli di amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Bologna, 2021, 73 ss.; S. TURELLI, *op. cit.*, 433 e ss.

¹¹ Cfr. A. ZANARDO, *Il criterio della diligenza nell'esercizio dell'attività di amministrazione di s.p.a.: considerazioni generali e declinazioni*, in *Le clausole generali nel diritto societario*, G. Meruzzi e G. Tantini (a cura di), in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, 2011, 235; C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2006, 164.

letteratura, “*ai fini della ripartizione della responsabilità in sede di azione di regresso tra gli amministratori, la posizione di chi, ad esempio, sia un esperto fiscale verrà valutata più criticamente rispetto a chi non abbia tali specifiche competenze*”; ove la valutazione afferisca ad un’operazione le cui implicazioni siano percepibili *ictu oculi* da un esperto della materia ¹².

Corollario di quanto precede è che non si può chiedere agli amministratori di essere esperti in tutti i settori, tuttavia, l’innalzamento dello *standard* di diligenza richiede loro una maggiore attenzione per lo svolgimento delle attività e una maggiore capacità di valutazione delle scelte gestorie che “*devono essere informate e meditate, basate sulle rispettive conoscenze e frutto di un rischio calcolato e non di irresponsabile o negligente improvvisazione*” ¹³.

Ebbene, proprio in ragione di quanto precede, capita sovente, anche nelle società “chiuse”, che – quantunque, come detto, nell’individuazione dei soggetti cui affidare la gestione i soci godano di ampia discrezionalità, potendo scegliere per la carica anche esponenti privi di particolari qualifiche o competenze, non essendovi disposizioni cogenti specifiche (se non, eventualmente, quelle previste in statuto *ex art. 2387 c.c.*) – gli amministratori sono selezionati anche in base alle capacità e alle conoscenze di cui sono in possesso ¹⁴.

3. *La normativa bancaria in tema di professionalità e competenze degli amministratori.*

Nel settore bancario, la disciplina circa l’idoneità delle persone a rivestire, *inter alia*, la carica di amministratore trova la propria fonte primaria a livello domestico nell’art. 26 del TUB – che recepisce con nuova enfasi le indicazioni di principio di cui all’art. 91 della Direttiva

¹² Così A. DE NICOLA, sub *art. 2392 c.c.*, in *Amministratori*, F. Ghezzi (a cura di), in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, Milano, 2005, 557.

¹³ In questi termini, la Relazione al D.Lgs. 6/2003, par. 6, III, n. 4.

¹⁴ Sul punto si v. C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2006, 163, il quale sottolinea che il grado di diligenza degli amministratori “*viene individuato sulla base di una prospettiva la quale considera gli amministratori non tanto per gli interessi imprenditoriali di cui sono portatori nella società, quanto per le loro caratteristiche professionali nella cui considerazione è avvenuto l’affidamento dell’incarico*”.

europea 2013/36 (c.d. CRD IV)¹⁵ – e attuazione nel decreto ministeriale n. 169/2020¹⁶.

Di pari passo con la normativa bancaria, anche la legislazione assicurativa ha fatto emergere, attraverso una serie di interventi a livello europeo e nazionale, l'esigenza di regolare l'idoneità degli amministratori. In particolare, tali requisiti sono disciplinati dal decreto n. 88/2022 del Ministero dello Sviluppo Economico¹⁷, emanato in ossequio a quanto previsto dall'art. 76 del Codice delle Assicurazioni Private, attuativo della direttiva Solvency II, anche tenuto conto delle linee guida emanate dalle autorità europee di settore (EIOPA).

Fermo quanto precede, giova sottolineare come detti decreti, il cui contenuto è per lo più sovrapponibile, essendo il decreto MEF l'antecedente storico del decreto MISE, pongono in luce la centralità dei requisiti di idoneità degli esponenti aziendali delle imprese creditizie ed assicurative nell'ambito degli assetti di governo societario. Sicché essi rispondono alla necessità di disciplinare requisiti *tassativi* ed *essenziali* per l'assunzione delle cariche di cui trattasi, individuando

¹⁵ In particolare, tale disposizione stabilisce che i componenti del *management body* delle banche siano in grado di assicurare in modo continuo condizioni appropriate di onorabilità, professionalità, competenza ed esperienza, dedizione di tempo, onestà, integrità e indipendenza. Cfr. E. DE LILLO, sub *art. 26 tub*, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia e creditizia*, a cura di F. Capriglione, Padova, 2018, tomo I, ove ampi riferimenti.

¹⁶ Si tratta del “Regolamento in materia di requisiti e criteri di idoneità allo svolgimento dell'incarico degli esponenti aziendali delle banche, degli intermediari finanziari, dei confidi, degli istituti di moneta elettronica, degli istituti di pagamento e dei sistemi di garanzia dei depositanti”.

Detto regolamento è stato emanato al termine di un lungo percorso avviato con una consultazione pubblica nel 2017, che si pone a corredo di quanto previsto dalla circolare della Banca d'Italia n. 285 del 2013 in materia di *corporate governance* e dalle previsioni normative (si pensi alla direttiva CRD IV) e di *soft law* di matrice europee (linee guida BCE, EBA ed EBA-Esma) e internazionale (si pensi all'accordo di Basilea). Per una analisi complessiva del regolamento, si v. R. MASERA e D. ROSSANO, *Requisiti degli esponenti aziendali negli intermediari finanziari: spunti di riflessione*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2022, I, p. 276 e ss.; P. REVIGLIONE, *Prime considerazioni sul Decreto del MEF riguardante i requisiti e i criteri di idoneità degli esponenti bancari*, in *Società e Contratti, Bilancio e Revisione*, 2021, p. 148 e ss.

¹⁷ Si tratta del “Regolamento in materia di requisiti e criteri di idoneità allo svolgimento dell'incarico degli esponenti aziendali e di coloro che svolgono funzioni fondamentali ai sensi dell'articolo 76, del codice delle assicurazioni, di cui al decreto legislativo 7 settembre 2005”.

i criteri che concorrono a qualificare l'idoneità dell'esponente e che consentono di tener conto delle specificità del ruolo o dell'incarico ricoperto. Naturalmente, si deve tener conto anche delle caratteristiche proprie dell'impresa o del gruppo di appartenenza, con l'obiettivo ultimo di contribuire alla sana e prudente gestione di tali entità.

Da un punto di vista metodologico, preme sottolineare come nei decreti in esame sia prevista una bipartizione tra requisiti e criteri: i primi (requisiti) devono necessariamente sussistere a pena di decadenza dell'amministratore, i secondi (criteri) rappresentano degli indici che devono essere valutati discrezionalmente dal Consiglio¹⁸.

Nel dettaglio, entrambi i decreti contengono quattro "coppie"¹⁹ di requisiti-criteri: (i) requisiti di onorabilità e criteri di correttezza; (ii) requisiti di professionalità e criteri di competenza; (iii) requisiti di indipendenza e criterio di indipendenza di giudizio²⁰; (iv) disponibilità di tempo e limiti al cumulo degli incarichi, che gli esponenti ed i responsabili delle principali funzioni aziendali (limitatamente, in quest'ultimo caso, alle banche di maggiori dimensioni o complessità operativa) devono possedere.

È evidente che il regolatore si è preoccupato di assicurare una correlazione tra la capacità operativa degli esponenti bancari ed assicurativi e la possibilità di svolgere adeguatamente la *mission*

¹⁸ In dottrina, è stato ritenuto che la differenza tra requisiti e criteri sia che i primi "indicano situazioni oggettive che impediscono l'elezione ovvero comportano la dichiarazione di decadenza (e per questo sembra opportuno usare la denominazione di *black list*) senza alcun apprezzamento discrezionale da parte del consiglio di amministrazione che, quindi, deve limitare il suo esame a un mero accertamento; i secondi, invece, si riferiscono a situazioni la cui incidenza sull'idoneità ad assumere (o a conservare) la carica vanno valutate con un certo margine di discrezionalità dal consiglio (e per questo sembra opportuno usare la denominazione di *grey list*) in relazione sia alla situazione "sospetta" sia alla specificità del ruolo cui il singolo amministratore è chiamato sia, infine, alle caratteristiche proprie della banca e del gruppo cui appartiene", così G. PRESTI, *Requisiti e criteri di idoneità degli amministratori di banche: il consiglio come giudice di se stesso*, in *Governance e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, a cura di M. Callegari, S.A. Cerrato e E. Desana, Torino, 2022, 1148 e ss.

¹⁹ L'espressione è di G. PRESTI, *op. cit.*, 1145.

²⁰ In merito alla centralità del requisito di indipendenza degli amministratori e, in generale, degli esponenti aziendali, si v. F. SARTORI, *L'indipendenza degli esponenti aziendali nelle società quotate e nelle imprese bancarie*, in *questa Rivista.*, 2020, I, 113 e ss.

aziendale. Significativa, al riguardo, deve ritenersi la circostanza che i decreti concedono alle imprese in parola la possibilità di prevedere in statuto requisiti e criteri ulteriori e maggiormente restrittivi rispetto a quanto espressamente previsto nel dato normativo. Sulla base delle “caratteristiche” dianzi citate va effettuata la valutazione di idoneità dei singoli componenti dell’organo amministrativo.

Passando all’analisi dei requisiti di professionalità e al criterio della competenza stabiliti dai decreti in osservazione, va sottolineato che le norme in esame sono estremamente puntuali e dettagliate. Infatti, i decreti prevedono che i requisiti di professionalità siano graduati secondo un principio di proporzionalità parametrato al ruolo ricoperto (per cui quanto più incisivo è il ruolo svolto dall’esponente nella gestione dell’impresa, tanto più i requisiti sono stringenti e devono essere valutati sulla base di un arco temporale maggiore).

Nello specifico, ad es. per gli amministratori con incarichi esecutivi, si richiede il pregresso esercizio per almeno un triennio, anche alternativamente, di attività di amministrazione, direzione o controllo nel settore bancario, finanziario, assicurativo o presso società quotate o comunque società con dimensioni o complessità almeno assimilabili a quella dell’impresa presso la quale l’incarico deve essere assunto. Per gli amministratori non esecutivi, si richiede, invece, o il pregresso esercizio per almeno un triennio delle attività dianzi citate previste per gli amministratori esecutivi oppure, anche alternativamente, il pregresso esercizio per almeno un triennio (i) di attività professionali qualificate in ambito bancario, finanziario, assicurativo o comunque funzionali all’attività dell’impresa bancaria (o assicurativa), ovvero (ii) di attività di insegnamento universitario, o ancora (iii) l’esercizio di funzioni direttive presso enti pubblici o pubbliche amministrazioni attinenti al settore bancario, finanziario, assicurativo.

Se ne deduce l’attenzione posta dalla normativa in esame nel predisporre criteri qualitativi finalizzati a garantire prestazioni che necessitano di alta capacità professionale in funzione della particolare attività svolta, nella quale il perseguimento dell’interesse dell’ente bancario d’appartenenza non può prescindere dal riferimento agli interessi pubblicistici, sottesi alla tutela del risparmio ed all’esercizio del credito.

Di ciò è conferma altresì la circostanza che i decreti fissano regole ulteriori e più stringenti con riguardo alla figura del Presidente del

Consiglio di Amministrazione in ragione del ruolo e dei poteri attribuiti allo stesso dalla normativa speciale ²¹. A questi, infatti, si richiede un'esperienza complessiva di almeno cinque anni in attività professionali, universitarie o funzioni direttive presso una amministrazione pubblica o del settore bancario, finanziario, assicurativo ²².

Va da sé che i requisiti di professionalità, sopra menzionati devono essere necessariamente affiancati da una *competenza adeguata* degli esponenti aziendali in parola, sì da poter assumere l'incarico e assicurare che i compiti ad esso inerenti vengano svolti sulla base di accertate capacità cognitive e professionali. Ciò comporta, ovviamente, una correlata attività di valutazione delle competenze che è svolta dall'organo amministrativo (per i singoli consiglieri), sulla base delle informazioni fornite dall'esponente e prendendo in considerazione la conoscenza teorica e l'esperienza maturata nel settore bancario o assicurativo (dove la riferibilità all'esperienza maturata nei mercati finanziari, ecc.).

La normativa prevede a valle della identificazione dei requisiti sopra evidenziati un'ampia attività di valutazione sui medesimi rimessa al Consiglio di Amministrazione nella sua interezza. Quest'ultimo è tenuto, infatti, ad esprimersi sulla base delle informazioni fornite dagli esponenti sottoposti a giudizio, nonché di ogni altro dato disponibile, entro 30 giorni dalla nomina degli amministratori ²³. Significativo, in tale contesto, è l'intento del regolatore di evitare possibili discontinuità

²¹ Sullo specifico ruolo del presidente nelle banche e nelle assicurazioni, si v. P.M. SANFILIPPO, *Il presidente del consiglio di amministrazione nelle società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum G.F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2006, 442; R. CASIRAGHI, *Il ruolo del presidente del consiglio di amministrazione nelle società quotate*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 2016, 429 e ss.; A. SACCO GINEVRI, *Ruolo del presidente di società bancaria e gestione dei servizi di investimento*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2015, II, 45; M. IRRERA, *Il ruolo del presidente del consiglio di amministrazione nella governance delle banche*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2015, fasc. 6, 7 e ss.; L. ARDIZZONE, *Il ruolo del presidente delle società bancarie*, in *Riv. soc.*, I, 2014, 1309.

²² Analoga statuizione è disposta per i ruoli di amministratore delegato, di direttore generale e per i soggetti che esercitano funzioni equivalenti al direttore generale.

²³ Ai sensi dell'art. 23, comma 6, dei decreti, il relativo verbale dovrà fornire puntuale e analitico riscontro delle valutazioni effettuate nonché delle motivazioni in base alle quali il consiglio ritiene idoneo l'amministratore.

nella gestione, a causa di una sospensione (anche temporanea) dell'esercizio della funzione amministrativa attribuita al Consiglio nel suo complesso, quale potrebbe verificarsi nel caso di decadenza dell'amministratore, per l'avvenuto riscontro di una carenza di idoneità da parte del Consiglio, all'uopo adottando specifiche misure per colmare le lacune accertate ²⁴.

4. *La responsabilità dell'amministratore non esecutivo di banche.*

A seguito della riforma del diritto societario, come noto, gli amministratori non esecutivi di società per azioni di diritto comune, in virtù di quanto disposto dall'art. 2392 c.c. non sono sottoposti ad un "generale" obbligo di vigilanza per le condotte dannose poste in essere dagli altri amministratori. Essi rispondono unicamente ove non abbiano impedito i fatti pregiudizievoli in virtù della conoscenza - o della possibilità di conoscenza, per il loro dovere di agire informati sancito dall'art. 2381 c.c. - di elementi tali da sollecitare il loro intervento alla stregua della diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze.

Tuttavia, un discorso diverso merita di essere affrontato con riferimento alla responsabilità dell'amministratore (non esecutivo) di banche in ragione della *professionalizzazione* della figura, che incide sul dovere di agire informati e, di conseguenza, sulle responsabilità *ex art. 2392 c.c.*

Sull'argomento, la giurisprudenza di legittimità ha concentrato la propria attenzione e offerto spunti per una analisi dettagliata ²⁵. È stato

²⁴ In tal caso, sempre ai sensi del citato art. 23, comma 6, il verbale dovrà indicare le misure adottate e specificare le ragioni per le quali, a giudizio dell'organo amministrativo, esse siano ritenute sufficienti ad assicurare il rispetto dei requisiti e dei criteri stabiliti dai decreti.

²⁵ Cfr., tra gli altri, P. MONTALENTI, *Gli obblighi di vigilanza nel quadro dei principi generali*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum G.F. Campobasso* (a cura di), diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2007, 838 e ss.; A. MINTO, *La speciale natura dell'incarico amministrativo in banca tra limitazione della discrezionalità organizzativa e vincoli sull'agire in modo informato*, in *Giur. comm.*, 2015, II, 24 e ss.; S. CICCHINELLI, *Il dovere di agire in modo informato nell'attività bancaria a seguito di una recente pronuncia della Cassazione*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, II, 139 ss.. In giurisprudenza, si v. Cass. n. 17441 del 2016; Cass. n. 2737 del 2013.

messo in evidenza che il dovere degli amministratori (non esecutivi) di società bancarie di agire informati si connota di caratteristiche di particolare incisività, in ragione della circostanza che tale dovere “*si iscrive in una sfera di responsabilità dell’amministratore che non è soltanto quella, di natura contrattuale, di cui il medesimo è gravato nei confronti dei soci della società ma è anche quella, di natura pubblicistica, di cui il medesimo è gravato nei confronti dell’Autorità di vigilanza*”²⁶.

In altre parole, essendo gli amministratori di banche gestori altamente qualificati, ad essi si applicano doveri di diligenza rafforzati, da cui deriva una sorta di responsabilità irrobustita in ipotesi di pregiudizio al patrimonio sociale per via della natura particolarmente sofisticata delle competenze specifiche che si presume siano possedute.

È evidente, in tale contesto, che il dovere di agire informati dei consiglieri non esecutivi delle società bancarie, sancito dagli artt. 2381, commi 3 e 6, e 2392 c.c. non può (e non deve, in virtù delle particolari caratteristiche di idoneità che connotano la figura dell’amministratore di banche) essere limitato, nella sua concreta estrinsecazione, alle segnalazioni provenienti dai rapporti degli amministratori delegati; difatti gli amministratori non esecutivi degli enti creditizi saranno tenuti ad acquisire le informazioni non solo in sede consiliare e nell’ambito delle sedute dei comitati endo-consiliari cui partecipano, ma “*anche in via di interlocuzione diretta con i manager e con tutte le funzioni aziendali*”²⁷.

Tenuto conto che l’amministratore non esecutivo partecipa, al pari di quelli esecutivi, alle scelte strategiche e gestionali che vengono assunte in seno all’organo collegiale nella sua interezza, questi è tenuto ad attivarsi in modo da poter efficacemente esercitare una funzione di monitoraggio sulle scelte compiute dagli esecutivi anche ai fini dell’esercizio dei poteri di direttiva o avocazione spettanti al Consiglio (nel suo *plenum*) nei confronti degli organi delegati²⁸.

²⁶ In questi termini, si v. Cassazione n. 30499 del 2022 (vedi n. supra)

²⁷ In questi termini, G. GUIZZI, *Appunti in tema di interesse sociale e governance delle società bancarie*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, 250.

²⁸ Così, Cassazione n. 16275 del 2022. Negli stessi termini, *ex multis*, Cassazione n. 22848 del 2015, e Cassazione n. 2737 del 2013 (citazione sent Cass. non conforme ai criteri redazionali). In dottrina, si v. A. MINTO, *La governance bancaria tra autonomia privata ed eteronomia*, Padova, Cedam, 2012, 67 e ss.; M. LIBERTINI, *Il*

Conseguentemente l'amministratore non esecutivo di società bancaria è solidalmente responsabile della violazione commessa dagli altri amministratori quando non intervenga per impedirne il compimento o eliminarne o attenuarne le conseguenze dannose²⁹. In tale prospettiva, dunque, non rileva affatto la differenza tra consiglieri *esecutivi* e consiglieri *non esecutivi*, essendo tutti tenuti – in ragione degli interessi tutelati e dei requisiti agli stessi individualmente richiesti – a valutare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo e contabile e la corretta gestione societaria.

Ma v'è di più. La rilevanza pubblicistica degli interessi tutelati dalla normativa settoriale in merito ai requisiti di idoneità degli amministratori plasma l'interpretazione delle norme dettate dal codice civile³⁰ rendendo gli amministratori di banche più esposti a "responsabilità" rispetto agli amministratori non esecutivi di società di diritto comune. In aggiunta, nel particolare contesto bancario, oltre alla presunzione di capacità in capo ai gestori contribuisce alla loro maggiore responsabilizzazione anche la normativa sugli assetti organizzativi che, essendo puntualmente declinata nelle disposizioni di vigilanza di rango secondario, riduce il perimetro della discrezionalità amministrativa. Dunque, la presenza di un *vulnus* nell'intelaiatura delle procedure interne spesso avviene in violazione di regole specifiche e quindi fa presumere una mancata diligenza degli amministratori della banca medesima.

5. *Il ruolo dell'autodisciplina.*

Anche nelle prescrizioni di autodisciplina applicabili alle società quotate si rinviene una particolare attenzione del regolatore ai requisiti di idoneità degli amministratori e in particolare alle caratteristiche di

sistema dei controlli nelle banche, in Aa.Vv., *La governance delle società bancarie*, a cura di Di Cataldo, Milano, Giuffrè, 2014, 63 ss.;

²⁹ Per una analisi dettagliata in dottrina, si v. K.J. HOPT, *Better Governance of Financial Institutions*, in *ECGI Law Working Paper*, n. 207/2013, 22 e ss.; G. MUCCIARONE, *L'adeguatezza degli "amministratori" della banca*, Torino, 2020, 72 e ss.

³⁰ Così, Cassazione n. 2737 del 2013. (citazione cassazione non conforme ai criteri redazionali)

professionalità e di *competenza adeguata* che questi debbono possedere per poter essere nominati.

Nello specifico, il combinato disposto del Testo Unico della Finanza e del regolamento attuativo in materia di emittenti richiede che le liste di candidati per la nomina del consiglio di amministrazione siano corredate da un'esauriente informativa sulle caratteristiche *personali* e *professionali* di ciascun candidato³¹. Da ciò se ne deduce che nei settori limitrofi a quello bancario e assicurativo, quale è quello degli emittenti, pur non essendovi una regolazione particolarmente stringente in materia di *professionalità* e *competenza* degli amministratori, si è comunque in presenza di elementi raccomandati e graditi dai mercati.

In particolare, qualche elemento di vicinanza alla normativa bancaria si individua nell'analisi delle regole di *soft law* contenute nel Codice di *Corporate Governance*, ove è chiaramente sottolineata la necessità che, ai fini di un buon governo societario, il consiglio di amministrazione debba essere dotato di particolari requisiti di idoneità, che conferiscano rilievo alla struttura ed alla articolazione dell'organo amministrativo³².

In linea con quanto precede, infatti, l'art. 2 del Codice di *Corporate Governance* dispone, già in apertura, che l'organo amministrativo sia composto da amministratori esecutivi e non esecutivi, tutti dotati di *professionalità* e di *competenze* adeguate ai compiti loro affidati.

Orbene, occorre sottolineare come il Codice – pur riconoscendo la necessità che gli amministratori posseggano requisiti di professionalità e competenza – non fornisca una declinazione specifica di tali caratteristiche (se non con riferimento a determinati comitati endo-consiliari, in relazione ai quali si richiede che almeno un membro abbia specifiche competenze ed esperienze in settori previamente individuati³³). La normativa in parola, peraltro, raccomanda che il consiglio di

³¹ In particolare, l'art. 144-*octies*, comma 1, lett. b.1. del Regolamento Emittenti (attuativo del Testo Unico della Finanza), dispone che la società è tenuta a dare *disclosure* al mercato delle liste dei candidati per la nomina del consiglio, corredate anche di un'esauriente informativa sulle caratteristiche personali e professionali dei candidati.

³² In proposito, si v. M. IRRERA, *L'autovalutazione del consiglio di amministrazione tra soft law, prescrizioni regolamentari, aspirazioni e limiti intrinseci*, in *Governance e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, a cura di M. Callegari, S.A. Cerrato e E. Desana, Torino, 2022, 773.

³³ Ci si riferisce, in particolare, alla composizione del comitato remunerazioni, in relazione al quale il Codice raccomanda che sia composto da almeno un

amministrazione uscente - nell'esprimere il proprio orientamento sulla composizione quantitativa e qualitativa ritenuta ottimale in vista di ogni rinnovo dell'organo nel suo *plenum* - si pronunci sui profili manageriali e professionali e sulle competenze ritenute necessarie anche alla luce delle caratteristiche settoriali della società³⁴.

6. Conclusioni.

Come emerge dall'analisi dianzi svolta, l'obiettivo del legislatore bancario è quello di assicurare, contemperando interessi pubblici e privati, un buon governo societario, improntato a criteri di sana e prudente gestione, dell'impresa bancaria.

Corollario di quanto precede è che i soggetti che, in virtù del ruolo svolto nell'organizzazione imprenditoriale, hanno poteri gestori debbano possedere, individualmente, dei requisiti soggettivi *rafforzati* rispetto a coloro che sono chiamati a gestire società non vigilate anche di medio-grande dimensione.

Da ciò deriva una "*professionalizzazione*" della figura dell'amministratore (esecutivo e non) di banche, il quale deve possedere conoscenze, competenze ed esperienze adeguate, che, per l'effetto, gli consentano di agire secondo un grado di diligenza "rafforzato". Si delinea dunque una impresa bancaria in cui gli attori principali della gestione devono necessariamente possedere professionalità specializzate e adeguate e competenze diversificate tra i diversi componenti, attente alle esigenze che emergono nella dinamica del *business* finanziario e che consentano, quindi, al consiglio nella sua intelligenza di individuare e perseguire idonee strategie nell'ottica di

amministratore in possesso di "*un'adeguata conoscenza ed esperienza in materia finanziaria o di politiche retributive*" (art. 5, raccomandazione n. 26) e alla composizione del comitato controllo e rischi ove almeno un amministratore dovrebbe possedere "*un'adeguata conoscenza in materia contabile e finanziaria o di gestione dei rischi*" e, nel suo complesso, il comitato dovrebbe possedere "*un'adeguata competenza nel settore di attività in cui opera la società, funzionale a valutare i relativi rischi*" (art. 5, raccomandazione n. 35).

³⁴ Si v. art. 4, raccomandazione n. 23. Cfr. G. MEO, *L'amministrazione delle società quotate*, in *Il Testo Unico Finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, Bologna, 2021, 1821.

garantire un governo efficace dei rischi in tutte le aree della banca e la resilienza della banca medesima ³⁵.

Quanto precede si riflette in maniera significativa anche sulla responsabilità *ex art.* 2392 c.c. del singolo amministratore (anche non esecutivo) di società bancarie, la cui responsabilità risulterà rafforzata per via delle rilevanti conoscenze individuali e della moltitudine di precetti settoriali posti in capo a chi gestisce l'impresa creditizia.

È evidente che le circostanze sopra richiamate potrebbero avere importanti ricadute sul processo di reperimento e selezione dei soggetti idonei a ricoprire la carica di amministratore di una società creditizia, che siano dotati di tutti i requisiti richiesti dalla normativa e, soprattutto, disponibili ad accettare l'incarico e le connesse responsabilità. L'incremento del grado di responsabilità dell'amministratore non esecutivo di banche potrebbe infatti portare a fenomeni di c.d. *overdeterrence*, "costituiti dalla maggiore difficoltà di reperire risorse adeguate per ruoli non esecutivi, dalla inibizione verso strategie innovative e comportamenti "fuori dal coro" e dalla correlativa propensione verso eccessi ingiustificati di prudenza" ³⁶. In quest'ottica la normativa sull'idoneità degli esponenti rappresenterebbe quindi un ulteriore tassello al fenomeno della c.d. *over-regulation* in materia di *governance* bancaria, che, sebbene trovi la propria giustificazione nelle particolari esigenze di tutela della stabilità del sistema bancario e nel principio sovraordinato della "sana e prudente gestione", potrebbe pregiudicare il corretto funzionamento del mercato, con conseguenti effetti negativi dovuti, da un lato, ad una "burocratizzazione" dell'attività d'impresa, aumentando i costi soprattutto a carico delle piccole e medie banche e, dall'altro lato, ad un "ingessamento"

³⁵ Si v. in proposito, L. ENRIQUES e D. ZETSCHE, *Quack Corporate Governance, Round III? Bank Board Regulation Under the New European Capital Requirement Directive*, in *Theoretical Inquiries in Law*, 2015, 218.

³⁶ Così, A. MIRONE, *Regole di governo societario e assetti statutari delle banche tra diritto speciale e diritto generale*, in *Orizzonti*, 2017, I, 31 e ss. In proposito, si v., tra gli altri, G.B. PORTALE, *La corporate governance delle società bancarie*, in *Riv. soc.*, 2016, 48 e ss.; K.J. HOPT, *Better Governance*, *op. cit.*, 34 e ss.; J. ARMOUR, D. AWREY, P.L. DAVIES, L. ENRIQUES, J.N. GORDON, C. MAYER, J. PAYNE, *Bank Governance*, in *ECGI Law Working Paper*, n. 316/2016, 389 e ss.

eccessivo, imponendo *standards* che potrebbero anche risultare sovrabbondanti per il singolo intermediario³⁷.

Ebbene, in tale prospettiva si potrebbe auspicare una nuova declinazione normativa in materia di idoneità degli esponenti bancari che faccia perno in modo ancor più pregnante rispetto a quanto attualmente previsto sul principio di proporzionalità³⁸.

Difatti, *one size does not fit all* e quindi una normativa eccessivamente rigida in materia di requisiti di idoneità potrebbe penalizzare soprattutto le imprese creditizie di piccole dimensioni che, per natura e caratteristiche, si differenziano dalle realtà più complesse, di grandi dimensioni. Occorrerebbe, quindi, approdare ad una regolazione “sartoriale” della disciplina in esame che consenta, così, di adattare la veste organizzativa alla specifica fisionomia dell’ente.

³⁷ Sugli effetti della c.d. *over-regulation*, si v., *ex multis*, A. MIRONE, *op. cit.*, 5 e ss.

³⁸ Sulla necessità che la normativa bancaria sia ripensata e adattata con specifico riferimento alle banche locali (e quindi di piccole dimensioni), sia consentito il rinvio a A. PERRONE, *Realtà locali e regole europee in cerca di equilibrio*, in *Il Sole 24 Ore*, 21 febbraio 2023.

Il value for money nei processi POG: profili applicativi e prospettive future

SOMMARIO: 1. Premessa: la distribuzione assicurativa e le regole generali del processo POG. – 2. La definizione di *value for money* e le recenti indicazioni di EIOPA. – 3. La declinazione pratica del *value for money* dalla fase di *product design* a quella di *product monitoring*: prospettiva generale e analisi nei processi POG dei prodotti *IBIPs*. – 4. Considerazioni conclusive e sviluppi futuri del *value for money*: le aspettative dell'IVASS per l'implementazione dei processi POG a beneficio degli assicurati.

1. Premessa: la distribuzione assicurativa e le regole generali del processo POG

Il presente scritto si propone di approfondire il principio¹ del *value for money* e i suoi impatti all'interno dei processi di *Product Oversight and Governance* della distribuzione assicurativa, con un'indagine su quelle che sono le indicazioni e l'attività della vigilanza nazionale condotta sulla base delle Linee guida EIOPA sul controllo del *value for money*.

Si premetta brevemente che è noto come, a livello nazionale, il Regolamento n. 45/2020 e il Provvedimento n. 97/2020 di IVASS siano stati introdotti nell'ordinamento italiano al fine di completare il corpo regolamentare di recepimento della direttiva 2016/97/UE, c.d. IDD (*Insurance Distribution Directive*), con specifico riferimento alla *Product Oversight and Governance* dei prodotti assicurativi (POG)². Tale processo pone al centro delle

¹ Definito anche come “regola” da P. MARANO in un suo intervento presso il Convegno di Studi dal titolo “*Il Principio del value for money dalle indicazioni dell’EIOPA all’ordinamento interno*”, Sapienza Università di Roma, 23 febbraio 2023.

²² Si vedano Cfr. C.G. CORVESE, *La disciplina del “governo e controllo” dei prodotti assicurativi ed i suoi riflessi sul governo societario di imprese di assicurazione e di intermediari*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2020, II, 146 ss.; G. MARTINA, *Organo amministrativo delle imprese di assicurazione e Product Oversight and Governance tra codice delle assicurazioni private e regolamenti IVASS*, in *Orizzonti*, n. 2/2021, 797 ss.; C. CAMEDDA, *La “Product*

decisioni del produttore e del distributore la tutela del cliente/consumatore a partire dalla fase di ideazione e progettazione dei prodotti assicurativi, appartenenti al ramo vita e danni inclusi gli IBIPs, ossia i prodotti di investimento assicurativo. Secondo tali regole, le compagnie sono tenute a definire, per ciascun prodotto, il relativo *target market* positivo rappresentante la categoria di clientela alla quale quel prodotto è destinato con i relativi bisogni ed esigenze, e il mercato di riferimento “negativo” inteso come la tipologia di clienti cui il prodotto non deve essere proposto in quanto non adatto a soddisfare le proprie esigenze³. La compagnia è tenuta a fornire ai distributori tutte le informazioni sul prodotto assicurativo verificando periodicamente il rispetto delle disposizioni regolamentari da parte di questi ultimi e soprattutto che i prodotti siano distribuiti all’interno del *target market* positivo o, comunque, al di fuori del *target market* negativo⁴.

La POG infatti, disciplinata principalmente dall’art. 25 della IDD e dall’art. 30-*decies* del Codice delle Assicurazioni private⁵, lavorando su alcune lacune del processo di “ingegnerizzazione” dei prodotti assicurativi, ha come obiettivo quello di garantire la tutela del cliente (prima affidata all’osservanza delle regole di “trasparenza” in fase di commercializzazione e distribuzione)

Oversight and Governance” dei prodotti assicurativi: un primo sguardo al Regolamento IVASS n. 45 del 4 agosto 2020, in Giust. civ., 2020, II, 9, 123 ss.

³ Cfr. a F. GRECO, *Dall’informazione precontrattuale alla product governance: la tutela del risparmiatore tra paternalismo normativo e nuovi modelli di controllo*, in questa Rivista 2017, 10 ss.; S. LOLLI, G. MONACELLI, *Le disposizioni in materia di “governo del prodotto” nell’ambito della nuova disciplina sulla distribuzione assicurativa*, in www.dirittobancario.it, 2018, 63 ss.

⁴ I distributori devono anche assicurarsi che l’eventuale distribuzione a clienti che non rientrano nel mercato di riferimento individuato sia realizzata a condizione che il cliente non appartenga al mercato di riferimento negativo e il prodotto corrisponda alle richieste e alle esigenze assicurative del cliente e, sulla base della consulenza fornita prima della conclusione del contratto, sia adeguato; cfr. P. MARANO, *La Product oversight and governance tra innovazione europea e divergenze parallele italiane*, in *Assicuraz.*, n. 1/2017, 211 ss.; P. CORRIAS, *La direttiva UE 2016/97 sulla distribuzione assicurativa: profili di tutela dell’assicurando*, in *Assicuraz.*, n. 1/2017, 9 ss.

⁵ Il D.lgs. n. 209/2005.

lungo tutto l'arco di vita del prodotto, anticipando così la considerazione delle relative esigenze alle fasi dell'ideazione e del design dei prodotti assicurativi⁶. La disciplina recente contiene infatti delle regole che impongono ai soggetti che realizzano prodotti assicurativi l'elaborazione e l'attuazione (prima della commercializzazione di ciascun prodotto assicurativo) di un processo di approvazione del prodotto, caratterizzato dalla preventiva individuazione del mercato di riferimento alla quale si ricollegano tutte le successive valutazioni di cui si compone il processo di approvazione e precisamente «*quelle sulle aspettative dei potenziali clienti ed i rischi ai quali essi risultano esposti, sulla "non tossicità" del prodotto creato, sull'appropriatezza della strategia di distribuzione individuata, sull'eventuale necessità di una revisione delle misure organizzative adottate*»⁷. In tal senso viene garantita la realizzazione dei prodotti assicurativi per fasce di clientela, caratterizzata da una valutazione *ex ante* della conformità di ciascun prodotto alle esigenze del *target market* individuato. In un'ottica di tutela continua del cliente/consumatore, tale valutazione si reitera nel corso dell'intero ciclo di vita dei prodotti anche grazie alla condotta dei soggetti distributori, anch'essi gravati da specifici obblighi di POG⁸. La nuova disciplina in materia di governo e controllo del prodotto introdotta dalla IDD, così come già previsto nella MiFID II, ha la finalità di ridurre il

⁶ Cfr. A. PERRONE, *Servizi d'investimento e regole di comportamento dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, 1, I, 23 ss.; S. MORLINO, *La product governance nel nuovo regime Mifid 2*, in www.dirittobancario.it, 2015, 84 ss.

⁷ Così R. LO CONTE, *La Product Oversight and Governance nel diritto assicurativo. Evoluzioni delle forme di tutela del cliente e regolazione del mercato*, Milano, 2023, 127; cfr. E. GALANTI, *La "Product Oversight Governance" (POG) tra "marketing" e sana e prudente gestione*, in *Diritto dei mercati finanziari e assicurativi*, 2017, pp. 359 ss. P. MARANO, *La Product Oversight & Governance tra innovazione europea e "divergenze parallele" italiane*, cit., 211 ss.

⁸ Si veda S. LANDINI, *Le "Preparatory Guidelines" di EIOPA in relazione agli obblighi in materia di governo e controllo del prodotto da parte delle imprese di assicurazione e dei distributori di prodotti assicurativi*, in *Diritto del mercato assicurativo e finanziario*, 2016, n. 2, 411 ss.

rischio che i prodotti assicurativi distribuiti non siano adeguati al cliente, incidendo così sulle tre fasi della POG: la fase della realizzazione, durante la quale devono essere garantite anticipatamente la coerenza tra le caratteristiche del prodotto realizzato e le esigenze di un determinato *target* di mercato; la fase della distribuzione e della commercializzazione; la fase di post-distribuzione del prodotto⁹.

Il Regolamento n. 45/2020 dell'IVASS integra la disciplina della materia dettata dal Regolamento n. 2017/2358/UE, inserendosi in un ampio e complesso intreccio di norme nazionali ed europee a cui risulta strettamente collegato, occupandosi in particolare di disciplinare il processo di approvazione dei prodotti con l'individuazione di obblighi in capo al produttore che è tenuto a delimitare in maniera dettagliata il *target market* di un prodotto assicurativo nel pieno rispetto del principio di proporzionalità, di disciplinare *in toto* l'attività di distribuzione dei prodotti assicurativi, graduando gli obblighi imposti agli intermediari/distributori iscritti alle varie sezioni del RUI e prevedere disposizioni per i processi di approvazione e distribuzione degli IBIPs¹⁰.

Tra gli obblighi entrati in vigore si ritrova quello riferibile al c.d. “*product testing*”, ovvero la valutazione dei costi e degli oneri da applicare al prodotto assicurativo per preservare il *value for money* o “miglior interesse” (*best interest*) per il cliente, principio di matrice anglosassone basato su un approccio “*forward looking*” che, come si vedrà più avanti, inserendosi in tutte le fasi del processo POG, consente di rilevare la performance realizzata dall'attività di vendita dei prodotti assicurativi in un'ottica di *customer centric*¹¹.

⁹ Cfr. C. G. CORVESE, *op. cit.*, 146 ss.; P. CORRIAS, *La direttiva UE 2016/97 sulla distribuzione assicurativa: profili di tutela dell'assicurando*, *cit.*, 9 ss.

¹⁰ Si vedano G. MARTINA, *Organo amministrativo delle imprese di assicurazione e Product Oversight and Governance tra codice delle assicurazioni private e regolamenti IVASS*, *cit.*, 797 ss.; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Dalla tutela informativa alla product governance: nuove strategie regolatorie dei rapporti tra clientela e intermediari finanziari*, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, 2016, I, 1 ss.

¹¹ Cfr. J. CHEM, *Forward-Looking: What the Term Means*, 2023, su www.investopedia.com; A. M. MANCINI, *La tutela del risparmiatore nel*

Definite sommariamente in questa sede le fasi della procedura POG, è opportuno evidenziare come, al di là delle stesse, è certamente evidente che il buon esito dell'intero processo è strettamente collegato «*ad un significativo miglioramento e rafforzamento dell'apparato di controlli preventivi, sia interni che esterni all'impresa assicurativa, sulla qualità ed efficienza dei processi e delle strategie aziendali diretti alla configurazione, commercializzazione e revisione dei prodotti assicurativi*»¹², laddove appunto un ruolo fondamentale gioca il rispetto costante del *value for money* che rappresenta una delle aree di intervento più significative all'interno dei piani delle attività delle Autorità di vigilanza *in primis* europee (EIOPA) e a seguire nazionali (IVASS). Analizzando la regola da una prospettiva di *public enforcement*, in tal contesto ci si chiede: quali riflessi ha la disciplina POG sull'assetto dell'attività di vigilanza attuata dall'IVASS sui soggetti del settore assicurativo durante il processo di governo e controllo del prodotto? Ed in particolare: quale ruolo assume il principio del *value for money* in tale processo e quali sono gli adempimenti che, su suggerimento dell'IVASS, le imprese assicurative devono porre in essere al fine di far sì che i costi ed i caricamenti del prodotto siano proporzionati ai relativi benefici offerti *al target market*?

2. La definizione di *value for money* e le recenti indicazioni di EIOPA

Il *value for money* di un prodotto assicurativo è inteso come l'equità del prezzo, del valore in termini di utilità ed efficacia delle coperture e dei servizi offerti e, per i prodotti IBIPs, delle aspettative di rendimento¹³. In particolare tale regola, che

mercato finanziario tra culpa in contrahendo e vizi del consenso, in *Rass. dir. civ.*, 2007, 51 ss.; V. SIGNORELLI, *Violazione delle regole di comportamento dell'intermediario finanziario e risoluzione per inadempimento*, in *Società*, 2009, 55 ss.

¹² Così R. LO CONTE, *op. cit.*, 128; cfr. C.G. CORVESE, *op. cit.*, 146 ss.

¹³ Sul *value for money* in generale si veda R. GLENDINNING, *The Concept of Value for Money*, in *International Journal of Public Sector Management*, n. 1/1988, 42-50.

potrebbe essere letta anche in un'ottica di corrispettività (concetto civilistico su cui pure si base il contratto assicurativo)¹⁴, è diretta ad identificare se i costi ed i caricamenti del prodotto risultano essere proporzionati ai benefici offerti al *target market*, oltretutto ragionevoli considerando tutte le spese sostenute dal produttore: ciò al fine di evitare il c.d. *value for money risk*¹⁵.

Il concetto di *value for money* risulta implicitamente previsto nella disciplina POG come introdotta dalla IDD e dai Regolamenti d'attuazione, in particolare in relazione all'obbligo, posto in capo ai produttori, di attestare la rispondenza delle caratteristiche dei prodotti offerti rispetto alle esigenze e i bisogni del *target market* a cui il prodotto è diretto. Per tale motivo, la verifica di una corretta declinazione del concetto di *value for money* nelle varie fasi di cui consta la POG rappresenta un aspetto prioritario e fondamentale per le Autorità di vigilanza (sovranazionali e nazionali) nell'ambito dei procedimenti ispettivi attuati presso le compagnie¹⁶. È interessante quindi capire quali elementi le Autorità di vigilanza nazionali sono chiamate a verificare per una corretta gestione del *value for money risk* all'interno del processo POG, «*corredati dai principali punti di attenzione e da alcuni aspetti pratici utili ad assicurare la piena compliance rispetto ai requisiti normativi*»¹⁷.

A chiarire dunque, tutti gli aspetti legati a tale regola è intervenuta varie volte l'EIOPA, *in primis* con il *Supervisory Statement On assessment of value for money of unit-linked*

¹⁴ Per un approfondimento sul punto si vedano M. NUZZO, *Tutela del consumatore e disciplina generale del contratto*, in G. VETTORI (a cura di) *Materiali e commenti sul nuovo diritto dei contratti*, Padova, 1999, 830 ss.; F. VOLPE, *La giustizia contrattuale tra autonomia e mercato*, Napoli, 2004, 8 ss.; C. DALIA, *L'equilibrio normativo nel contratto tra codice civile e leggi speciali*, Napoli, 2008, 34.

¹⁵ Sul punto si veda D. R. HARPER, *What Is Value at Risk (VaR) and How to Calculate It?*, 2022, in www.investopedia.com.

¹⁶ La disciplina si applica solo ai prodotti commercializzati dopo l'introduzione della disciplina POG, salvo che vengano apportate modifiche significative al prodotto; cfr. M. SIRI, *I sistemi alternativi di risoluzione delle controversie e la product governance nei servizi finanziari*, in *Economia e diritto del terziario*, 2016, 84 ss.

¹⁷ Cfr. www.bearingpoint.com.

insurance products under product oversight and governance n. 45739/2021, diretto alle Autorità di vigilanza nazionali¹⁸ e da ultimo con il *Methodology to assess value for money in the unit-linked market*, la metodologia per la valutazione del *value for money* per i prodotti *unit-linked*¹⁹.

La prima iniziativa, che ha tratto spunto dall'attenzione che EIOPA ha avuto per i costi applicati dalle compagnie di assicurazione ai prodotti di tipo *unit linked* e ibridi, intesi questi ultimi come quei prodotti che combinano la componente *unit linked* a quella di capitale garantito o di rendimento, (c.d. prodotti multiramo), deriva da un'interrogazione al mercato circa la consapevolezza della necessità che i prodotti IBIPs offrano un adeguato rapporto qualità/prezzo tra tutti i costi che compongono tali prodotti e la qualità dei servizi offerti²⁰. Dalla consultazione prodromica al documento, era si emersa la sensibilità del mercato ai concetti di *target market* e di esigenze e richieste assicurative del contraente²¹, ma persisteva al contempo una diversità di approccio alla questione da parte delle Authorities nazionali per la quale era necessaria una armonizzazione.

Come anticipato, la POG impone alle imprese di assicurazione di definire un *target market* tenendo in considerazione le richieste ed esigenze assicurative di quest'ultimo: in tale contesto il *value for money* consiste, secondo EIOPA, «*nell'applicazione, al prodotto assicurativo, di costi e oneri proporzionati ai benefici (i.e. performance finanziaria del prodotto, garanzie di restituzione del capitale o di rendimento, coperture e servizi*

¹⁸ Cfr. EIOPA, *Supervisory Statement On assessment of value for money of unit-linked insurance products under product oversight and governance*, 30 november 2021.

¹⁹ Cfr. EIOPA, *Methodology to assess value for money in the unit-linked market*, 31 october 2022.

²⁰ Nel documento in consultazione, EIOPA ha presentato il framework ritenuto utile per valutare se i prodotti unit-linked (e ibridi) offrano un effettivo, positivo rapporto qualità-prezzo, tenendo conto delle esigenze, degli obiettivi e delle caratteristiche dei singoli mercati di riferimento; cfr. https://ec.europa.eu/eusurvey/runner/EIOPA_Public_Consultation_ULM.

²¹ Introdotti dall'articolo 25 della Direttiva 2016/97 EU e dal Regolamento Delegato n. 2017/2358 in materia di requisiti di governo e di controllo dei prodotti assicurativi.

*offerti) che il contraente può ragionevolmente attendersi dal prodotto»²², in un contesto di mercato europeo dei prodotti assicurativi *unit-linked*, nel quale, pur a fronte di indubbi vantaggi derivanti da questa tipologia di polizze, i costi legati ad alcuni prodotti continuano a essere elevati. La crisi causata dal Covid-19 e l'insistere di bassi tassi di interesse, hanno mostrato per EIOPA, quanto sia importante che i prodotti *unit-linked* offrano sempre un effettivo “valore” ai consumatori/assicurati. Tale principio acquista sempre più valore nel mondo finanziario e costituisce il fulcro dei processi di progettazione, distribuzione e monitoraggio del prodotto: l'EIOPA ha evidenziato la necessità di un'adeguata vigilanza su questi aspetti da parte soprattutto delle Autorità nazionali. La POG, che si sa, pone a carico delle imprese di assicurazione obblighi precisi, viene così ad essere influenzata anche dal *value for money* che impone dunque all'impresa assicurativa di applicare al prodotto costi e oneri proporzionati ai benefici che il cliente/ consumatore può attendersi in maniera ragionevole dal prodotto²³.*

Secondo lo *Statement* di EIOPA, al fine di poter dare evidenza della corretta individuazione e gestione del *value for money risk* durante il processo POG le compagnie devono definire una propria nozione di complessità del prodotto a cui associare la granularità dei *target market*: in tal modo, sarà possibile procedere con una strutturazione di un *target market* a maggiore granularità al crescere della complessità del prodotto²⁴. I *manufacturers* (categoria che ricomprende le compagnie di assicurazione e gli intermediari) sono tenuti poi sia completare i propri presidi POG con un *pricing process*²⁵ (metodo con il quale viene dato atto dei costi e degli oneri propriamente identificati e

²² Così in EIOPA, *Supervisory Statement On assessment of value for money of unit-linked insurance products under product oversight and governance*, 30 november 2021.

²³ Cfr. R. LO CONTE, *op. cit.*, 46 ss.

²⁴ Si veda a C. CIMARELLI, *POG: il value for money delle polizze unit linked nella prospettiva della Vigilanza europea*, in www.dirittobancario.it, 21 dicembre 2021.

²⁵ Quest'ultimo al pari delle Policy POG deve essere eventualmente esibito all'Autorità di vigilanza nazionale, previa richiesta.

quantificati, dell'attività di verifica preventiva effettuata al fine di attestare che il prodotto collocato offre *value for money* rispetto alle richieste assicurative del *target market* di riferimento del prodotto), sia a sviluppare un adeguato test per verificare l'effettiva erogazione di *value for money* lungo tutto il ciclo di vita dei prodotti, oltreché di provvedere ad una revisione periodica di costi, caricamenti e performance al fine di evitare situazioni spiacevoli a danno dei clienti²⁶.

Sulla scorta di tali indicazioni per gli operatori del mercato EIOPA raccomanda anche l'operato delle Autorità di vigilanza nazionali che devono dotarsi di metriche definite con le quali misurare i prodotti offerti sul mercato assicurativo nell'ottica del *value for money* e procedere ad effettuare le dovute verifiche tramite un'attività di attenta supervisione del mercato tramite una valutazione di tutta la documentazione POG (tenendo in considerazione il *pricing process*, l'analisi relativa alla complessità del prodotto e l'identificazione e la quantificazione di tutti i costi) e l'accertamento della presenza di adeguati presidi volti ad evitare fenomeni di *misselling*²⁷. Se dalle verifiche dovesse emergere un disallineamento della POG al *value for money*, EIOPA invita le *Authorities* nazionali a richiedere al *manufacturer* una modifica alla POG che comporta a sua volta una modifica dei costi e degli oneri, un miglioramento dei benefici o dei servizi offerti e una revisione del *target market* previamente identificato²⁸.

Regole più dettagliate e integrative delle precedenti, al fine di garantire una maggior tutela del cliente/consumatore nel mercato assicurativo, sono state dettate di recente da EIOPA che, all'interno del paper *Methodology to assess value for money in the*

²⁶ Cfr. G. BUGLI, M. HAZAN, *Direttiva Europea in materia di "Distribuzione Assicurativa" (IDD): il fattore tempo*, in www.ilpuntopensionielavoro.it, 2017; A. FABIANO, *La riforma della disciplina delle polizze linked nelle disposizioni del TUF e dei regolamenti di attuazione: le ragioni di una scelta*, in *Diritto e fiscalità dell'assicurazione*, 2012, 283-310.

²⁷ Sul punto si vedano a C. CIMARELLI, *op. cit.*

²⁸ Cfr. *Value for Money e IFRS 17: punti di convergenza per i prodotti Vita*, 2021, su www.caeco.it.

unit-linked market, ha esplicito una metodologia per la valutazione del *value for money* per prodotti *unit-linked* al fine di fornire Autorità di vigilanza nazionali la metodologia con cui è opportuno verificare il livello di *value for money* dei prodotti assicurativi di ramo III e multiramo; metodologia standardizzata per l'intero mercato comunitario. Per fare ciò, l'Autorità europea ha elaborato appositi KPI (*Key Performance Indicators*) che le Autorità nazionali dovranno attenzionare al fine di far emergere anomalie di valore nel *benchmark* di mercato²⁹. Al contempo, tale metodologia fornita chiarisce a produttori e distributori assicurativi l'approccio applicato dalla vigilanza nell'attività di supervisione dei prodotti e dei requisiti di *governance*³⁰.

Anche IVASS, con la Relazione annuale del 2021, ha evidenziato come, in relazione alla POG, vi siano ancora lacune nell'implementazione delle *Policy* e nell'efficienza dei relativi controlli che si riflettono nella costruzione e ingegnerizzazione dei prodotti³¹. *In primis* è emerso infatti che l'analisi dei profili di complessità dei prodotti e delle caratteristiche non è sufficiente a individuare il *target market* appropriato che viene definito, a volte, in maniera assai generica e superficiale, con conseguente non corretta applicazione anche delle disposizioni relative all'identificazione del *target market* negativo; di conseguenza un *product testing*, non impostato su criteri ben precisi e predefiniti, risulta inidoneo a dimostrare l'adeguatezza dei prodotti offerti al mercato di riferimento³².

²⁹ Si veda A. BUONFRATE, I. DE GRANDIS, *La metodologia EIOPA per determinare il Value for money nel mercato unit-linked*, 2023, su www.caeco.it; cfr. *Osservatorio di Cgpa Europe, Ecco le nuove sfide per gli intermediari assicurativi europei*, 2021 su www.anapaweb.it.

³⁰ Cfr. EIOPA, *Methodology to assess value for money in the unit-linked market*, 31 October 2022.

³¹ Cfr. IVASS, Relazione sull'attività svolta dall'Istituto nell'anno 2021, su www.ivass.it.

³² Le analisi del profilo di rischio/rendimento trascurano elementi essenziali del prodotto; il modello per testare il *value for money* del prodotto ha evidenziato limiti di efficacia.

L'approccio metodologico di EIOPA, suddiviso su tre livelli³³, si presta ad essere letto come un "work in progress" dal momento in cui ulteriori integrazioni e perfezionamenti saranno attuati man mano che le Autorità nazionali continueranno ad applicarlo concretamente nella pratica³⁴.

La pubblicazione dello *Statement* e del *Paper* metodologico da parte di EIOPA costituisce pertanto una tappa di fondamentale importanza nella determinazione del *value for money* dei prodotti di investimento assicurativi e non, dal momento che le medesime regole valgono per essere applicate anche ai processi POG dei prodotti assicurativi classici con i dovuti adattamenti. Alla luce di quanto sopra, si ritiene dunque auspicabile una implementazione da parte delle compagnie assicurative delle verifiche e dei sistemi di monitoraggio interni lungo tutta la catena di creazione del prodotto, «*al fine di assicurare una adeguata compliance preventiva con le determinazioni delle Autorità di vigilanza nazionali e non perdere eventuali vantaggi competitivi*»³⁵.

3. La declinazione pratica del value for money dalla fase di product design a quella di product monitoring: prospettiva generale e analisi nei processi POG dei prodotti IBIPs

In armonia con le indicazioni della vigilanza, si può considerare come il *value for money* si declina all'interno dei

³³ I livelli sono i seguenti: Livello 1: Valutazione a livello di mercato, attraverso la quale le Autorità di Vigilanza Nazionali identificheranno i prodotti che richiedono un maggiore controllo; Livello 2: Supervisione rafforzata, attraverso la quale le Autorità di Vigilanza Nazionali valutano diversi indicatori e determinano se i prodotti offrono valore o meno; Livello 3: POG Assessment, da utilizzare per quei prodotti per i quali la supervisione rafforzata effettuata nel livello precedente non ha evidenziato prodotti che offrono chiaramente un Value for money, o che ha identificato prodotti che possono offrire valore solo ad alcuni mercati target; cfr. A. BUONFRATE, I. DE GRANDIS, *op. cit.*

³⁴ Si vedano C. CIMARELLI, *op. cit.*; G. STRAMPELLI, *L'informazione societaria: profili evolutivi e problemi*, in Annunziata (a cura di), *Il testo unico della finanza (Un bilancio dopo quindici anni)*, Milano, 2015, 342 ss.

³⁵ Così A. BUONFRATE, I. DE GRANDIS, *op. cit.*

processi di governo e controllo del prodotto, partendo dalla prima fase di *product design* a quella di *product monitoring*.

La definizione principale è quella che deriva dall'art. 25, parte II, della IDD secondo il quale «[...] *L'impresa assicurativa comprende e riesamina regolarmente i prodotti assicurativi che offre o commercializza, tenendo conto di qualsiasi evento che possa incidere significativamente sui rischi potenziali per il mercato di riferimento individuato, onde almeno valutare se il prodotto rimanga coerente con le esigenze del mercato di riferimento e se la prevista strategia distributiva continui a essere adeguata*».

Tale disposizione dà un primo riferimento rispetto alle componenti che devono essere valutate nella considerazione globale del *value for money*, riferimento che, come sopra specificato, viene ad essere integrato dai Regolamenti delegati europei e dai Regolamenti IVASS, oltreché appunto dalla regolamentazione di *soft law* di EIOPA. Si tratta di provvedimenti che danno sicuramente un'evidenza importante sui costi applicati in quanto il *value for money* si valuta, come stabilisce chiaramente EIOPA, rispetto ai costi applicati che devono essere proporzionati ai connessi benefici per il cliente³⁶. In questo senso risulta assolutamente chiaro che il prodotto deve avere un giusto equilibrio di prezzo/benefici per il cliente³⁷.

Brevemente si ricorda che EIOPA stessa, nelle sue analisi di mercato, ha rilevato che dato che per alcuni prodotti i costi possono avere un impatto significativo sul rendimento effettivo del prodotto per il cliente, il prodotto stesso rischia, per effetto dei costi che vengono applicati, di non presentare alcun valore per il consumatore medesimo³⁸. Dei prodotti presenti sul mercato, alcuni rilevano un'elevata complessità, altri fenomeni di *missellig*, altri ancora un disallineamento del rendimento effettivo

³⁶Cfr. EIOPA, *Supervisory Statement On assessment of value for money of unit-linked insurance products under product oversight and governance*, 30 november 2021.

³⁷ Cfr. R. LO CONTE, *op. cit.*, 330 ss.

³⁸ Cfr. ASSINEWS, *EIOPA pubblica i risultati dello studio sulla modellizzazione del rischio di mercato e di credito nei modelli interni*, 2022, su www.assinews.it.

rispetto alle aspettative del cliente. Ed è proprio in tale vario contesto che è opportuno che ci si appresti a capire come trattare il *value for money* al fine di garantire un costante e completo adeguamento alle indicazioni di EIOPA, oltreché che alle indicazioni IVASS contenute nei Regolamenti in vigore e in quelli in consultazione (n. 3/2022 e n. 9/2022)³⁹ dalle quali emerge che la regola del *value for money* si considera trasversalmente in ogni momento del processo POG, in vista del mantenimento dell'ottica di *customer centricity*. È noto come IVASS, nel corso degli anni e di recente, ha proceduto ad effettuare varie interlocuzioni con il mercato e con diverse compagnie in esso operanti tramite momenti di raccolta di informazioni e di dialogo⁴⁰, dai quali è emerso che di estrema importanza, ai fini di una corretta attività di controllo e supervisione sull'operato delle compagnie medesima, è proprio l'attuazione di una completa attività di documentazione dei momenti di valutazione del *value for money* da mantenersi durante tutto l'arco del processo POG dell'impresa⁴¹.

Detto ciò, come il *value for money* si distribuisce operativamente all'interno dei processi POG e quali sono gli elementi da considerare nelle varie fasi affinché tale principio possa dirsi pienamente rispettato? L'attenzione sarà dunque posta sui tre momenti che caratterizzano il processo di controllo e governo dei prodotti (*product design*, *product testing* e *product monitoring*) cercando di rilevare e mettere in risalto quelli che sono gli elementi più importanti da considerare in queste tre fasi

³⁹ Si vedano i Documenti IVASS in consultazione nn. 3 e 9 recanti rispettivamente “Schema di Regolamento IVASS recante disposizioni in materia di contratti di assicurazione linked di cui all'articolo 41, commi 1 e 2 CAP” e “Avvio della pubblica consultazione recante modifiche e integrazioni ai Regolamenti IVASS nn. 24/2016, 38/2018, 40/2018 e 45/2020 per adeguamento alle disposizioni in materia di finanza sostenibile di cui ai Regolamenti (UE) 2019/2088 (SFDR) e 2020/852 (Tassonomia), nonché ai relativi Regolamenti delegati (UE) n. 2021/1256 e 2021/1257”.

⁴⁰ Si vedano le varie Lettere al mercato reperibili su www.ivass.it.

⁴¹ Si veda R. CESARI, *La tutela dei consumatori nel mercato assicurativo, Convegno presso la Commissione Parlamentare di inchiesta sulla Tutela dei Consumatori e degli Utenti*, 3 marzo 2022, su www.ivass.it.

anche rispetto alla “visuale” di mercato di cui è oggi possibile disporre⁴².

Partendo dalla fase di *product design*, gli elementi da considerare (derivanti appunto dalle linee guida che emergono non solo dalle normative e dalle linee guida EIOPA, ma anche dalla prassi applicativa) da una parte sono connessi principalmente ai potenziali benefici per i clienti che chiaramente derivano dalle caratteristiche e dalle componenti del prodotto, da valutare sia nella loro complessità sia soprattutto rispetto alle singole componenti che costituiscono il prodotto e quindi anche rispetto alle singole opzioni di investimento per gli IBIPs⁴³, dall'altra alla complessità del prodotto e quindi alla connessa granularità del *target market* di riferimento nel quale rileva chiaramente l'identificazione e la quantificazione dei costi e degli oneri nell'ambito del *pricing process*, all'interno del quale, il modello di *pricing* dei prodotti considera appunto il valore per il cliente del prodotto nel suo complesso e nelle sue singole componenti⁴⁴.

In tale fase risulta pertanto veramente fondamentale fare dei ragionamenti sulla complessità del prodotto perché chiaramente una maggiore complessità delle opzioni che vengono offerte (un esempio sono i prodotti *multi option*) comporta di conseguenza una capacità di scelta rilevante e crescente per il cliente e tutto questo vuol dire anche prevedere un elevato livello della consulenza che viene richiesta con conseguente aumento dei costi

⁴² Per un approfondimento sulle tre fasi si vedano E. PARRETTA, *Controllo interno e assicurazioni. L'attività di internal auditor nel sistema di governance delle imprese di assicurazione*, Milano, 2007, 376 ss.; S. MARZUCCHI, *La nuova disciplina della “Product oversight and governance” nel settore assicurativo*, in *Assicuraz.*, n. 4/2017, 411 ss.; P. MARANO, *La Product oversight and governance tra innovazione europea e divergenze parallele italiane*, cit., 173 ss.

⁴³ Per un prodotto multiramo ad esempio (prodotti derivanti dalla combinazione di rivalutabili di ramo I e unit linked di ramo III) rispetto alla componente di ramo I, alla componente di ramo III.

⁴⁴ Cfr. I. SABBATELLI, *Adeguatezza e regole di comportamento dopo il recepimento della direttiva IDD*, in *Riv. trim. dir. econ.*, n. 1/2018, 203 ss.; R. MORELLO, *Le nuove misure per l'innalzamento della qualità del servizio di distribuzione assicurativa*, in *Corr. Giur.*, n. 2/2018, 1477 ss.

della stessa: incrementa infatti il livello del tempo, delle competenze e della specializzazione che sono richiesti *in primis* alla rete distributiva che quindi deve essere effettivamente formata, sia la quantità di tempo e competenze che il cliente deve avere per poter assumere delle scelte consapevoli ed informate⁴⁵.

In questo senso la capacità di graduare secondo una scala e in maniera efficace il livello di complessità dei prodotti all'interno delle varie fasce di valutazione della conoscenza e dell'esperienza e delle altre caratteristiche del *target market* (come è previsto all'art. 16 del Regolamento 2017/2359/UE), risulta di fondamentale importanza in quanto aiuta a ridurre alcuni costi che incidono sulla vendita del prodotto stesso⁴⁶. Il *Regulatory Statement* dell'EIOPA per gli IBIPs stabilisce infatti che nella definizione del *target market*, i *manufacturers* devono valutare la complessità del prodotto e definire la granularità del *target market* in relazione alla complessità del prodotto *unit linked*⁴⁷. Determinare dunque in maniera chiara la complessità e il *target market* connesso risulta di fondamentale importanza ed in questo può essere utile eventualmente raccogliere anche ulteriori informazioni rispetto alla clientela e al *target market* di riferimento. Ad esempio, per prodotti particolarmente e maggiormente complessi è opportuno definire il *target market* in maniera più graduale: oltre alle classiche caratteristiche che tendenzialmente sono quasi sempre definite, potrebbe essere opportuno delimitare e raccogliere ulteriori informazioni quali ad esempio la classe di appartenenza del cliente, l'età dell'assicurato, i profili occupazionali, la situazione familiare⁴⁸.

⁴⁵ Si veda A. PANCALLO, *Le polizze linked e le esigenze di tutela degli investitori*, in *Contr. Impr. Eur.*, 2019, 2, 736 ss.

⁴⁶ Dato che accade spesso che alcuni prodotti non risultano vendibili a determinate fasce di clientela se troppo complessi. Sul punto EIOPA ha chiesto alle imprese assicurative di sviluppare una propria nozione di complessità con il suo *Statement*.

⁴⁷ Si vedano A. CASA', *Sulla natura giuridica della c.d. polizza unit linked*, in *Corr. Giur.*, 2021, 2, 220 ss.; G. VOLPE PUTZOLU, *Le polizze Unit Linked e Index Linked*, in *Assicuraz.*, 2000, I, 233 ss.

⁴⁸ Cfr. L. BRIZI, *Le nuove categorie normative in materia di prodotti assicurativi finanziari*, *Danno e Resp.*, 2019, 1, 24 ss.; A. SCIARRONE

Per tali prodotti importante è poi la corretta definizione della strategia distributiva in quanto proprio questa deve essere sufficientemente adeguata in termini di informazioni da parte dei consulenti, in termini di istruzioni ricevute dal distributore, in termini anche di processi di consulenza effettivamente prestati, al fine di ridurre i possibili rischi di danno per i clienti: è molto importante dunque che ci sia un presidio del produttore anche sulla complessiva distribuzione del prodotto⁴⁹.

Sempre nell'ottica della fase di *product design*, altri elementi da considerare nei processi POG si riferiscono ai costi; i costi e gli oneri devono essere correttamente attribuiti ai clienti, in quanto corrispondenti ai bisogni e agli obiettivi del *target market*. In questo senso è fondamentale procedere ad una identificazione e quantificazione corretta degli stessi, imputandoli con ragionevole proporzione (soprattutto se si tratta di costi indiretti) e trovare e ricercare anche le logiche di imputazione di quel costo poiché, ad esempio, per i costi caricati in percentuale, l'ammontare della quota imputata, potrebbe dipendere anche dalla dimensione della polizza e dalla sua *performance*⁵⁰. Dunque, per valutare il livello dei caricamenti, utile potrebbe essere stabile anche dei range di premi o di *performance* su cui si basano poi i costi e gli oneri. In relazione agli IBIPs, un'indagine effettuata da EIOPA nel suo *Cost and past performance Report del 2022* ha evidenziato che di fatto i prodotti con garanzie (sia ibridi che con una componente di partecipazione agli utili) risultano essere meno costosi dei prodotti *unit linked* che presentano un *reduction in yield* (e dunque una riduzione del rendimento annuo della performance) più elevata. Ciò è dettato dal fatto che, probabilmente (aspetto che si vede anche nella

ALIBRANDI, *Prodotti "misti" e norme a tutela del cliente*, in *Società, banche e crisi di impresa, Liber amicorum Pietro Abbadessa*, Torino, 2014, 2347 ss.

⁴⁹ Cfr. R. MORELLO, *op. cit.*, 1477 ss.; N. DE MAESSCHALCK, *The Insurance Distribution Directive: What Does It Change for Intermediaries and for Others?*, in *Insurance Regulation in the European Union. Solvency II and Beyond*, P. Marano, M. Siri (eds.), 2017, London, 59 ss.

⁵⁰ Si vedano S. AMOROSINO, *Mercati finanziari (vigilanza sui)*, in *Dizionario di diritto pubblico*, diretto da S. Cassese, IV, Milano, 2006, 3617 ss.; C. CIMARELLI, *op. cit.*; L. STRIANESE, *La poliedrica rilevanza fiscale del contratto di assicurazione*, in *Diritto e Pratica Tributaria*, 2018, 1, 194 ss.

prassi del mercato), l'esistenza di prodotti anche molto complessi, può determinare dei costi di distribuzione e amministrativi più elevati rispetto ad altri prodotti⁵¹.

Per i prodotti non IBIPs i soli costi da tenere in considerazione sono quelli gravanti sul premio, i costi per riscatto, i costi per l'erogazione della rendita, i costi per l'esercizio delle opzioni, i costi di intermediazione, ed altri molto più semplici e facilmente gestibili. Per i prodotti con una componente di investimento invece, in un'ottica di comparazione europea, emerge che Paesi come l'Italia o i Paesi del sud Europa presentano dei *reductions in yield* più contenuti rispetto ad altri Paesi europei dove il mercato risulta maggiormente competitivo⁵². I costi infatti sono più contenuti così come rileva anche l'analisi di IVASS sul trend di offerta dei prodotti assicurativi, in particolare quella dell'ultimo semestre del 2021. I costi amministrativi, i costi di gestione degli investimenti, i costi di distribuzione sono quelli che incidono maggiormente quindi è auspicabile che tramite l'introduzione di nuovi strumenti ci si impegni per trovare ancora qualche leva che sia adatta a ridurre maggiormente alcuni dei costi che vengono applicati⁵³.

Quanto agli aspetti riguardanti la fase del *product testing*, come può essere "testata" la regola del *value for money* in tale fase? Si tenterà qui di dare qualche esempio delle modalità che generalmente vengono utilizzate nel mercato assicurativo per quanto queste (alcune delle quali meramente semplificative) non possono considerarsi dei punti di arrivo ma più propriamente dei punti di partenza di un'evoluzione degli aspetti basilari che la stessa EIOPA per gli IBIPs richiama nei suoi strumenti di *soft law*⁵⁴.

⁵¹ Cfr. EIOPA, *Cost and past performance Report del 2022*, 5 april 2022.

⁵² Sul punto S. LANDINI, *Contratto di assicurazione - Sulla validità/invalidità delle polizze linked*, in *Giur. it.*, 2019, 5, 1020 ss.

⁵³ Cfr. IVASS, *Report Analisi Trend Offerta Prodotti Assicurativi - Secondo semestre 2021*, su www.ivass.it.

⁵⁴ Il test è disciplinato sia a livello europeo (art. 6 del Regolamento n. 2017/2358/UE) sia a livello nazionale (art. 8 del Regolamento IVASS n. 45/2020).

È indubbio che in tale fase il test deve essere condotto rispetto al *target market*: è la stessa Autorità di vigilanza europea ad indicare che questo dovrebbe essere condotto per ogni prodotto disegnato rispetto al proprio portafoglio cliente (età degli assicurati, *duration* media del portafoglio, di tempi medi di uscite per riscatto, di *asset allocation*); non è quindi possibile effettuare un test rispetto ad un prodotto per un *target market* meramente generico ma è opportuno considerare quale sarà l'effettivo *target market* al quale poi quel prodotto sarà distribuito⁵⁵. In questo il test deve essere di natura qualitativa e quantitativa ed essere attuato durante tutto il ciclo di vita del prodotto: ad esempio in relazione alle analisi di scenario, potrebbe essere opportuno provare a considerare lo scenario per il quale il prodotto viene portato a scadenza, piuttosto che casi, per gli IBIPs, in cui il cliente si trovi nella condizione di dover riscattare prima del *recommended holding period* (periodo di mantenimento degli investimenti in portafoglio)⁵⁶. Dunque, anche nella fase di *testing*, ripetendo le parole utilizzate dall'Autorità di vigilanza, è importante per gli operatori “*indossare gli occhiali del consumatore*”⁵⁷.

I test da considerare e che sono di recente attuati nella prassi, sono vari. Un primo modello da ricordare è quello che è possibile definire del “valore rispetto al *target market*”. Tale test di basa sul presupposto di una presenza di *pool* sul mercato in relazione ai quali è opportuno avere una misura sintetica del valore intrinseco del prodotto rispetto al mercato di riferimento: in tal caso è possibile utilizzare anche una serie di dati che derivano dall'insieme della documentazione contrattuale, dal DIP, dal KIP,

⁵⁵ Si vedano M. HAZAN, *L'assicurazione “responsabile” o la responsabilità dell'assicuratore: quali prospettive dopo IDD?*, in *Danno e responsabilità*, n. 5/2017, 637 ss.; S. LANDINI, *Distribuzione assicurativa da IDD al decreto attuativo passando per EIOPA e IVASS*, in *Diritto del mercato assicurativo e finanziario*, 2018, 183 ss.

⁵⁶ Cfr. M. DE MARI, *Product governance e product intervention nella MiFID 2: dalle regole di comportamento al controllo sui prodotti finanziari?*, in *Riv. dir. impr.*, n. 3/2015, 671 ss.

⁵⁷ Così S. DE POLIS, *La Product Oversight Governance dei prodotti assicurativi Profili giuridici e operativi*, *Convegno di Studi, Sapienza Università di Roma*, 20 febbraio 2020.

e su tali dati (estrapolati dalle preferenze del mercato) vengono effettuate delle valutazioni rispetto al prodotto dell'impresa e rispetto anche, in un'ottica di raffronto con il contesto competitivo, a prodotti simili che i competitors hanno emesso sul mercato medesimo⁵⁸.

Nell'attività di definizione del valore del prodotto rispetto al *target market*, è prassi identificare dei *driver* definitivi: in termini di liquidità, di possibilità di riscatto del prodotto, in termini di protezione a rischio, in termini di protezione biometrica del rischio (come accade per la maggiorazione del capitale che può avvenire nel caso in cui si verifichi un certo evento), in termini di convenienza del *pricing*, in termini di semplicità (che può essere misurata nell'ottica di presenza o assenza del *comprehension alert* (allerta di comprensione) per gli IBIPs), in termini di flessibilità del prodotto per il cliente e/o in termini di *performance*⁵⁹. Sono tutti indicatori di fatto che si ritrovano, come già affermato, nell'informativa precontrattuale (declinata nelle varie forme documentali a secondo che si tratti di prodotti vita, danni o IBIPs) e che possono consentire, se adeguatamente pesati e ordinati per importanza per un determinato *target market*, di comprendere appieno il tipo di valore che può avere quel prodotto in sé e rispetto al mercato⁶⁰.

Altro e non meno importante esempio di test è quello connesso alle modalità con le quali la *performance* di un prodotto si distribuisce a favore dell'assicurato e a favore della compagnia o dell'intermediario e quindi, per gli IBIPs, per la quota connessa al *reduction in yield*⁶¹. Anche in questo caso, in base ai vari scenari che si presentano nel concreto, bisogna procedere con

⁵⁸ Cfr. P. MARANO, *Customer protection and product oversight and governance of insurance products in the UE*, in *Reforms and New Challenges in Insurance Law*, Belgrado, 2016, 260 ss.

⁵⁹ Cfr. F. PEZZATTI, *Polizze multiramo e unit linked, l'altolà dell'Ivass: niente veli sui costi*, 3 novembre 2020, su www.ilsole24ore.com.

⁶⁰ Si vedano G. BUGLI, M. HAZAN, *op. cit.*; S. LANDINI, *L'informativa precontrattuale nei contratti di assicurazione dei rami danni*, in academia.edu, 2009, 99 ss.; A. AMODIO, *La Direttiva (UE) 2016/97 e il regime informativo a tutela del consumatore*, in www.contabilità-pubblica.it, 2018, 63 ss.

⁶¹ Cfr. IVASS, *Report Analisi Trend Offerta Prodotti Assicurativi - Secondo semestre 2021*, su www.ivass.it.

l'analizzare come il valore si distribuisce tra assicurato-compagnia/intermediario: è importante riuscire a fare un confronto con il mercato e considerare il prodotto complessivamente e anche rispetto alle sue singole componenti in quanto si potrà, rispetto a diverse opzioni, avere risultati significativamente diversi⁶².

Rileva poi ampiamente, tra le modalità di test, la considerazione del *value for money* in un'ottica più qualitativa (a fronte di risultati quantitativi, è utile poter unire anche delle valutazioni qualitative rispetto al *value for money* del prodotto), in termini "effettivi" di compatibilità con il *target market*, in una logica di comprensione della trasparenza e della chiara rappresentazione dei costi⁶³. Complessivamente il *value for money* può essere considerato anche rispetto alla trasparenza e alla semplicità del set informativo che quindi deve descrivere correttamente il prodotto e di conseguenza il potenziale valore che potrebbe avere per il cliente.

Infine, ulteriore elemento da considerare è la preferenza di sostenibilità espressa dal cliente che rappresenterà sempre di più un valore aggiunto per il cliente che stipula polizze assicurative e in questo l'EIOPA nei suoi provvedimenti e dal punto di vista nazionale l'IVASS nel Regolamento n. 9/2022 in consultazione, tracciano un po' la strada per raggiungere una standardizzazione nei comportamenti degli operatori del mercato assicurativo in questa direzione⁶⁴.

Dopo le due fasi di *design* e di *testing*, la terza fase caratterizzante la *Product Oversight and Governance* consiste nel monitoraggio e revisione del prodotto sui prodotti già immessi nel

⁶² Cfr. A. NIGRO, *L'integrazione fra l'attività bancaria e l'attività assicurativa: profili giuridici*, in *Dir. banc. fin.*, 1997, 184 ss.; P. CASTELLI, *I rapporti tra banche e assicurazioni*, in *Assicuraz.*, 1996, 431 ss.

⁶³ Cfr. A. M. MANCINI, *La tutela del risparmiatore nel mercato finanziario tra culpa in contrahendo e vizi del consenso*, in *Rass. dir. civ.*, 2007, 51 ss.; V. SIGNORELLI, *Violazione delle regole di comportamento dell'intermediario finanziario e risoluzione per inadempimento*, in *Società*, 2009, 55 ss.; R. LO CONTE, *op. cit.*, 100 ss.

⁶⁴ Si veda EIOPA, *Guidance on the integration of sustainability preferences in the suitability assessment under the Insurance Distribution Directive (IDD)*, 20 July 2022.

mercato (ancora in portafoglio), disciplinata dall'art. 9 del Regolamento IVASS n. 45/2020. Questa attività, che può avvenire anche tramite *review* periodiche, è diretta a valutare la coerenza nel continuo delle esigenze, caratteristiche e obiettivi del mercato di riferimento individuato in un'ottica di rapporto qualità prezzo, i costi e gli oneri e ad accertare se i prodotti siano distribuiti nel mercato di riferimento o se invece arrivino a clienti/consumatori che si trovano all'esterno dello stesso⁶⁵. L'ultima parte della fase del monitoraggio sul prodotto si collega all'ultimo aspetto dei presidi POG riguardante la gestione della rete distributiva.

Il *product monitoring* nelle sue due componenti del monitoraggio nel continuo e di *review* periodiche maggiormente strutturate, rappresenta una serie di momenti diversificati rispetto ai quali l'impresa può definire delle azioni di rimedio da attivare per rivedere i costi e gli oneri, per migliorare le prestazioni e i servizi forniti sempre in un'ottica di maggior valore per il cliente. Questi due momenti costituiscono dunque sottofasi fondamentali di presidio al valore e ai benefici che quel prodotto dà al cliente/consumatore⁶⁶. Il monitoraggio nel continuo si serve di indicatori (indicatori sui reclami, sui riscatti, sui recessi, su episodi di *missellig*) oltreché delle segnalazioni della rete che, nell'ambito dei flussi informativi della POG, risultano sempre più essenziali. Tra gli indicatori acquistano nella prassi un ruolo importante gli *alert* definiti rispetto alle *performance* dei sottostanti per i prodotti di investimento assicurativo: per questi prodotti, se il fondo sottostante supera una determinata soglia di allerta, è possibile procedere alla sua rivalutazione, cogliendo anche l'opportunità di inserire all'interno del prodotto un fondo che presenti delle performance più alte o, a parità di potenzialità

⁶⁵ Si vedano C.G. CORVESE, *op. cit.*, 171 ss.; A. ANTONUCCI, *Le regole del mercato finanziario: la tutela del risparmiatore tra passato, presente e futuro*, in *Ianus*, n. 19/2019, 37 ss.

⁶⁶ Cfr. V. SANASI D'ARPE, *Riflessioni sul governo e controllo del prodotto nel mercato assicurativo*, in *Diritto dei mercati finanziari e assicurativi*, 2018, 59 ss.

di *performance*, dei costi più bassi⁶⁷. Si tratta pertanto di un set di indicatori che aiutano a monitorare il mantenimento del *value for money* e quindi il rapporto qualità prezzo del prodotto per tutto l'arco di vita dello stesso⁶⁸.

Si è cercato dunque di recuperare tutti gli aspetti e gli elementi più importanti della disciplina sul *value for money* derivanti dalla normativa di rango primario ma anche e soprattutto dalle disposizioni secondarie delle Autorità di vigilanza sul punto, evidenziandone gli aspetti applicativi nel contesto dei processi POG, sia per i prodotti base sia e soprattutto per gli IBIPs che, come è noto, risultano essere da un punto di vista giuridico e finanziario quelli più “problematici” a livello di costi. Nonostante i recenti progressi sul punto, a parere dell'autore, la strada da percorrere per giungere ad un corretto e giusto equilibrio nel rapporto costi/benefici in un'ottica di tutela del singolo cliente/consumatore nonché del mercato assicurativo nel suo complesso, è ancora lunga, soprattutto sotto un punto di vista operativo più che normativo e di indirizzo, in particolare per i prodotti *unit linked* e multiramo che di recente stanno mostrando in alcuni mercati, incluso quello italiano, profili di criticità legati alla complessità e agli elevati costi che li contraddistinguono (come emerge da alcuni studi condotti da IVASS nel 2020).

⁶⁷ Si veda G. ALPA, *I prodotti assicurativi finanziari, ne Il nuovo codice delle assicurazioni*, a cura di Ambrosino e Desiderio, Milano, 2006, 93 ss.; cfr. Cass. 18 aprile 2012, n. 6061 in De Jure.

⁶⁸ Sicuramente nel monitoraggio nel continuo, tra gli indicatori, devono essere considerate poi come estremamente rilevanti le eventuali azioni e indicazioni che possono derivare dai regulators, dalle Autorità di Vigilanza o anche da modifiche normative. Nella prassi ci sono periodicamente dei momenti anche più strutturati per valutare in questa fase il *value for money*: ad esempio replicando i test descritti in precedenza, rifacendo delle valutazioni sulla coerenza con il target market e effettuando anche dei controlli regolari sull'adeguatezza dei meccanismi di distribuzione del prodotto, andando a rivedere il livello dei costi e le performance che un determinato prodotto ha conseguito rispetto a un cluster di clientela e al periodo di sottoscrizione. Si tratta dunque di momenti privilegiati che permettono di capire se il *value for money* è stato mantenuto e viene mantenuto per tutto il ciclo di vita del prodotto; cfr. R. MCKINSEY, *Global Insurance Report 2022: trend e sfide del settore assicurativo*, 2022, su www.insurzine.com.

In relazione ai meccanismi di vigilanza si prevedono ancora passi in avanti da parte delle *competent Authorities* e dunque non mancheranno certamente altre normative secondarie che detteranno un disciplina sempre più puntuale in materia avente ad oggetto nuovi elementi (come ad esempio i già citati fattori legati alle preferenze di sostenibilità dei consumatori) che saranno attenzionati dalle Autorità medesime in una prospettiva di verifica della corretta gestione del *value for money risk* nell'ambito del processo POG.

Ne è un esempio il documento di consultazione n. 3/2022, prima citato, inerente lo “*Schema di regolamento in materia di contratti di assicurazione di cui all’articolo 41, commi 1 e 2 del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209 – recante il Codice delle assicurazioni private – e successive modificazioni e integrazioni*”, con il quale l’IVASS intende dettare la nuova disciplina dei contratti *linked*, in coerenza con la novità normative intervenute in ambito europeo in ottica di *value for money*. Importanti a riguardo sono l’art. 5 di tale schema che assegna rilevanza alla copertura del rischio demografico quale componente propria dei prodotti assicurativi di ramo III e l’art. 33 che pone attenzione alla disciplina dei costi gravanti sul patrimonio dei fondi interni e delle commissioni applicate dalle imprese di assicurazione⁶⁹. Con l’art. 5, l’IVASS intende richiedere alle imprese di assicurazione di dotarsi di un processo interno strutturato in maniera sufficiente, composto di tutte le funzioni fondamentali⁷⁰ che, secondo le rispettive competenze, siano in grado di assicurare la congruità delle coperture del rischio demografico alle caratteristiche del prodotto e del *target market* di riferimento identificate nell’ambito dell’intero processo POG⁷¹. Mentre, secondo l’art. 33, in relazione alle commissioni

⁶⁹ Sul punto A. TORRISI, *Le polizze unit linked e il rischio demografico*, in *Contratti*, 2020, 2, 195 ss.; G. MARTINA, *Fondi pensione chiusi e gestione dei rischi*, Milano, 2008, 24 ss.; P. CORRIAS, *In tema di prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione e di trasparenza nel settore assicurativo alla luce dei regolamenti di attuazione dell’ISVAP*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, II, 997 ss.

⁷⁰ Ossia funzione attuariale, di gestione del rischio e di *compliance*.

⁷¹ In tale contesto, alla funzione *compliance* spetterebbe il compito di accertare l’avvenuto assolvimento di tale processo; cfr. M.S. SPOLIDORO, *La*

di gestione delle polizze collegate direttamente a quote OICVM di fondi interni: “...è consentita l'applicazione di una commissione di gestione solo se l'impresa presta un effettivo servizio di gestione basato su una strategia di investimento, coerente con predefiniti obiettivi di rischio rendimento individuati nelle condizioni di assicurazione; [...] La commissione di gestione è prelevata mediante riduzione del numero delle quote relative a ciascun contratto. Nel caso di investimento in OICR collegati, la commissione può essere applicata a condizione che dalla stessa sia dedotta la remunerazione complessiva che il gestore dei fondi collegati percepisce. Le eventuali somme retrocesse all'impresa dalla S.G.R. sono riconosciute ai contraenti, assicurati o aventi diritto a prestazioni assicurative»⁷².

4. Considerazioni conclusive e sviluppi futuri del value for money: le aspettative dell'IVASS per l'implementazione dei processi POG a beneficio degli assicurati

A conclusione di quanto trattato emerge che, usando anche le parole dell'Autorità di vigilanza italiana, «l'approccio alla tutela dei sottoscrittori di polizze basato su regole di azione che avrebbero dovuto essere in grado di informare adeguatamente il cliente e quindi renderlo avveduto nella scelta, è risultato inefficace»⁷³.

Per tale motivo la nuova *Insurance Distribution Directive*, con l'introduzione della POG, ha inteso procedere in maniera opposta, affidando cioè direttamente agli operatori del mercato il compito di vendere prodotti assicurativi che siano in grado di

funzione di compliance nel governo societario, in AA.VV., *La corporate compliance: una nuova frontiera per il diritto?*, a cura di G. Rossi, Milano, 2017, 196 ss.

⁷² Si veda IVASS, *Schema di regolamento in materia di contratti di assicurazione di cui all'articolo 41, commi 1 e 2 del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209 – recante il Codice delle assicurazioni private – e successive modificazioni e integrazioni, in consultazione.*

⁷³ Così S. DE POLIS, *op. cit.*

offrire un'utilità effettiva ad uno specifico *target market* di consumatori e richiedendo alle compagnie, tra altri, di considerare il *value for money* per il cliente, cioè la relazione tra il prezzo del prodotto e la qualità offerta in termini di performance finanziaria, garanzie, coperture e servizi correlati⁷⁴.

Il Regolamento 2017/2358/UE prevede la possibile commercializzazione dei soli prodotti assicurativi compatibili con le esigenze, le caratteristiche e gli obiettivi dei clienti che appartengono al mercato di riferimento; compatibilità che deve essere misurata attraverso appositi test. Il Considerando 8 del medesimo Regolamento, poi, seppur con riferimento ai prodotti di investimento assicurativo, specifica che tali analisi dovrebbero includere anche valutazioni della performance del prodotto e del profilo di rischio/rendimento. Come visto nel precedente paragrafo, le compagnie si stanno attivando per definire al meglio e predisporre test per la misurazione del *value for money* dei prodotti e proprio su tali condotte, l'IVASS continua a svolgere un'intensa attività di verifiche sull'attuazione della disciplina POG da parte delle imprese medesime⁷⁵.

Sono emersi dei punti da attenzionare e sui quali l'IVASS intende sviluppare nuove linee di intervento in ottica di trasparenza del dialogo con i soggetti vigilati e sempre nel pieno rispetto dei lavori di EIOPA.

Infatti, in linea con la recente Metodologia EIOPA per la valutazione del *value for money*, l'IVASS ritiene che nello svolgimento dell'attività di *testing* del prodotto «*rivesta un ruolo centrale l'attuazione di un profit test lato cliente*»⁷⁶, nuovo metodo di valutazione basato sulla redditività del prodotto anche

⁷⁴ La IDD (pur non entrando nella determinazione dei premi e delle commissioni di acquisto del prodotto) introduce un profilo di utilità del prodotto per il cliente declinando esplicitamente, attraverso il *value for money*, i concetti di diligenza e correttezza anche nel rapporto tra qualità/utilità e prezzo del prodotto assicurativo.

⁷⁵ Si vedano Cfr. F. ANNUNZIATA, A. ANELLI, *Sub art. 119, in Il codice delle assicurazioni private*, diretto da F. Capriglione, II, 1, Padova, 2007, 126 ss.; R. LO CONTE, *op. cit.*, 324 ss.

⁷⁶ Così E. BELLIZZI, *Il Principio del value for money dalle indicazioni dell'EIOPA all'ordinamento interno*, *Convegno di Studi, Sapienza Università di Roma*, 23 febbraio 2023, su www.ivass.it.

per il cliente e non solo per il soggetto assicuratore, che tiene conto dei costi e dei benefici del prodotto a lungo termine per il cliente, al fine di constatare se il valore del prodotto stesso è equo, ragionevole e adeguato per il *target market* di riferimento⁷⁷.

A parere di chi scrive, è corretto pensare che l'introduzione di un innovativo "*profit test* lato cliente" nella fase più generale di *testing* del prodotto, che deve ovviamente basarsi su dati coerenti con quelli presi in considerazione nel *profit test* lato impresa⁷⁸, può aiutare a garantire che il prodotto offra un valore reale e duraturo ai clienti/consumatori, contribuendo a ridurre il rischio di reclami da parte degli stessi. I prodotti assicurativi possono essere così progettati in maniera più puntuale e in linea con le esigenze dei clienti, offrendo a questi e all'assicuratore un valore migliore. In caso contrario, sarebbe opportuno non commercializzare un eventuale prodotto caratterizzato da un valore minimo o nullo per il cliente⁷⁹.

Secondo IVASS, il *profit test* lato cliente consentirebbe di capire in quale arco temporale ragionevole i costi sostenuti saranno recuperati dal cliente, tenendo conto delle caratteristiche e delle aspettative del *target market* e in tal senso, il *break even point*, inteso come un punto "di pareggio", «*dovrebbe inoltre essere valutato tenendo conto della permanenza attesa dei clienti*

⁷⁷ È stato dichiarato da E. BELLIZZI che "*Le compagnie di assicurazione vita da tempo effettuano il profit test del prodotto prima di lanciarlo sul mercato; lo fanno lato impresa, per valutarne cioè la redditività e la sostenibilità per l'impresa; proiettano i flussi in entrata e in uscita attesi da quel prodotto per stimare margini finanziari, da un lato, e costi e assorbimenti di capitale, dall'altro*".

⁷⁸ I dati dovrebbero scaturire dagli scenari ritenuti dall'impresa più probabili in termini di andamenti dei mercati e del portafoglio di contratti derivanti dal prodotto.

⁷⁹ Cfr. M. BESSONE, *Gli standards dei contratti d'impresa e l'analisi economica del diritto*, in *Giur. merito*, 1984, pp. 982 ss.; C. MARINELLI, *La tutela civile dei soggetti deboli*, in *Giust. civ.*, 1994, II, 159 ss.; G. CHINÈ, Art. 3, in Cuffaro (a cura di), *Codice del consumo*, IV ed., Milano, 2015, 15 ss.; M. INTRAVAIA, *Il restiling della nozione di consumatore*, in *Nuova giur. comm.*, 2016, I, 385 ss.

nel contratto in base alle statistiche del segmento di portafoglio»⁸⁰.

In un contesto normativo volto sempre più alla tutela del contraente debole, l'introduzione di un *profit test* lato cliente tra i nuovi strumenti di analisi quantitativa nella misurazione del *value for money*, potrebbe essere visto come un ulteriore e importantissimo traguardo nel settore della distribuzione assicurativa che contribuisce al rafforzamento della disciplina POG rendendola sempre più funzionale alla tutela degli interessi del singolo e dell'intero mercato.

È stata proprio l'IVASS a definire questo nuovo strumento «*un significativo cambio di prospettiva, con impatti sulle attività di analisi richieste per il processo di approvazione del prodotto»⁸¹.*

Si attende e si auspica dunque un intervento regolamentare dell'Autorità sul punto, la quale, a seguito dei nuovi poteri di *product intervention* che le sono stati affidati con la disciplina di nuovo conio, ha il compito di continuare a "rivedere" i metodi di vigilanza e rafforzare i presidi di controllo già attuati, al fine di far emergere le criticità della rete distributiva e di consentirne la tempestiva correzione⁸². Tutti i nuovi presidi imposti dalla IDD tracciano la nuova strada intrapresa dal legislatore europeo e integrata dal regolatore nazionale: «*non più solo informazione trasparente e corretta ma tutela sostanziale, tramite la sottoposizione dei prodotti assicurativi offerti ad un "giudizio di*

⁸⁰ "Se, ad esempio, le valutazioni del profit test lato cliente evidenziano che il *break even point* si realizza, in termini attesi, ad un certo anno e i dati dell'esperienza di portafoglio, invece, indicano una permanenza media nel contratto inferiore, ciò implicherebbe che la maggior parte dei clienti non recupererebbe nemmeno i premi pagati al momento del probabile riscatto. Questo è solo uno dei possibili indicatori che possono derivare da un profit test lato cliente", si veda in tal senso E. BELLIZZI, *op. cit.*

⁸¹ Così ancora E. BELLIZZI, *op. cit.*

⁸² Si veda R. LO CONTE, *op. cit.*, 320 ss.; cfr. A. PERRONE, *Oltre la trasparenza. Product governance e product intervention e le "nuove" regole di comportamento*, in Ginevra (cur.), *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, Torino, 2019, 75 ss.; K. TOMIC, *Product intervention of supervisory authorities in financial services*, in P. MARANO, S. GRIMA (edited by), *Governance and regulation: contemporary issues*, Bingley, Emerald publishing, 2018, 239 ss.

*valore”, in termini di utilità ed efficacia per il sottoscrittore»⁸³. Il che si traduce principalmente nella necessità che il prodotto resti nel tempo coerente con le aspettative (anche di rendimento per gli IBIPs) del cliente. E la regola del *value for money*, così come prospettata, tra le altre, gioca qui un ruolo cruciale.*

⁸³ Così R. LO CONTE, *op. cit.*, 327; cfr. D. SICLARI, *Bancassurance e contrattualistica di settore*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *I contratti dei risparmiatori*, Milano, 2013, 434 ss.

Tra AGCM e ABF il Collegio Coordinamento sceglie il non liquet.

SOMMARIO: 1. Il caso. – 2. Ancora su ruolo e natura dell'arbitro bancario finanziario: non è né un giudice né un arbitro ma, in una certa misura, deve comportarsi come se fosse tale. – 3. L'efficacia del provvedimento sanzionatorio dell'Autorità Garante nelle materie diverse dagli illeciti *anti-trust*. – 4. La conclusione del Collegio: la "pregiudizialità" del procedimento di impugnazione del provvedimento AGCM rispetto al ricorso *follow-on* proposto dal cliente. Rilievi critici.

1. Il caso.

Nella decisione in commento il Collegio di Coordinamento dell'Arbitro Bancario Finanziario torna sul tema della risarcibilità davanti all'ABF del danno per violazione del dovere di informazioni in itinere in caso di vendita a un consumatore di buoni fruttiferi postali. Il Ricorrente – appunto, consumatore – lamentava, in particolare, di avere acquistato sei buoni ma che, quando aveva presentato per l'incasso i titoli, l'intermediario ne aveva rifiutato il rimborso, eccependo la prescrizione. Insoddisfatto dell'interlocuzione avuta in sede di reclamo, aveva quindi proposto ricorso dinanzi al collegio ABF territorialmente competente chiedendo il rimborso dei titoli in via di adempimento contrattuale – ossia, sul presupposto che la prescrizione non sarebbe decorsa – e, in subordine (secondo l'interpretazione del Collegio territoriale), a titolo di risarcimento danni, per il caso che la prescrizione fosse invece decorsa.

Specificava, al riguardo, di lamentare, oltre alla carenza di informazione originaria circa la scadenza e i termini di prescrizione dei buoni, anche la carenza di informazioni durante la fase esecutiva del rapporto, dal momento che l'intermediario non lo aveva mai informato circa l'imminente spirare del termine di prescrizione, nonostante fosse in possesso dei suoi dati anagrafici.

Il Collegio adito qualificava, pertanto, la domanda come diretta a invocare (anche) una responsabilità dell'intermediario

per violazione del dovere di informativa, in prossimità della scadenza, del termine di prescrizione, e rimetteva la controversia al Collegio di Coordinamento. Rilevava, per un verso, l'esistenza di un orientamento consolidato dei collegi territoriali (a partire dalla decisione del Collegio di Coordinamento n. 4656 del 21 giugno 2022, in linea di continuità con le precedenti pronunce n. 5674/2013 e 72/2014), secondo cui il vizio nell'informativa andava collocato, temporalmente, al momento della fase genetica del rapporto; sicché esulavano dalla cognizione dell'Arbitro Bancario Finanziario (c.d. *competenza ratione temporis*) tutte quelle controversie in cui, come in quella in esame, il titolo o i titoli fossero stati acquistati anteriormente al 1° gennaio 2009¹. Secondo il Collegio remittente, tuttavia, nella stessa, sopraccitata pronuncia lo stesso Collegio di Coordinamento aveva – in una certa misura – lasciato margini di interpretazione per il caso in cui, come nella fattispecie (e diversamente dal caso esaminato da Collegio Coordinamento n. 4656/2022), il ricorrente avesse lamentato anche “*un comportamento scorretto in executivis*”. Aggiungeva, a tal fine, il fatto sopravvenuto – rispetto al *decisum* del Collegio di Coordinamento – costituito dal provvedimento emesso da AGCM nell'adunanza del 18 ottobre 2022 (PS 11287) e, soprattutto, i principi in esso affermati sul piano generale.

In tale provvedimento l'Autorità Garante aveva, innanzitutto (par. 44, pag. 16), ritenuto applicabile alla collocazione dei Buoni Fruttiferi Postali il codice di consumo, anche in relazione a quanto statuito da Cass. Sez. Un. 11 febbraio 2019, n. 3963. Nel merito aveva concluso che la negligenza dell'intermediario – fonte dell'ipotetico obbligo risarcitorio – dovesse essere valutata non solo con riguardo al momento genetico del rapporto (*scil*: per non

¹ Ai sensi delle Disposizioni sull'Arbitro Bancario Finanziario (Sez. I par. 4), nel testo *ratione temporis* applicabile (ricorsi proposti fino al 30 settembre 2022) «*Non possono essere sottoposte all'ABF controversie relative a operazioni o comportamenti anteriori al 1° gennaio 2009*». Per i ricorsi proposti successivamente al 1° ottobre 2022 (giusta Atto di Emanazione delle Disposizioni ABF, V e VI paragrafo), invece, il novellato testo di cui alla Sezione I, Paragrafo 4, delle Disposizioni ABF prevede che «*non possono essere sottoposte all'ABF controversie relative a operazioni o comportamenti anteriori al sesto anno precedente alla data di proposizione del ricorso*».

avere fornito, nella fase di stipula, informazioni adeguate al cliente consumatore), ma anche con riferimento alla sua fase esecutiva; ossia, per non avere informato il cliente consumatore dell'imminente scadenza del termine di prescrizione dei buoni. Conseguentemente, AGCM aveva sanzionato (al par. «Sulla pratica B», pag. 26) l'Intermediario in ragione «del profilo di negligenza (...) nella fase successiva alla sottoscrizione dei BFP, avendo essa ommesso di adottare azioni volte a comunicare preventivamente, ai sottoscrittori di BFP in prossimità della scadenza del termine di prescrizione, lo spirare di tale termine, nonostante fosse consapevole della numerosità di Buoni che ogni anno cadono in prescrizione»².

Il Collegio di Coordinamento, dopo un'attenta analisi della disciplina inerente i rapporti tra provvedimenti delle Autorità Garanti e giudizi (nella specie: procedimenti ADR) risarcitori, ha ritenuto di non affrontare *ex professo* e in autonomia il problema della responsabilità dell'intermediario per violazione dei doveri di informativa *in executivis*, ma ha concluso per la inammissibilità "allo stato" della domanda risarcitoria, nelle more che venga definito il procedimento di impugnazione del provvedimento dell'Autorità, salva la possibilità per il consumatore di riproporre la domanda, in caso di conferma del provvedimento in sede di giurisdizione amministrativa.

² Nel provvedimento AGCM si legge, anche, testualmente (pagg. 23 ss. «ii. Pratica sub B» – parr. 64 ss.) che l'intermediario avrebbe «totalmente ommesso l'adozione di iniziative finalizzate ad informare i risparmiatori dell'imminente scadenza del periodo di prescrizione per il riscatto dei buoni in loro possesso (...) La mancata assunzione di simili iniziative ha impedito ai titolari di Buoni prossimi alla scadenza del termine di prescrizione, ignari della stessa scadenza e delle conseguenze derivanti dallo spirare di tale termine, di attivarsi tempestivamente per la riscossione dei Buoni, in modo da non perdere le somme investite e gli interessi maturati. Quantomeno per i clienti censiti dal 2009 (OMISSIS) il professionista aveva la possibilità di realizzare comunicazioni individuali dopo la scadenza del Buono o in prossimità della relativa prescrizione. Per i clienti non censiti» l'intermediario si sarebbe potuto «adoperare con iniziative più incisive (...) Occorre al riguardo evidenziare la rilevanza del numero di Buoni caduti in prescrizione (essendo pari a [500.000-1.500.000] dal 2018 al 24 marzo 2022)».

2. Ancora su ruolo e natura dell'arbitro bancario finanziario: non è né un giudice né un arbitro ma, in una certa misura, deve comportarsi come se fosse tale.

Numerose sono le questioni affrontate nella decisione annotata. Per ragioni di spazio, in questo contributo, ci si limiterà al *main theme* della pronuncia, ossia sui rapporti tra procedimento sanzionatorio AGCM, in materia non regolata dal d.lgs. 3/2017, e procedimento dinanzi all'arbitro bancario finanziario, tralasciano le ulteriori questioni affrontate, ognuna delle quali potrebbe costituire oggetto di un autonomo studio. Prima di entrare, però, nel vivo della trattazione, appare utile una premessa di ordine sistematico.

La natura dell'arbitro bancario finanziario è da sempre oggetto di un vivace dibattito dottrinale³ e gli inquadramenti

³ V., senza pretese di completezza, AA.VV., *ABF e supervisione bancaria* (a cura di Capriglione – Pellegrini), Padova, 2011; F. AULETTA, *Arbitro Bancario Finanziario e "sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie"*, in *Società*, 2011, 83 ss.; E. BRUSCHETTA, *Le controversie bancarie e finanziarie*, in *Contratti*, 2010, 422 ss.; I. A. CAGGIANO, *L'arbitro bancario finanziario, esempio virtuoso di degiurisdizionalizzazione*, in *Nuova giur. comm.*, 2015, 439 ss.; E. CAPOBIANCO, *Mediazione obbligatoria e Arbitro Bancario Finanziario*, in *Judicium.it*; F. CAPRIGLIONE, *La giustizia nei rapporti bancari e finanziari. La prospettiva dell'Adr*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, I, 261 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Cicero pro domo sua* (in replica allo scritto di Guizzi), in *Mondo Bancario*, 2011, 2 ss.; G. CARRIERO, *Arbitro bancario finanziario: morfologia e funzioni*, in *Foro It.*, 2012, V, 213 ss.; ID., *Giustizia senza giurisdizione: l'arbitro bancario finanziario*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2014, 161; ID., *L'Arbitro bancario finanziario*, in *Questione giustizia*, 2017, 3, 99 ss. C. CONSOLO, M. STELLA, *Il ruolo prognostico-deflattivo, irriducibile a quello dell'arbitro, del nuovo Abf, "scrutatore" di torti e ragioni nelle liti in materia bancaria*, in *Corr. Giur.*, 2011, 1653 ss.; G. COSTANTINO, *Sintesi dell'attività svolta dall'Arbitro Bancario Finanziario al 31 marzo 2010*, in *Foro It.*, 2010, V, 278 ss. ID., *L'istituzione dell'Arbitro Bancario Finanziario*, in AA.VV., *Studi in onore di Verde*, Napoli, 2010, 297 ss.; D. DALFINO, *L'Abf e i principi del processo civile: contestazione, "contumacia", onere della prova*, in *Il Processo*, I, 2019, 27 ss.; B. DE CAROLIS, *L'arbitro bancario finanziario come strumento di tutela della trasparenza*, in *Quaderni di ricerca giuridica*, Roma, 2011; M. DESARIO, *Profili d'impatto delle decisioni dell'arbitro bancario finanziario sugli intermediari*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2011, 492

sistematici proposti possono dirsi tutt'altro che giunti a un punto definitivo. In effetti la sola soluzione che pare potersi con certezza escludere è quella della qualificazione dell'ABF come organo giurisdizionale⁴ (né potrebbe essere diversamente, anche perché

ss.; G. FAUCEGLIA, *L'esperienza dell'ABF: manifestazione di una "pedagogia"*, in *Banca borsa tit. cred.*, VI, 2021, 857 ss.; A. FEDERICO, *Il procedimento di attuazione dei diritti innanzi all'Arbitro bancario finanziario*, in *Rass. dir. civ.*, 2019, 1054; F. FERRO-LUZZI, *Il "giustificato motivo" nello jus variandi: primi orientamenti dell'Abf*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2011, 730 ss.; G. FINOCCHIARO, *L'arbitro bancario finanziario tra funzioni di tutela e di vigilanza*, Milano, 2012; A.V. GUCCIONE, C.A. RUSSO, *L'arbitro Bancario Finanziario*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2010, 475 ss.; G. GUIZZI, *Chi ha paura dell'ABF?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, 665 ss.; G. GUIZZI, *L'Arbitro Bancario Finanziario nell'ambito dei sistemi di ADR: brevi note intorno al valore delle decisioni dell'ABF*, in *Società*, 2011, 1216 ss.; E. LUCCHINI GUASTALLA, *Arbitro Bancario Finanziario*, in *Enc. Dir., Annali*, VIII, 2015; F. MAIMERI, *Commento sub art.128-bis*, in AA.VV., *Commentario al testo unico bancario* (a cura di F. Belli – G. Losappio – M. Porzio – M. Rispoli Farina – V. Santoro), Milano, 2010, 1144 ss.; M. MAIONE, *Profili ricostruttivi di una (eventuale) legittimazione a quo dei Collegi dell'Arbitro Bancario Finanziario*, in *Judicium.it*; M. MAIONE, *Forma e sostanza delle delibere dell'arbitro bancario finanziario*, in *Società*, 2012, 437 ss.; E. MINERVINI, *L'arbitro bancario finanziario. Una nuova forma di A.D.R.*, Napoli, 2014; M. C. PAGLIETTI, *La riforma delle disposizioni ABF: una riflessione su legittimazione e giustizia procedurale degli Ombudsmen nei mercati regolati*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2022, 160 ss.; C. PUNZI, *L'arbitro in materia bancaria e finanziaria*, in *Disegno sistematico dell'arbitrato*, 2^a ed., II, Padova, 2012, 714; E. QUADRI, *L'Arbitrato Bancario Finanziario nel quadro dei sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie*, in *Nuova giur. comm.*, II, 2010, 305 ss.; S. RUPERTO, *L'Arbitro Bancario Finanziario*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2010, 335 ss.; V. SANGIOVANNI, *Regole procedurali e poteri decisori dell'arbitro bancario finanziario*, in *Società*, 2012, 953 ss.; P. SIRENA, *I sistemi di ADR nel settore bancario e finanziario*, in *Nuova giur. comm.*, 2018, II, 1373; V. TAVORMINA, *L'Arbitro Bancario Finanziario (un altro episodio de "I nuovi mostri"*, in *Corr. Giur.*, 2011, 1021 ss.

⁴ La qualificazione dell'arbitro bancario finanziario come giudice è stata esclusa da Corte Cost., ord. 21 luglio 2011, n. 218: in *Foro It.*, 2011, I, 2906; in *Corr. Giur.*, 2011, 1652, con nota di C. CONSOLO – M. STELLA, *Il ruolo prognostico–deflattivo, irriducibile a quello dell'arbitro, del nuovo Abf.*, cit.; in *Giur. Comm.*, 6/2012, 1191/II, con nota di M. MAIONE, *Sulla natura dell'Arbitro Bancario Finanziario*. V. anche: A. ANTONUCCI, *ABF e accesso al giudizio di legittimità costituzionale*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2011, II, 128. In particolare, come è noto, la Consulta ha escluso la legittimazione dei Collegi

si collocherebbe, in aperta violazione dell'art. 102 Cost., quale giudice speciale). Sembra, di contro, più corretto inquadrare l'arbitro bancario finanziario nell'ambito delle ADR in generale, assimilando il procedimento davanti ad esso esperito ad una sorta di tentativo di conciliazione (infatti, ai sensi del d.lgs. 28/2010, per le materie di competenza può essere esperito in alternativa alla mediazione) di tipo valutativo: ossia, non fondato – se non in minima parte – in una prospettiva di *facilitazione*, bensì sull'individuazione di una soluzione di tipo prognostico rispetto all'esito di un eventuale futuro giudizio.

In tal senso, la pronuncia dei collegi può essere intesa come una sorta di parere reso da un organo consultivo particolarmente qualificato, al quale l'intermediario può dare spontanea esecuzione. L'eventuale accertamento – che talvolta assume le forme di una vera e propria condanna, ancorché non esecutiva e inidonea al giudicato – può essere: negozialmente accettato dal ricorrente, ovvero accettato solo quale acconto delle maggiori somme dovute, ovvero anche tacitamente rifiutato o infine semplicemente ignorato. Manca, di contro, qualunque carattere di vincolatività, anche sul piano esclusivamente negoziale, della

a sollevare questioni di legittimità costituzionale), sui rilievi: – che l'ABF troverebbe la sua fonte normativa regolatrice in disposizioni di carattere amministrativo (delibera CICR 29 luglio 2008, n. 275 ss.mm.ii. e disposizioni Banca d'Italia), laddove gli organi giurisdizionali sono «ancorati, per loro stessa natura, al fondamento costituzionale e alla riserva di legge»; – che i criteri e i requisiti di nomina dei componenti, come pure il loro stato giuridico e le regole deontologiche non sono «paragonabili ai presidi corrispondentemente previsti» per gli organi giurisdizionali; – che l'intervento dell'arbitro bancario finanziario è precluso ogniqualvolta la controversia sia stata già sottoposta all'autorità giudiziaria o ad arbitri; – che, soprattutto, la decisione non è vincolante per alcuna delle parti, dal momento che sia intermediari che clienti «quale che sia l'esito della procedura» hanno sempre «facoltà di ricorrere all'autorità giudiziaria ovvero ad ogni altro mezzo previsto dall'ordinamento per la tutela dei propri diritti e interessi (...) le decisioni dell'ABF, infatti, non incidono sulle situazioni giuridiche delle parti»; – che, detto in altri termini, la decisione dell'ABF «non assume, in realtà, alcun valore cogente per nessuna delle parti “in causa”, svolgendo essa solo una funzione destinata ad incidere sulla immagine e sulla reputazione dell'intermediario, in particolare se non ottemperante, secondo connotazioni che possono riecheggiare gli interventi di organi amministrativi in autotutela».

decisione⁵. Il che porta ad escludere che possa trattarsi – a dispetto del *nomen* e sebbene non sia mancata, in dottrina, qualche opinione contraria⁶ – di un arbitro, neppure irrituale, dal momento

⁵ Nello stesso senso, G. FINOCCHIARO, *L'Arbitro bancario finanziario*, cit., 280 ss.; F. AULETTA, *Arbitro bancario finanziario e «sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie»*, cit., 83 ss.; D. DALFINO, *L'Abf e i principi del processo civile*, cit., *ibidem*.

⁶ In tal senso, G. GUIZZI, *L'Arbitro Bancario Finanziario nell'ambito dei sistemi di ADR: brevi note intorno al valore delle decisioni dell'ABF*, in *Società*, 2011, 1221, il quale ritiene che la decisione dell'Abf sarebbe, in realtà vincolante, laddove la facoltà di adire l'autorità giudiziaria sarebbe accostabile a una sorta di impugnazione innanzi al giudice competente in primo grado ai sensi dell'art. 808-ter, comma secondo, n. 4 c.p.c. («se gli arbitri non si sono attenuti alle regole imposte dalle parti come condizione di validità del lodo»), al quale è possibile rimettere «l'intera questione già devoluta davanti all'Arbitro. La tesi non è convincente, dal momento che pare fondata su una concezione eccessivamente estesa della nozione di “impugnazione”, che finisce col trascinare nel differente concetto di “facoltà di proporre la domanda in sede giurisdizionale”. A prescindere dai rilievi svolti nel testo, dal fatto che una simile ricostruzione teorica presupporrebbe l'acclarata efficacia contrattuale per le parti della decisione del collegio (il che è tutto da dimostrare) e dalla circostanza che nessuna disposizione normativa o anche solo regolamentare sembra giustificare l'equiparazione della successiva azione giurisdizionale o arbitrale a un'azione di annullamento della pronuncia, si osserva che, a tacer d'altro e *mutatis mutandis*, la facoltà della parte di riproporre, anche in via ordinaria, la domanda rigettata in sede monitoria non configura certamente un'impugnazione del provvedimento di rigetto. V. al riguardo le convincenti osservazioni di D. DALFINO, *L'Abf e i principi del processo civile*, cit., *ibidem*, in part. nota 4.

Peraltro, giova osservare, la stessa Banca d'Italia ha precisato: «anche se il nome contiene la parola 'arbitro', l'ABF non deve essere confuso con l'arbitrato previsto dal codice di procedura civile. Quest'ultimo, infatti, presuppone un accordo delle parti (precedente o successivo all'insorgenza della controversia) volto a sottoporre la lite al giudizio di uno o più arbitri i quali emettono una decisione vincolante» (BANCA D'ITALIA, *Relazione sull'attività dell'Arbitro Bancario Finanziario*, Roma, 2011, 7). Infine, rispetto all'arbitrato, il ricorso all'arbitro bancario finanziario è caratterizzato da una «legittimazione diseguale», dal momento che solo il cliente ha facoltà di decidere se attivare la procedura innanzi all'ABF, mentre l'intermediario, da un lato non è legittimato a proporre il ricorso e, per converso, è onerato, pena l'applicazione di sanzioni, di aderire al predetto sistema. Cfr. G. CARRIERO, *Arbitro bancario finanziario, morfologia e funzioni*, cit., 213 ss.; ID, *Giustizia senza giurisdizione*, cit., ID., *L'Arbitro bancario finanziario*, cit., 99 ss.

che la sua decisione non è, appunto, a differenza di quanto previsto dall'art. 808-ter c.p.c., in alcun modo cogente per alcuna delle parti. Ovviamente, l'eventuale *accettazione* dell'esito della decisione potrà ben essere consacrata dalle parti in un atto negoziale; ma in tale ipotesi sarà tale successivo accordo (che assumerà – molto spesso – le forme di una transazione) a costituire la (nuova) fonte regolatrice del rapporto, mentre la decisione del Collegio costituirà un mero presupposto di fatto; alla stregua, appunto, di un parere reso da un organo consultivo terzo e imparziale⁷.

⁷ In senso non dissimile: v. S. RUPERTO, *L'Arbitro Bancario Finanziario*., cit., 332 ss.; M. MAIONE, *Sulla natura dell'Arbitro Bancario Finanziario*., cit., in part. 1201, la quale individua l'affinità tra l'ABF e il *Servicio de Reclamaciones* dell'ordinamento giuridico spagnolo, il quale – appunto – esprime la propria valutazione sul caso esaminato con una sorta di parere, non avente efficacia vincolante tra le parti. V. anche C. CONSOLO, M. STELLA, *Il ruolo prognostico-deflattivo, irriducibile a quello dell'arbitro, del nuovo Abf*., cit., *ibidem*, i quali rilevano un'affinità col modello statunitense dell'*Eary Neutral Evaluation*.

Deve, per ragioni analoghe, concludersi che la decisione dell'arbitro bancario finanziario non sia neppure idonea a valere come prova scritta del credito ai fini dell'ottenimento di un decreto ingiuntivo, dal momento che – appunto – quella dell'arbitro, sia sotto il profilo del fatto che del diritto, è e resta una semplice valutazione, ancorché resa da un soggetto terzo e imparziale (nello stesso senso, v. S. RUPERTO, *L'Arbitro Bancario Finanziario*, cit., 335; cfr. anche E. MINERVINI, *L'arbitro bancario finanziario*., cit., 81, nota 118; G. COSTANTINO, *L'istituzione dell'«Arbitro Bancario Finanziario»*, cit., 301).

Nel senso che la pronuncia dell'arbitro bancario finanziario avrebbe valore di “prova privilegiata”, v. Giudice di pace Varallo, 11 luglio 2022, in *Contratti*, 6, 2022, 643 ss., con nota critica di L. CARPINELLI, *In sede di giudizio ordinario l'inadempimento alla decisione dell'ABF diventa una prova documentale?*, che concorda con l'equiparazione della decisione dell'arbitro ad un parere.

È stata anche proposta l'assimilazione dell'arbitro bancario finanziario all'arbitratore: v. M. S. DESARIO, *Profili di impatto delle decisioni dell'Arbitro Bancario Finanziario sugli intermediari*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2011, 495 *contra* Trib. Roma 1° marzo 2022. Si vedano, al riguardo, le convincenti osservazioni di L. CARPINELLI, *In sede di giudizio ordinario l'inadempimento alla decisione dell'ABF diventa una prova documentale?*, cit., *ibidem*, secondo cui l'ABF «non determina e non integra nessun elemento del contratto che intercorre tra il cliente e la banca con l'*arbitrium boni viri*, ma applica norme

Naturalmente, la funzione di composizione delle liti non è l'unica rinvenibile nell'arbitro bancario finanziario. Esso, come è stato correttamente osservato, assolve anche e soprattutto ad una funzione strumentale rispetto al perseguimento delle finalità pubbliche della vigilanza bancaria⁸; funzione che può essere declinata nella promozione di «*best practices* settoriali, idonee in quanto tali ad influenzare l'attività dell'intermediario anche oltre i limiti della fattispecie concreta che [l'arbitro bancario finanziario - ndr] è chiamato a risolvere»⁹. Come è stato giustamente osservato, infatti, le decisioni ABF sono in grado di influenzare in modo significativo i comportamenti degli intermediari, proprio per loro stretta interazione dell'organo con l'esercizio dei poteri di vigilanza da parte della Banca d'Italia¹⁰.

Ad ogni modo, per quel che interessa ai fini del presente contributo, se si focalizza l'indagine sulla lite in concreto e non sul suo sopra-cennato *ruolo pedagogico* (*scil*: sulle implicazioni della decisione sulle possibili condotte future delle parti¹¹),

di diritto positivo ad una fattispecie oggetto di controversia che, certamente, non si presenta indeterminata nei suoi elementi costitutivi».

⁸ Cfr. G. CARRIERO, *Arbitro bancario finanziario*, cit., 99 ss., in part. par. 5, il quale – tuttavia – sottolinea comunque la natura di strumento di risoluzione dei «conflitti economici in materia bancaria, creditizia e (poi) dei pagamenti al solo cliente». DALFINO, *L'Abf e i principi del processo civile*, cit., *ibidem*.

⁹ G. FAUCEGLIA, *L'esperienza dell'ABF*, cit., in part. 859; conf. E. LA FATA, *Sussidiarietà e risoluzione delle controversie bancarie. Il modello dell'ABF*, Napoli, 2020, 150.

¹⁰ G. FAUCEGLIA, *L'esperienza dell'ABF*, cit., *ibidem*, il quale parla, appunto, di “funzione pedagogica”. V. anche P. SIRENA, *I sistemi di ADR nel settore bancario e finanziario*, in *Nuova giur. comm.*, 2018, II, 1373; A. FEDERICO, *Il procedimento di attuazione dei diritti innanzi all'Arbitro bancario finanziario*, in *Rass. dir. civ.*, 2019, 1054, il quale sottolinea la “circolarità virtuosa” tra la vicenda giudiziaria privata e quella regolamentare pubblica. In senso sostanzialmente conforme, cfr. anche, M. STELLA, *Lineamenti degli arbitri bancari e finanziari in Italia e in Europa*, Padova, 2016, 115 ss.; C. CONSOLO - M. STELLA, *Il ruolo prognostico-deflattivo*, cit., 1653 ss.; A. TUCCI, *L'Arbitro Bancario finanziario fra trasparenza bancaria e giurisdizione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 5, 2019, 623 ss.

¹¹ Vale, del resto, la pena osservare che – *mutatis mutandis* – una logica non dissimile a quella “pedagogica” individuata, come visto *supra* nella nota precedente, nella peculiare caratterizzazione dell'arbitro bancario finanziario,

l'arbitro bancario finanziario, pur non essendo – come si è detto – né un giudice né un arbitro, è chiamato in una certa misura a comportarsi “come se fosse tale”, ossia a decidere, secondo diritto, sulla domanda proposta dal cliente. Tale constatazione costituisce la chiave di lettura della decisione in commento (la quale, infatti, richiama concetti e istituti propri del diritto e del diritto processuale civile in particolare) e del presente contributo.

3. *L'efficacia del provvedimento sanzionatorio dell'Autorità Garante nelle materie diverse dagli illeciti anti-trust.*

Con riguardo alla fattispecie oggetto della decisione in commento, il Collegio di Coordinamento si era già recentemente pronunciato, come detto, declinando l'obbligo informativo dell'intermediario come afferente alla fase genetica del rapporto; conseguentemente aveva ritenuto che, ove il titolo fosse stato acquistato dal cliente in una data antecedente al *dies a quo* della cognizione temporale dell'arbitro bancario finanziario, sarebbe stata a quest'ultimo preclusa la possibilità di sindacare sulle eventuali carenze dell'informativa medesima¹².

Con la pronuncia in commento, il Collegio di Coordinamento, investito nuovamente della questione, ha innanzitutto aperto alla possibilità di configurare – sia pure nei limiti che si diranno – una responsabilità dell'intermediario per carenze di informazioni *in itinere*, ossia: per non avere informato i clienti, in prossimità della scadenza del relativo termine, dell'imminente decorrenza della prescrizione. La motivazione del provvedimento, tuttavia, è interamente incentrata sull'efficacia della decisione AGCM – qualificata come pregiudiziale – senza che il collegio affronti, *ex*

è ravvisabile anche nel ruolo svolto dagli organi giurisdizionali. È innegabile, infatti, che la presenza di orientamenti costanti – si pensi al ruolo svolto dal giudice amministrativo nel modellare i comportamenti della Pubblica Amministrazione, ma anche del giudice ordinario nelle sue materie più tipiche – finisca inevitabilmente, proprio in dipendenza del possibile esito del futuro giudizio, a incidere *a monte* sui comportamenti delle parti. Si pensi al condizionamento delle parti nella predisposizione dei modelli contrattuali, nonché nel ruolo deflattivo che può assumere (e, inevitabilmente, assume) una costante giurisprudenza contraria ai fini della prevenzione di liti future.

¹² V. *supra*, par. 1.

professo e in autonomia, la questione sottesa: se esista o meno un obbligo di informazione *in itinere*, nel senso sopra precisato, e se la violazione di tale obbligo da parte dell'intermediario determini in capo al cliente un diritto al risarcimento del danno.

Il Collegio, in particolare, ha ritenuto da un lato di non potere considerare acquisito l'accertamento contenuto nel provvedimento dell'Autorità Garante, in quanto non definitivo, e dall'altro di non potere riesaminare nel merito la questione, in attesa dell'esito del procedimento di impugnazione avverso il provvedimento sanzionatorio di AGCM. Ma si proceda con ordine.

Sotto il primo profilo la decisione è, sicuramente, condivisibile. La disciplina di riferimento considerata dal Collegio di Coordinamento è quella più specificamente dettata per i c.d. *illeciti anti-trust*, ed è contenuta nel Reg. CE 1/2003, del 16 dicembre 2002, nelle Direttive 2019/1/UE dell'11 dicembre 2018 e 2014/104/UE del 26 novembre 2014, nonché, in Italia, nel d.lgs. 19 gennaio 2017, n. 3¹³. Tale ultimo provvedimento

¹³ V., per una compiuta analisi, A. A. ROMANO, *L'attuazione delle regole di concorrenza fra private e public enforcement: contro il vincolo del giudice civile alle decisioni delle Autorità indipendenti*, in *Il giusto processo civile*, 3/2022, 665 ss.; M. SANINO, *La tutela giurisdizionale nei confronti degli atti delle autorità indipendenti*, Milano, 2019; F. TIRIO, *Le autorità indipendenti nel sistema misto di enforcement della regolazione*, Torino, 2012; S. LUCATTINI, *Modelli di garanzia per i mercati*, Torino, 2013, 17; M. DE CRISTOFARO, *Innovazioni e prospettive nella dimensione processuale che sta al cuore del private antitrust enforcement*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018, 523; G. FINOCCHIARO, *La disciplina dell'esibizione delle prove nei giudizi risarcitori per violazione delle norme antitrust in attuazione della direttiva 2014/104/UE*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018, 414; M. NEGRI, *L'efficacia delle decisioni amministrative nel processo civile*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018, 476; P. COMOGLIO, *Note a una prima lettura del d.lgs. 19 gennaio 2017, n.3. Novità processuali e parziali inadeguatezze in tema di danno antitrust*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2017, 991; R. RORDORF, *Il ruolo del giudice e quello dell'autorità garante della concorrenza e del mercato nel risarcimento del danno antitrust*, in *Società*, 2014, 784.

Sul tema, v. anche A. DE SANTIS, *Processo civile, Antitrust Litigation e Consumer Protection*, in *Riv. dir. process.*, 2015, 1495; S. VINCRE, *La direttiva 2014/104/UE sulla domanda di risarcimento del danno per violazione delle norme antitrust nel processo civile*, in *Riv. dir. process.*, 2015, 1153; M. DE CRISTOFARO, *Il Private Enforcement Antitrust ed il ruolo centrale della*

normativo, emanato in attuazione della Direttiva 2014/104/UE, disciplina, sempre con riferimento agli *illeciti anti-trust*, il rapporto tra procedimento svolto dinanzi all’Autorità e azione risarcitoria a valle del cliente (*follow-on*), distinguendo (art.7) le ipotesi di provvedimento adottato dall’Autorità nazionale da quelle di provvedimento adottato da Autorità straniera. Mentre nel secondo caso la decisione costituisce semplicemente «prova nei confronti dell'autore, della natura della violazione e della sua portata materiale, personale, temporale e territoriale, valutabile insieme ad altre prove»¹⁴, nel caso di decisione adottata dall’Autorità italiana, l’art. 7 precisa che a seguito di accertamento divenuto definitivo da parte dell’Autorità Garante nazionale, «Ai fini dell'azione per il risarcimento del danno si ritiene definitivamente accertata, nei confronti dell'autore, la violazione del diritto della concorrenza constatata». Aggiunge, ancora, che tale efficacia «riguarda la natura della violazione e la sua portata materiale, personale, temporale e territoriale, ma non il nesso di causalità e l'esistenza del danno»¹⁵.

disciplina processuale, di nuovo conio legislativo o di nuova concezione giurisprudenziale, in *Int'l Lis*, 2015, 123; P. BIAVATI, *Il diritto processuale e la tutela dei diritti in materia di concorrenza*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2007, 196; M. LIPARI, *Il sindacato pieno del giudice amministrativo sulle sanzioni secondo i principi della C.e.d.u. e del diritto UE. Il recepimento della direttiva n. 2014/104/UE sul private enforcement (d.lgs. n. 3/2017): le valutazioni tecniche opinabili riservate all'a.g.c.m.*, in *Federalismi.it*, n. 8/2018, 21; A. CARRATTA, *Accertamento fattuale del giudice penale ed efficacia nel processo civile*, in *Riv. dir. process.*, 2020, 1442.

¹⁴ Cfr. art. 9 Dir. 2014/104/UE: «2. Gli Stati membri provvedono affinché una decisione definitiva ai sensi del paragrafo 1 adottata in un altro Stato membro possa, conformemente al rispettivo diritto nazionale, essere presentata dinanzi ai propri giudici nazionali, almeno a titolo di prova *prima facie*, del fatto che è avvenuta una violazione del diritto della concorrenza e possa, se del caso, essere valutata insieme ad altre prove addotte dalle parti».

¹⁵ Cfr. art. 9 Dir. 2014/104/UE: «1. Gli Stati membri provvedono affinché una violazione del diritto della concorrenza constatata da una decisione definitiva di un'autorità nazionale garante della concorrenza o di un giudice del ricorso sia ritenuta definitivamente accertata ai fini dell'azione per il risarcimento del danno proposta dinanzi ai loro giudici nazionali ai sensi dell'articolo 101 o 102 TFUE o ai sensi del diritto nazionale della concorrenza».

La dottrina, al riguardo, ha evidenziato che, nei fatti, l'efficacia dell'accertamento del Garante non si limita a presentare caratteri accostabili alla cosa giudicata sostanziale (che non sarebbe, di per sé, poco), ma – addirittura – va al di là dei limiti dell'art. 2909 c.c., atteggiandosi come una sorta di “*ipervincolo*”, unico nel suo genere nel nostro ordinamento, accostabile alle “prove legali”¹⁶.

Il procedimento sanzionatorio, poi, non ha – almeno nella prima fase, amministrativa – una inequivocabile natura giurisdizionale, ravvisabile, invece, nella successiva fase dell'impugnazione davanti al giudice amministrativo. Si è, in conclusione, in presenza di un provvedimento non giurisdizionale, idoneo a provocare effetti di stabilità, analoghi al giudicato, estensibili anche a soggetti terzi non intervenuti nel procedimento sanzionatorio.

Per la produzione di tale effetto, tuttavia, l'art. 7 sopra citato richiede che il provvedimento sanzionatorio sia diventato definitivo; ossia, come si ricava dal combinato disposto con l'art. 1, che la decisione non possa o non possa più: «essere impugnata con mezzi ordinari». Detto in altri termini: che sia inutilmente decorso il termine di impugnazione, ovvero che l'impugnazione sia stata proposta e rigettata.

Se tale è il quadro normativo dettato specificatamente per i c.d. “*illeciti anti-trust*”, il primo problema che il Collegio ha dovuto affrontare è quello dell'applicabilità delle regole sopra-citate ai procedimenti sanzionatori emessi dal Garante *ex art. 37-bis* codice di consumo: *in primis*, la possibilità di considerare, nel giudizio *follow-on*, coperta da autorità di cosa giudicata (o, *a fortiori*, da *ipervincolo*) la decisione adottata da AGCM all'esito di un procedimento tra parti diverse.

¹⁶ A. A. ROMANO, *L'attuazione delle regole di concorrenza fra private e public enforcement.*, cit., 679-685, il quale – tra l'altro – ravvisa una certa simmetria con il disposto di cui all'art. 651 c.p.p., con riguardo al vincolo, in caso di sentenza penale di condanna pronunciata a seguito di dibattimento e divenuta definitiva, per il giudice civile dell'azione risarcitoria alla valutazione circa l'illiceità penale del fatto e al fatto che l'imputato lo ha commesso. V., anche, NEGRI, *L'efficacia delle decisioni amministrative.*, cit., 489. Sulla portata dell'art. 651 c.p.p., v., per tutti, A. CARRATTA, *Accertamento fattuale del giudice penale.*, cit., 1442.

Sul punto, il Collegio di Coordinamento invoca l'orientamento giurisprudenziale, secondo cui la normativa *de qua* sarebbe in un certo qual modo estensibile in generale, ai provvedimenti dell'AGCM nelle materie di sua competenza «tenuto conto delle ragioni ispiratrici che prendono le mosse dalla funzione stessa assoluta nel sistema dalla pubblica tutela erogata attraverso gli strumenti di public enforcement»¹⁷.

Più precisamente, a dire il vero, nella pronuncia del 2021 citata dal Collegio di Coordinamento la Suprema Corte non si era pronunciata sull'applicabilità diretta del d.lgs. 3/2017 ai provvedimenti emessi da AGCM *ex art. 37-bis* codice di consumo (né, del resto, avrebbe potuto, dal momento che la controversia, decisa in prima istanza – come si legge in motivazione – con sentenza dell'8 marzo 2017 era stata con tutta evidenza proposta anteriormente all'entrata in vigore del d.lgs. 3/2017). La dottrina, tuttavia, ha correttamente escluso la possibilità di un'applicazione analogica dell'art. 7 citato, proprio per il suo carattere speciale, a fattispecie diverse dai divieti di intese anti-trust e di abuso di posizione dominante¹⁸. Peraltro, specie se si estendesse la disciplina prevista dal d.lgs. 3/2017 a fattispecie estraenee agli illeciti *anti-trust*, verrebbe implicitamente derogato un limite connaturato al giudicato civile, che è la necessaria identità delle parti (salvo il caso di eredi o aventi causa) tra le due decisioni. Nel procedimento sanzionatorio PS 11287, previsto dall'art. 37-*bis* del codice di consumo, infatti, erano state parti l'intermediario e alcune associazioni di consumatori, «in qualità di Associazioni di consumatori segnalanti e/o intervenienti»; non anche il

¹⁷ Cass. 31 agosto 2021, n. 23655, in *Rivista di diritto industriale*, 2021, 6, II, 455; *Giur. Comm.*, 3, 2022, 608 ss., con nota di G. DE LUCA, *L'efficacia probatoria del provvedimento di public enforcement sulla vessatorietà delle clausole inserite nei contratti del consumatore*; e in *D. & G.*, 167, 2021, 7 ss. con nota di G. SATTA, *Sulle tormentate clausole del mutuo indicizzato al franco svizzero*.

¹⁸ Si rinvia alle convincenti osservazioni di G. DE LUCA, *L'efficacia probatoria del provvedimento di public enforcement*, cit., *ibidem*. In dottrina l'applicazione analogica è stata esclusa, per i medesimi motivi, da P. COMOGLIO, *Commento all'art. 33 l. 287/90*, in *Commentario breve alle leggi su proprietà intellettuale e concorrenza*, a cura di Ubertazzi, Milano, 2019, 3688

ricorrente della specifica azione risarcitoria esercitata dinanzi all'arbitro, che non era stato tecnicamente parte del procedimento sanzionatorio. Se una simile estensione potrebbe, in linea teorica, essere presa in considerazione a fronte di una espressa disposizione di legge – come è il caso dell'art. 7 del d.lgs. 3/2017, per gli illeciti *anti-trust* – tutt'altra cosa è pensare di applicarla analogicamente a fattispecie diverse.

In conclusione, quello che il Giudice di legittimità aveva, in effetti, enunciato, era l'applicazione (estensiva) degli orientamenti giurisprudenziali formati in materia di decisioni dell'AGCM, anteriormente all'entrata in vigore del d.lgs. 3/2017¹⁹, affermando che il provvedimento sanzionatorio dell'Autorità, nelle materie *ex art. 37-bis* codice di consumo, è dotato di «una elevata attitudine probatoria tanto con riferimento all'accertamento della condotta quanto con riferimento alla

¹⁹ Per una esaustiva analisi dell'evoluzione giurisprudenziale nelle azioni c.d. *follow-on* – ossia, a valle di un provvedimento sanzionatorio del Garante e distinte, quindi, dalle azioni *stand alone*, intraprese in mancanza di un provvedimento sanzionatorio - antecedentemente all'emanazione del d.lgs. 3/2017, v. P. COMOGLIO, *Sanzioni antitrust e azioni risarcitorie. Verso nuove forme di giudicato*, in *Il giusto processo civile*, 1/2016, 195 ss., il quale distingue diversi momenti: in una prima fase (Cass. 2 febbraio 2007, n. 2305), la giurisprudenza aveva valutato i provvedimenti sanzionatori in materia di concorrenza sotto il profilo della probabilità logica. In un secondo momento (Cass. 13 febbraio 2009, n. 3640) li aveva, invece, qualificati come «prova privilegiata»; infine aveva esplicitamente richiamato la categoria delle «presunzioni» («elementi presuntivi di convincimento circa l'esistenza del danno e del nesso causale fra l'illecito e il danno»: Cass. 9 maggio 2012, n. 7039), concetto poi ulteriormente sviluppato e ricondotto nel novero delle «prove atipiche», idonee (ancora una volta) a fondare una presunzione *iuris tantum*. In tale ultima evoluzione, secondo l'autore, erano già ravvisabili i caratteri di una presunzione assoluta, assimilabile al giudicato.

La qualificazione in parola era stata poi confermata da Cass. 5 luglio 2019, n. 18176; Cass. 22 maggio 2019, n. 13846; Cass. 28 maggio 2014, n. 11904, in *Resp. civ. prev.*, 2015, 1219, con nota di F. DI PEIO, *La produzione della polizza e del provvedimento sanzionatorio dell'AGCM assolve l'onere probatorio a carico del consumatore*; in *Foro It.*, 2014, I, 1729, con nota di R. PARDOLESI, *Danno antitrust e (svuotamento dell') onere probatorio a carico del consumatore* (la Corte aveva, peraltro, condivisibilmente rigettato la ricostruzione della prova in parola quale «prova privilegiata», categoria non esistente nel diritto processuale civile).

idoneità a procurare un danno ai consumatori»²⁰ ed è idoneo a fondare una «presunzione legale, pur suscettibile di prova contraria, non sancita espressamente dalla legge ma desunta dal sistema», in ordine alla valutazione di non chiarezza e comprensibilità della clausole del testo contrattuale emessa dal Garante. Non aveva, invece, in alcun modo affermato un possibile valore di giudicato del provvedimento AGCM. Anzi, a ben vedere, lo aveva implicitamente escluso dal momento che aveva contemplato la possibilità che, nel giudizio *follow-on*, l'intermediario fornisse prova contraria, dimostrando che le clausole non determinassero «un significativo squilibrio dei diritti e degli obblighi derivanti dal contratto»²¹.

Mutatis mutandis, nella fattispecie in esame, qualora il provvedimento AGCM diventasse definitivo, il giudice dell'azione risarcitoria *follow-on* (e, per le ragioni esposte *supra*, anche l'arbitro bancario finanziario che, pur non essendo un giudice è chiamato a comportarsi come tale) dovrebbe considerare presuntivamente, e salvo prova contraria, accertata la violazione individuata dal Garante, nel suo quadro fattuale relativo alla natura della violazione e alla sua portata materiale, personale, temporale e territoriale; non, però, sul nesso di causalità e sull'esistenza del danno. Correlativamente, però, il giudice dell'azione *follow-on* non potrebbe né dovrebbe attribuire al provvedimento AGCM la peculiare efficacia di *ipervincolo di giudicato* (*scil*: considerare, ad ogni effetto, definitivamente accertata la violazione), riservata dalla legge esclusivamente alle fattispecie disciplinate dal d.lgs. 3/2017 e non estensibile a fattispecie diverse dagli illeciti *anti-trust*.

²⁰ L'affermazione è ripresa da Cass. 11904/2014, la cui motivazione la Corte trascrive in parte.

²¹ Così, par 2.6.8 della motivazione: «Il provvedimento dell'AGCOM esige una specifica confutazione circa il difetto ivi accertato di chiarezza e comprensibilità, con riferimento a tutte le ragioni addotte dal Garante; quanto all'abusività e vessatorietà delle clausole, sarebbe spettato alla Corte di appello procedere all'ulteriore valutazione se esse determinassero a carico del consumatore un significativo squilibrio dei diritti e degli obblighi derivanti dal contratto, valutazione omessa per effetto del giudizio di chiarezza espresso nella sentenza impugnata».

4. *La conclusione del Collegio: la “pregiudizialità” del procedimento di impugnazione del provvedimento AGCM rispetto al ricorso follow-on proposto dal cliente. Rilievi critici.*

Superato, così, il problema del giudicato del procedimento AGCM e dei suoi limiti soggettivi, il Collegio affronta la questione del rapporto – definito di *pregiudizialità* – tra il giudizio di impugnazione avverso il provvedimento del Garante e l’azione risarcitoria oggetto della controversia. La conclusione al quale giunge è che, in pendenza del primo, sarebbe precluso all’ABF di pronunciarsi in merito alla condotta omissiva, dal momento che questi «sarebbe pur sempre chiamato a decidere in merito alla medesima condotta omissiva, pur se, evidentemente, con efficacia giuridica non assimilabile a quella di una pronuncia resa all’esito di un giudizio dinanzi all’autorità giudiziaria» e che l’arbitro dovrebbe porre a fondamento della decisione l’accertamento contenuto nel provvedimento amministrativo impugnato.

Il passo è, forse, quello che presenta i maggiori elementi di opinabilità. Dal momento che il provvedimento AGCM non ha valore di giudicato (non potendosi direttamente applicare l’art. 7 del d.lgs. 3/2017, stante la differente materia rispetto alle condotte *anti-trust* e, oltretutto, la differente identità delle parti), e – secondo il Collegio – neppure il valore giurisprudenziale di prova privilegiata o di presunzione (dal momento che il relativo accertamento non era definitivo ma era ancora *sub iudice*), la logica conseguenza sarebbe stata quella di affermare il potere dovere dell’arbitro di procedere autonomamente all’accertamento della violazione, senza tenere conto del provvedimento dell’Autorità Garante (proprio perché non ancora definitivo), ovvero considerandolo come semplice “prova tra le prove” o, gradatamente, come elemento indiziario, dal valore di argomento di prova: con apprezzamento, in ogni caso, scevro da ogni efficacia privilegiata, ancorché vestita negli abiti di una *presunzione interpretativamente legale*²².

²² Il postulato, immanente alla pronuncia, della necessaria conformità degli orientamenti ABF all’eventuale provvedimento del giudice amministrativo di

Vale la pena osservare che il Collegio, se avesse seguito l'impostazione qui suggerita, avrebbe potuto confermare la ricostruzione di AGCM, ma anche pervenire a una decisione totalmente dissonante rispetto al provvedimento dell'Autorità, escludendo la responsabilità dell'intermediario o la risarcibilità del danno conseguente: se il provvedimento sanzionatorio non definitivo non è idoneo a generale alcun vincolo nell'azione *follow-on*, allora l'arbitro – come a maggior ragione il giudice – è libero di decidere senza alcun vincolo. La decisione di attendere

rigetto dell'impugnazione dell'intermediario, si innesta nel complesso dialogo tra orientamenti dell'arbitro bancario finanziario e della giurisprudenza. In passato, il Collegio di Coordinamento aveva affermato essere «pregiudizialmente inibito», all'Arbitro, il potere di non recepire un *dictum* delle Sezioni Unite, dal momento che una decisione difforme avrebbe collocato l'organo «fuori» dal «sistema» (giudiziario): ABF, Coll. Coord., 5 aprile 2018, n. 744, in *Banca borsa tit. cred.*, 6/2018, 791 ss., con nota critica di F. AULETTA, ... *e il sole e le altre stelle: è la giurisdizione quella del «sistema» dell'ABF?*. Il principio – per la verità espresso quasi *incidenter tantum* e senza particolare enfasi – non ha costituito, peraltro, un criterio univocamente seguito dai collegi, i quali, molto spesso, hanno assunto posizioni di dichiarato dissenso rispetto a orientamenti espressi dalla Cassazione. Emblematico, al riguardo, il contrasto, in materia di calcolo degli interessi in materia di BFP c.d. serie P/Q con sovratimbratura “*solo parzialmente coprente*”, tra le pronunce della Cassazione (per la verità, non a sezioni unite, trattandosi di decisioni della sezione prima civile) nn. 4748, 4751, 4763 e 4784 del 10 gennaio 2022 e le decisioni successive, in consapevole ed espresso dissenso, dei Collegi ABF: *ex multis*, v. ABF, Coll. Napoli, 3 marzo 2023, n. 2084; Coll. Roma, 30 gennaio 2023, n. 893; Coll. Milano, 11 gennaio 2023, n. 174, in senso più favorevole ai clienti. Si rinvia all'analisi di M. BUFFONI, *Buoni fruttiferi e tutela del risparmiatore: approccio amministrativo e di legittimità a confronto*, in *Contratti*, I, 2023, 68 ss., la quale propone un parallelismo tra il caso dei BFP e la vicenda oggetto del presente commento.

Sulla possibilità per l'arbitro bancario finanziario di decidere in senso difforme rispetto agli orientamenti della giurisprudenza, «fosse anche quella delle Sezioni Unite della Cassazione», senza neppure l'obbligo di motivare espressamente il proprio dissenso, v. le convincenti osservazioni di D. DALFINO, *L'Abf e i principi del processo civile.*, cit., in part. par. 7, e di F. AULETTA, ... *il sole e l'altre stelle*, cit., 797, il quale giustamente osserva che la «“giurisprudenza della Corte” (art. 360-bis c.p.c.) non è (in quanto tale) parametro (ulteriore e) diretto sul quale misurare tipicità e legittimità degli atti dell'ABF, così come di nessun agente di diritto amministrativo [...]».

l'esito del giudizio di impugnazione avverso il provvedimento AGCM, pur se sorretta da una certa *ragion pratica* (prevenire il rischio che l'arbitro bancario finanziario potesse giungere a una soluzione interpretativa difforme rispetto a quella poi adottata dall'organo giurisdizionale) non appare, a ben vedere, condivisibile.

Ad analoghe perplessità si presta l'affermazione successiva, secondo cui sussisterebbe, dunque, «una situazione analoga a quella contemplata dall'art. 295, cod. proc. civ., limitatamente al profilo della natura decisiva o, comunque, rilevante della definizione della controversia, rispetto alla quale appare corretto ritenere – alla luce della struttura e della funzione del procedimento dinanzi all'ABF (cfr. Disposizioni sui sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie in materia di operazioni e servizi bancari e finanziari, Sez. I.4) – che il ricorso sia inammissibile». La questione è connessa alla precedente, dal momento che immanente ad essa è la configurazione del giudizio di impugnazione avverso il provvedimento AGCM (anzi, al procedimento sanzionatorio nella sua interezza) come pregiudiziale rispetto all'azione risarcitoria, *follow-on* proposta dal cliente, o – addirittura – rispetto all'azione *stand-alone* (tale è, probabilmente, da configurare la controversia in oggetto, dal momento che il ricorrente non aveva invocato l'autorità del provvedimento del Garante).

A lasciare perplessi non è tanto il rinvio *ex se* ai concetti di pregiudizialità e di sospensione necessaria *ex art. 295 c.p.c.*: per come si è detto, l'arbitro bancario finanziario, pur non essendo né un giudice né un arbitro, nel momento in cui si trova a decidere una controversia, deve, in qualche misura, comportarsi come tale (pur nella consapevolezza che la sua decisione, non avendo efficacia né giurisdizionale né contrattuale, non avrà efficacia vincolante per le parti). Ciò che desta perplessità è, piuttosto, l'applicabilità di tali concetti al caso concretamente in esame.

Il richiamo alla Sezione I.4. delle Disposizioni ABF pare essere riferito, in particolare, ai capoversi IV e V, secondo cui «Non possono essere inoltre proposti ricorsi inerenti a controversie già sottoposte all'autorità giudiziaria (...)» e «Non possono altresì essere proposti ricorsi inerenti a controversie

rimesse a decisione arbitrale ovvero per le quali sia pendente un tentativo di conciliazione o di mediazione ai sensi di norme di legge (ad esempio, decreto legislativo 4 marzo 2010, n. 28) promosso dal ricorrente o al quale questi abbia aderito (...)). Se questa lettura è corretta, però, il Collegio avrebbe, forse, dovuto sviluppare *funditus* altri due passaggi consequenziali del ragionamento, che vengono, invece, solo implicitamente risolti e che, sicuramente, avrà modo di affrontare e ulteriormente approfondire, qualora venisse nuovamente investito della questione o di altra analoga.

La prima questione riguarda la possibilità di configurare una sia pure impropria *pregiudizialità* tra procedimento in ABF e giudizio di impugnazione di un provvedimento AGCM, che non riguardi le fattispecie propriamente riconducibili all'art. 7 d.lgs. 3/2017, ma provvedimenti emanati *ex art. 37-bis* codice di consumo.

Per le ragioni sopra esposte, la soluzione sembrerebbe dover essere negativa: il provvedimento AGCM, fuori dai casi previsti dall'art. 7 d.lgs. 3/2017, non ha un'efficacia paragonabile al giudicato, ma incide nelle controversie risarcitorie *follow-on* solamente sul piano della prova. Ferma restando, pertanto, per le parti la possibile convenienza di attendere l'esito del procedimento impugnatorio per beneficiare del più favorevole regime probatorio, non pare possa sussistere una qualsivoglia pregiudizialità, che inibisca al giudice o all'arbitro bancario finanziario la possibilità di conoscere dell'azione risarcitoria, nelle more che il provvedimento AGCM diventi definitivo²³.

²³ Tale evenienza, vale la pena osservare, era stata peraltro espressamente esclusa da Cass. 23655/2021 che si era espressa nei seguenti termini (anche richiamando *per relationem* la precedente Cass. 11904/2014): «l'azione davanti al giudice civile non è subordinata ad una previa pronuncia dell'Autorità, in virtù dell'autonomia dei rapporti tra azione amministrativa e giudiziaria, ed il provvedimento assunto dal Garante non è vincolante per il giudice ordinario neppure nel caso in cui abbia superato con successo il vaglio del giudice amministrativo; ciò non solo perché il privato consumatore è normalmente estraneo al giudizio amministrativo, ma anche perché il giudicato amministrativo si forma soltanto sulla legittimità dell'atto assunto dall'Autorità garante; il controllo del giudice amministrativo anche quando si sostanzia in una verifica dei fatti volta ad accertare che il processo valutativo seguito

La seconda questione riguarda più specificamente l'interpretazione della previsione di improponibilità della domanda in ABF, per il caso che la controversia sia già *sub iudice*, ai sensi delle Disposizioni sui sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie in materia di operazioni e servizi bancari e finanziari, Sez. I.4, capoversi quarto e quinto sopra citati. Va, infatti, ripetuto che, nella fattispecie oggetto della decisione, il ricorrente non era parte del procedimento di impugnazione del provvedimento AGCM; anzi, come detto, non aveva neppure invocato la relativa decisione, peraltro resa in data successiva alla proposizione del ricorso.

Tanto premesso, la soluzione adottata dal Collegio di Coordinamento postula una soluzione affermativa ad un quesito particolarmente rilevante: se debba essere dichiarato inammissibile (o, più propriamente, improponibile) il ricorso in ABF anche qualora, come nella fattispecie in esame, non vi sia identità di parti tra il procedimento davanti all'arbitro e il procedimento affermato come pregiudiziale (nella specie: l'impugnazione della decisione AGCM). La soluzione adottata potrebbe avere un effetto particolarmente incisivo sull'arbitro bancario finanziario, che finirebbe – forse in modo non del tutto giustificabile – per autolimitarsi in modo eccessivo, rifiutando di decidere non solo, come sarebbe corretto, quando la stessa controversia fosse già *sub iudice*, ma anche quando ad essere oggetto di giudizio fosse una controversia non identica ma che, peraltro solo impropriamente e per via di approssimazione, potrebbe definirsi “*pregiudiziale*”, in quanto pendente tra parti diverse.

La soluzione ermeneutica adottata dal Collegio, dunque, si presta alle medesime perplessità che avrebbero dovuto portare ad escludere, anche in caso di provvedimento definitivo, la possibilità di configurare un “giudicato”, nel senso indicato dall'art. 7 del d.lgs. 3/2017: l'impossibilità di estendere analogicamente tale disposizione e la differente identità tra le

dall'Autorità e la ricostruzione da essa operata siano immuni da travisamenti e vizi logici, ed a valutare che le norme giuridiche siano state correttamente individuate, interpretate ed applicate».

parti come, a valle, impediscono che il provvedimento sanzionatorio possa produrre effetti diretti di giudicato, a monte avrebbe dovuto far escludere la configurabilità di una pregiudizialità (ricondata, pur con apprezzabile cautela, all'art. 295 c.p.c.) tra le due "cause". Tanto più che, come detto, la stessa Cass. 23655/2021 aveva espressamente contemplato la possibilità che, nel giudizio *follow-on* (fuori dai casi del d.lgs. 3/2017), l'intermediario sovvertisse l'accertamento del Garante, dimostrando che le clausole non determinino «un significativo squilibrio dei diritti e degli obblighi derivanti dal contratto»²⁴.

La soluzione prescelta dal Collegio di Coordinamento, peraltro, si presta a un ulteriore, finale, interrogativo: *quid iuris* se, all'esito del procedimento di impugnazione, la sanzione di AGCM venisse annullata dal giudice amministrativo. In questo caso, è bene osservare, l'art. 7 del d.lgs. 3/2017 non sembra consentire la formazione di un *giudicato* circa la liceità della condotta tenuta dall'intermediario²⁵. Ne consegue che, sebbene il Collegio sembri limitare la possibilità per il cliente di riproporre la domanda in ABF al solo caso di conferma in sede giurisdizionale del provvedimento amministrativo, la stessa possibilità dovrebbe essergli analogamente riconosciuta anche in caso di accoglimento del ricorso dell'intermediario.

La conclusione di quanto si è detto è che, anche a seguire l'impostazione del Collegio di Coordinamento, la pendenza del procedimento di impugnazione contro il provvedimento AGCM finirebbe con l'agire, più che come una *condizione*, come un semplice *termine*, dal momento che, quale che fosse il suo esito, il cliente, il cui ricorso fosse stato dichiarato improponibile allo stato, potrebbe nuovamente adire l'arbitro per rimettere tutto in discussione e chiedere il risarcimento del danno.

²⁴ Cfr. *supra*, nota 21.

²⁵ Nello stesso senso, A. A. ROMANO, *L'attuazione delle regole di concorrenza fra private e public enforcement*, cit., 695, il quale esclude categoricamente che il provvedimento con il quale l'Autorità escluda l'illecito non generi alcun vincolo «nei successivi giudizi risarcitori promossi da concorrenti o consumatori che si assumono comunque danneggiati, poiché questi non erano parti del procedimento amministrativo».

Speculatività dei derivati. Considerazioni a partire da High Court of Justice (Comm) del 14 ottobre 2022.

SOMMARIO: 1. Derivati speculativi: la prospettiva di due ordinamenti – 2. Il contesto della riflessione. Gli ISDA *Master Agreement* – 3. La rilevanza della speculatività e la sua valutazione. Due ordinamenti a confronto – 3.1. (*segue*) I derivati speculativi nella prospettiva della regolamentazione europea post crisi finanziaria – 3.2. (*segue*) La speculatività dei derivati nella giurisprudenza inglese – 4. Conclusioni

1. Derivati speculativi: la prospettiva di due ordinamenti

I contratti derivati sono al centro di dispute giurisprudenziali ormai da decenni. Molti sono anche i contributi che in letteratura si sono occupati di questo tema e il giudizio di meritevolezza di tutela dei derivati da parte dell'ordinamento ha rappresentato quello centrale¹. Il fatto che uno *swap* si presenti come

¹ Sono due gli orientamenti riscontrabili in giurisprudenza e in dottrina. Il primo confermato dalla Suprema Corte di Cassazione riconosce l'accertamento della nullità del contratto per difetto della causa concreta allorquando il derivato, stipulato per finalità di copertura, risulta inidoneo a perseguire gli interessi voluti da una delle parti, precisamente dall'operatore commerciale. Con la seconda corrente di pensiero, che ha trovato ampio spazio in giurisprudenza, si giunge comunque alla dichiarazione di nullità del derivato per difetto di causa, ma sono diversi gli elementi considerati ai fini del giudizio di meritevolezza. Da ultimo in questo senso, Cass., 31 luglio 2017, n. 19013, in *Banca borsa tit. cred.*, con nota di D. MAFFEIS, *Dum loquimur fugerit invida aetas: lo swap in cassazione, prima di Mifid II e in attesa delle probabilità*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, I, 9-27. Secondo tale orientamento, i contratti derivati sono delle scommesse della particolare categoria di quelle legalmente autorizzate in virtù dell'articolo 23, comma 5, TUF, che, nell'esonerare tali contratti dalla disciplina dell'art. 1933 c.c., ne richiama la loro natura aleatoria. Perché la scommessa sia legalmente autorizzata, e perciò meritevole di tutela, deve presentare un'alea razionale per entrambi gli scommettitori; in altre parole, il rischio deve essere ponderato e ragionato. Il contratto derivato *swap* è valido qualora presenti un'alea bilaterale e razionale. La bilateralità sussiste allorquando su ciascuno dei contraenti grava una componente di rischio pur non essendo necessario che lo strumento finanziario produca una distribuzione del rischio in modo equivalente tra le parti, l'assoluta mancanza dell'alea a carico di un contraente può dar luogo ad assenza di causa. L'alea è, infine,

speculativo piuttosto che di copertura come originariamente voluto dalle parti, o almeno da una di esse, è stato spesso ritenuto un elemento decisivo perché il contratto fosse considerato nullo ex art. 1322, co. 2., c.c. Nell'assenza di precise indicazioni da parte del legislatore, di questo specifico profilo si è occupata la giurisprudenza, dedicando diverse pagine nelle decisioni per cercare di individuare dei criteri che permettessero di stabilire quando un derivato si possa dire o meno di copertura.

In questa prospettiva, è talvolta mancata una indagine che vada oltre ai confini nazionali. Questo studio si rivela però importante quando, come spesso accade, sono i contratti stessi ad eleggere

«razionale» quando il contratto ne consente la misurabilità. Conseguentemente, quando una delle controparti, solitamente l'operatore commerciale, non è posto nelle condizioni di prefigurarsi i rischi assunti e la misura degli stessi, l'alea bilaterale non può dirsi razionale e pertanto, configurando un elemento essenziale della causa del contratto, il derivato è nullo. In questo senso si veda innanzitutto, nella giurisprudenza di merito, da ultimo App. Milano, 14 dicembre 2022, in *Diritto bancario.it*; Su tutte è obbligo menzionare App. Milano 18 settembre 2013, in *Banca borsa tit. cred.*, con nota di A. TUCCI, "Causa tipica" e "causa concreta", in *Banca borsa tit. cred.*, III, 2014, 278 ss.; con nota R. DI RAIMO, in *Rassegna di diritto civile*, I, 2014, 295; critico F. CAPUTO NASSETTI, *Un salto indietro trent'anni: "swap uguale scommessa"*, in *Giur. Comm.*, II, 2014, 277 ss.; nello stesso senso App. Bologna, 11 marzo 2014, in *Dejure.it*; sempre nei giudizi di merito si veda anche Trib. Roma, 5 giugno 2017, n. 11364, in *Dejure.it*; Trib. Napoli, 2 maggio 2017, n. 4698 citata da R. BENCINI, *Contratti derivati: come valutarne la meritevolezza*, in *Diritto&Giustizia*, 192, 2017, 12 ss.; Trib. Roma, 8 Gennaio 2016, n. 212, in *IlSocietario.it*. In letteratura, per un'efficace sintesi mi consenta il rinvio a E. GROSSULE, *Giudizio di meritevolezza dei contratti derivati over the counter. Recenti sviluppi giurisprudenziali*, in questa *Rivista*, II, 2019, 25 ss; A. DOLMETTA, *Della ricerca giurisprudenziale di contenere entro "ragionevoli limiti" l'operatività in derivati*, in *Società*, 2016; P. GIUDICI, *Interest rate swap e nullità del contratto: sui pericoli sistemici dei derivati*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, IV, 501-508; F. CAPUTO NASSETTI, *Causa, alea, mark-to-market e up front nei contatti derivati di swap di pagamenti e opzioni su tassi di interesse*, in *Giur. comm.*, 2016, II, 299; In particolare sulla razionalità dell'alea v. D. MAFFEIS, *Dum loquimur*, cit., 9-27; ID., *Costi impliciti nell'interest rate swap*, in *Giur. Comm.*, 2013, I, 648 ss.; ID., *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in *Swap tra banche e clienti. I contratti e la condotta*, D. MAFFEIS (a cura di), Milano, 2014, 3-31.

come legge applicabile e foro competente quelli di un diverso ordinamento.

La recente pronuncia dell'*High Court of Justice* (Comm) del 14 ottobre 2022 (d'ora in avanti "High Court of Justice")² ci dà lo spunto per approfondire il tema della speculatività dei derivati proprio nello scenario appena citato. La rilevanza della sentenza della High Court of Justice, per vero, non si limita a questo, ma apre una interessante prospettiva circa il dialogo tra due ordinamenti che solo apparentemente sono impermeabili³. Sul

² High Court of Justice, 2022 EWHC 2586 (Comm), del 14 ottobre 2022, reperibile in www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/2022/12/High-Court-of-Justice-14-october-2022-FL-2019-000012.pdf. Per un'analisi sui diversi spunti offerti dalla sentenza inglese si rinvia al contributo di A. M. GAROFALO, *La High Court e i derivati del Comune di Venezia (ovvero: il problema degli swap degli enti locali e la mentalità del giurista di common law)*, pubblicato nello stesso numero di questa Rivista.

³ Per ragioni di completezza si deve sottolineare che questo dialogo non si riscontra in tutti gli aspetti della sentenza, ma solamente in determinati casi come appunto si è sottolineato. In letteratura evidenzia la distanza tra l'ordinamento italiano e quello inglese con riferimento in particolare alla *change of position* della sentenza, D. MAFFEIS, *I derivati in Italia e a Londra: la change of position e la perdurante distanza tra giurisprudenza italiana e inglese*, in *Giustiziacivile.com*, 21.12.2022. Per un inquadramento delle problematiche sottese alla *change of position* si rinvia al contributo citato di A. M. Garofalo. Il problema della *change of position defence*, per vero, non è secondario nel caso in parola, in quanto fa venir meno l'effettività del rimedio restitutorio conseguente all'accertamento della nullità. In virtù *change of position defence* gli intermediari, una volta dichiarata la nullità, detraggono, dall'importo dovuto a titolo di restituzione dei flussi corrisposti dalla sua controparte, l'equivalente di quanto da essi hanno impiegato in esecuzione dei contratti *back to back*, conclusi con terzi, per coprirsi dal rischio dei derivati conclusi con le controparti. In altre parole, secondo questa prospettiva, le due operazioni sarebbero funzionalmente collegate e collegabili e pertanto i flussi degli uni rispecchiano in direzione opposta i flussi degli altri. Come sottolinea D. MAFFEIS, op. ult. cit., nel Regno Unito l'eccezione di *change of position* è considerata la principale tra le difese di chi sia convenuto per la restituzione. La sentenza qui commentata per la prima volta accoglie questa difesa nell'ambito delle controversie sugli IRS, prima respinta in due precedenti (v. D. Maffeis, op. ult. cit. in nota 10), ma di recente, nella sentenza Busto del 2021 (*Deutsche Bank AG London v Comune di Busto Arsizio* [2021] EWHC 2706 (Comm)), questa soluzione era stata anticipata dal giudice sostenendo che, nel valutare le conseguenze della nullità dei contratti IRS, non sarebbe stato pretenso ad escludere l'operatività dell'eccezione di *change of position*.

primo aspetto si riafferma la centralità della questione della speculatività dei derivati e di come questa caratteristica dello *swap* possa avere un impatto sulla sua validità e sulla disciplina dello stesso. Come sopra anticipato, i derivati, se speculativi, possono presentarsi come strumenti finanziari inadeguati per una delle parti o possono essere giudicati nulli per assenza di causa meritevole di tutela *ex art.* 1322, co. 2, c.c., come spesso affermato in giurisprudenza e sostenuto in letteratura, seppure non senza contrasti. Determinare se un contratto derivato è speculativo o meno è pertanto un problema centrale per individuarne il regime disciplinare applicabile, specie in mancanza di indicazioni normative del nostro legislatore. Seppur già molto indagato dalla letteratura, il tema della speculatività merita un ulteriore approfondimento se calato nel contesto extra domestico sopra descritto, e più in particolare facendo riferimento al diritto inglese, frequentemente eletto come legge applicabile dagli stessi contratti sottoscritti. Nella nostra prospettiva, pertanto, questa analisi assume una particolare rilevanza dal momento in cui molti operatori italiani si trovano a doversi confrontare con questi problemi. Un dato certamente noto riguarda, infatti, l'adozione di regolamenti contrattuali standard predisposti dall'*International Swap and Derivatives Association* (in seguito "ISDA")⁴. La maggior parte degli *swap* negoziati

⁴ Inizialmente fondata nel 1980 come gruppo informale di lavoro, L'ISDA è stata costituita ufficialmente nel 1985 con il nome di *International Swap Dealers Association*. Negli anni '90 adotta l'attuale denominazione di *International Swap and Derivatives Association*. La prima funzione dell'associazione era di salvaguardare il copyright dell'industria sui nuovi prodotti, in particolare di alcuni documenti standard frutto delle trattative tra le maggiori banche interessate a questo mercato. La standardizzazione dei contratti nel mercato degli *swaps* è la missione centrale dell'associazione. Il principale documento ISDA è il *Master Agreement* approvato per la prima volta nel 1987 e rivisto nel 1992 e nel 2002. La crescita vertiginosa del mercato e il periodo di incertezza regolamentare, che ha caratterizzato il mercato americano dei derivati a cavallo tra gli anni '80 e '90, hanno fatto sì che l'ISDA oggi rappresenti uno degli attori principali nel mercato dei derivati. L'associazione conta più di 800 membri e i suoi contratti standard sono impiegati per oltre il 90% delle transazioni di derivati *over the counter*. In letteratura, P. CORNUT ST-PIERRE, *Eligible Financial Contracts and the Many Faces of Derivatives: A Brief History of the ISDA Master Agreement*, in *Annual*

bilateralmente, quindi *over the counter*, si caratterizzano per una struttura contrattuale basata su un *master agreement* standardizzato predisposto dall'ISDA, con il quale si individua la tipologia di *swap* di interesse delle parti, e sui conseguenti atti di esecuzione che stabiliscono in dettaglio le caratteristiche del singolo strumento finanziario⁵.

Qui si inserisce il secondo tema di interesse rinvenibile nella sentenza dell'High Court of Justice e questo per due ordini di ragioni. In primo luogo perché se i contratti rinviano alle corti inglesi per la risoluzione delle controversie, diviene rilevante per operatori e interpreti l'evoluzione della relativa giurisprudenza per definire, ultimamente, il regime regolamentare dei derivati. Per altro verso, e da un punto di vista generale, con questa decisione il giudice inglese mette in dialogo i due ordinamenti in modo importante, dimostrando che i principi di diritto acquisiti in uno non sono del tutto impermeabili nell'altro, specie quando si tratta di due controparti di diritto italiano come nel caso qui in commento. In questa prospettiva, pertanto, gli arresti più importanti della nostra giurisprudenza di merito e di legittimità possono assumere una importanza determinante anche quando i derivati non sono regolati dal diritto interno.

Questo saggio si propone dunque di studiare gli effetti della speculatività dei derivati quando operatori o enti di diritto italiano sono parti di un contratto *swap* soggetto alla giurisdizione inglese per effetto di clausole presenti nei contratti standard. In questo quadro si intende sottolineare il duplice ruolo della

Review of Insolvency Law, 2015, 615-656. Sul punto vedi anche F. PARTNOY, *Infectious Greed: How deceit and risk corrupted the Financial Markets*, Londra, 2010, 45; S. M. FLANAGAN, *The rise of a trade association: group interactions within the international swaps and derivatives association*, in *Harvard Negotiation Law Review*, 6, 2001, 211 ss.

⁵ Quando si fa riferimento ai *master agreement* oggi pensiamo alla documentazione standard ISDA apparsa per la prima volta nel 1992 (c.d. ISDA Master Agreement 1992) e aggiornato nel 2002, il Master Agreement in realtà costituito da un contratto che combina due accordi: il Multicurrency, Cross-Border Master Agreement per le transazioni tra parti situate in giurisdizioni diverse e/o che coinvolgono valute diverse e il Local Currency, Single Jurisdiction Master Agreement per le transazioni tra parti situate nella stessa giurisdizione e che coinvolgono una sola valuta.

giurisprudenza inglese: contribuire alla definizione di derivato speculativo e riconoscere ulteriore valore alle sentenze domestiche. In tema di speculatività dei derivati, si rafforza così l'idea che principi di diritto stabiliti dal legislatore e dalle corti di diversi contesti e ordinamenti, alla luce anche degli elementi che li accomunano, possono avere valenza generale. Per arrivare a questa soluzione, dapprima occorre introdurre il ruolo dei *master agreement*, utile per comprendere la rilevanza di questa sentenza, per poi approfondire il contenuto in tema di speculatività dei derivati della decisione dell'High Court of Justice, ponendola in dialogo e confronto con le risposte alla medesima problematica adottate dalla nostra giurisprudenza e dal legislatore europeo.

2. Il contesto della riflessione. Gli ISDA Master Agreement.

La complessità e la tecnicità dei contratti derivati costituiscono, per le parti interessate, ostacoli significativi alla loro conclusione. Per favorire gli scambi tra gli operatori e profittando del contesto normativo di sostanziale deregolamentazione pre-crisi finanziaria, si è sviluppata una disciplina privatistica, condivisa a livello internazionale. Un'attenta analisi degli scambi *over the counter* di derivati tra gli operatori mostra che i contratti non sono completamente "su misura", ma sono soggetti per prassi consolidata a regole e standard imposti grazie all'azione di organizzazioni private di rilievo internazionale che hanno cercato di rimediare alle inefficienze e ai costi transattivi che naturalmente si generano. In questa prospettiva, la contrattualistica standardizzata, predisposta da associazioni private di *dealer*, prima tra tutte l'ISDA, ha giocato un ruolo cruciale in questo processo di crescita del mercato dei derivati. Gli ISDA *master agreement* hanno avuto una enorme diffusione⁶. La ragione di questo successo si può

⁶ Quando si fa riferimento ai *master agreement* oggi pensiamo alla documentazione standard ISDA apparsa per la prima volta nel 1992 (c.d. ISDA Master Agreement 1992) e aggiornato nel 2002, il Master Agreement in realtà costituito da un contratto che combina due accordi: il Multicurrency, Cross-Border Master Agreement per le transazioni tra parti situate in giurisdizioni diverse e/o che coinvolgono valute diverse e il Local Currency, Single

individuare in tre fattori chiave: a) la riduzione dei costi transattivi per gli operatori che li adottano; b) il carattere internazionale di questi contratti; c) la stabilità della disciplina garantita dalla giurisprudenza di un determinato foro competente. Se i primi due fattori si spiegano con più immediatezza con ragioni riconducibili all'analisi economica del diritto, il terzo, invece, ha prevalentemente una spiegazione giuridica e solo indirettamente economica. La contrattualistica standardizzata, infatti, non ha inciso solo sui costi di negoziazione, ma ha avuto ricadute positive anche su due ulteriori aspetti importanti per la qualità di un contratto: la stabilità del rapporto e il grado di certezza sui rischi legali degli operatori, con riferimento ai diversi ordinamenti nei quali essi operano.

Il documento centrale è il *master agreement*, inquadrabile come fattispecie atipica di contratto quadro⁷ dove le parti definiscono le condizioni generali applicabili alle operazioni che in una fase successiva si vorranno far sorgere. Il regolamento contrattuale del 1992, e rivisto nel 2002, regola a monte le successive operazioni eventualmente poi poste in essere, specificando gli obblighi reciproci fra le parti e gli eventi ritenuti rilevanti per il contratto. Alla firma del *master agreement* seguono, infatti, le conferme (c.d. *confirmations/separate schedule*)⁸, nelle quali si fissano i termini delle operazioni e, solo

Jurisdiction Master Agreement per le transazioni tra parti situate nella stessa giurisdizione e che coinvolgono una sola valuta.

⁷ A. LAUDONIO, *Procedure concorsuali e clausole di «close-out netting»*, in *Diritto e pratica del fallimento*, 2007, 12-16 L'autore definisce i *Master Agreement* dei contratti normativi che hanno ad oggetto la disciplina di singoli contratti derivati eventuali e futuri, dei quali fissano preventivamente il contenuto.

⁸ Un *Master Agreement* eseguito non è costituito da un solo documento, ma da più documenti. Il contratto quadro stabilisce i termini che saranno applicabili a tutte le transazioni che le parti stipulano in base ad esso e consente solo l'inserimento dei nomi delle parti e della data di esecuzione. Un Allegato separato al *master agreement* (c.d. *Schedule* o *Allegato*) consente alle parti di personalizzare i termini del contratto. Il *Master Agreement*, personalizzato dalla *Schedule* e ulteriormente definito dai *booklets* definitivi, stabilisce i termini che regoleranno le specifiche transazioni stipulate dalle parti. Queste transazioni specifiche, a loro volta, sono documentate mediante conferme (c.d. *confirmations*) che delineano i termini economici di una determinata

successivamente a tali conferme, insorgono diritti e obblighi specifici per i contraenti. I due documenti, insieme, costituiscono il regolamento contrattuale del derivato voluto dalle parti. Il *master agreement*, gli allegati e le *confirmations* offrono nel contempo una soluzione ai problemi posti dai costi per l'accesso ai contratti e per la gestione del rischio di inadempimento della controparte. Due sono, infatti, gli esiti prodotti con questa tecnica negoziale: da un lato, la riduzione dei costi di negoziazione, facilitandone la conclusione e, per altro verso, la riduzione degli spazi per il contenzioso in sede giudiziale tra gli operatori. La standardizzazione dei contratti ha reso più agevole la conclusione degli scambi e il lavoro dell'ISDA, nel definire e ridurre le possibilità di conflitto fra le parti di un contratto, ha creato un ambiente regolamentare di mercato caratterizzato da un grado di certezza tale da generare affidamento tra gli operatori⁹. Per quanto riguarda questo secondo aspetto, l'ISDA ha agito in due direzioni tra loro logicamente collegate. I documenti contrattuali indirizzano eventuali contenziosi verso determinate corti, così da consolidare nel tempo anche la prassi giurisprudenziale: trattandosi, ultimamente, di contratti redatti secondo i canoni di un sistema di *common law*, il loro *enforcement* è più agevole in detti ordinamenti. Per questa ragione, nei derivati che si basano sui contratti ISDA, è molto comune rinvenire clausole che indicano come fori competenti quelli inglesi o dello Stato di New York piuttosto che altri ordinamenti o clausole arbitrali. La

transazione. Sul punto C. MCNAMARA - A. METRICK, *The Lehman Brothers Bankruptcy F: Introduction to the ISDA Master Agreement*, in *Yale Program on Financial Stability Case Study*, 2014, 3; P. CORNUT ST-PIERRE, *Eligible Financial Contracts and the Many Faces of Derivatives: A Brief History of the ISDA Master Agreement*, in *Annual Review of Insolvency Law*, 2015, 615-659 ss.

⁹ Il *Master Agreement*, infatti, regola in dettaglio gli aspetti più critici che possono riguardare un contratto derivato. Tra questi ad esempio la disciplina degli *event of default*, la collateralizzazione e i pagamenti reciproci; v. P. CORNUT ST-PIERRE, *Eligible Financial Contracts and the Many Faces of Derivatives: A Brief History of the ISDA Master Agreement*, in *Annual Review of Insolvency Law*, 2015, pp 615-659. Vedi anche M. KAHAN - M. KLAUSNER, *Standardization and Innovation in Corporate Contracting Law (or "The Economics of Boilerplate")*, in *Virginia Law Review*, vol. 83, 1997, 713 ss.

riduzione dell'incertezza della disciplina grazie anche al consolidamento dei precedenti nella giurisprudenza rappresenta un pilastro per l'ampio utilizzo di questi strumenti finanziari. Nei contratti standard è di fondamentale importanza l'utilizzo attento di clausole con le quali si sceglie la legge destinata a regolare il rapporto e la giurisdizione competente a conoscere le eventuali controversie¹⁰. L'effetto di questa scelta contrattuale, nel tempo, ha favorito il consolidamento della giurisprudenza, promuovendo, per questa via, la riduzione dell'incertezza sul significato e sulla validità delle singole clausole contrattuali in relazione alla legislazione vigente di riferimento. Tra queste si pensi, ad esempio, al dibattito per quanto riguarda le deroghe all'eccezione di gioco (il *gambling*) e le norme che regolano l'*enforcement* dei derivati, in particolare delle garanzie finanziarie¹¹ nell'ambito delle procedure concorsuali¹².

Nel contesto così descritto, si comprende meglio la rilevanza della decisione da cui si prende spunto. Il consolidamento della posizione delle corti inglesi sul tema della speculatività o meno

¹⁰ Si parla in questi casi di «*drafting efficiency*» Nel senso che il contratto standard comporta un contenimento dei costi sia per la riduzione dei tempi di sottoscrizione, sia per la minore possibilità di eventuali errori nella formulazione. Il largo utilizzo di termini standard porta all'utilizzazione del «*boilerplate*» da parte dell'industria finanziaria senza particolari analisi. Su questo punto, nella prospettiva della sentenza qui discussa, si rinvia nuovamente al contributo di A. M. GAROFALO, cit.

¹¹ Su questi temi l'impegno dell'ISDA è stato notevole. In particolare si segnala il lavoro per implementare nei diversi ordinamenti delle eccezioni alle leggi che regolano le insolvenze (c.d. *safe harbours*) in tema di escussione delle garanzie dei pagamenti effettuati sulla base delle clausole di *close out netting*. Su questo, P. CORNUT ST-PIERRE, *Eligible Financial Contracts and the Many Faces of Derivatives: A Brief History of the ISDA Master Agreement*, in *Annual Review of Insolvency Law*, 2015, 615-659; S. L. SCHWARCZ, *Derivatives and collateral: balancing remedies and systemic risk*, in *U. Ill. L. Rev.*, 2015, 699. Sulla funzione delle garanzie finanziarie come fattore di incremento del rischio v. M. J. ROE, *The derivatives market's payment priorities as financial crisis accelerator*, in *Stan. L. Rev.*, 63, 2010, 539.

¹² Questa funzione della giurisprudenza è sottolineata anche dalla letteratura che confronta rules e standard dal punto di vista delle tecniche di redazione normativa; per tutti v. L. KAPLOW, *Rules versus Standards: An Economic Analysis*, in *Duke Law Journal*, vol. 42, 1992, 557 ss.

di un derivato è un fattore determinante per la disciplina degli *swap* che si basano sugli ISDA *master agreement*.

3. La rilevanza della speculatività e la sua valutazione. Due ordinamenti a confronto.

Sia che si tratti di investitori privati che di enti locali, la speculatività può condizionare, pur in forme decisamente diverse, la capacità del contratto di produrre i suoi effetti. In particolare, per i privati è il fattore che la giurisprudenza ha spesso considerato per valutare la meritevolezza del contratto *ex art.* 1322, co. 2, c.c., mentre per gli enti pubblici la speculatività o meno del derivato incide *ex lege* sulla capacità di quest'ultimo di sottoscriverlo. In altre parole, il derivato speculativo sottoscritto da un ente locale risulterebbe nullo per contrarietà alla legge. Tale divieto troverebbe fondamento nell'art. 119 commi 4 e 6 della Costituzione laddove si impone agli enti locali un obbligo di equilibrio finanziario, stabilendo pertanto che uno *swap* speculativo sia in contrasto con queste norme¹³.

¹³ In questo senso la sentenza della Corte Costituzionale del 19 febbraio 2010 n. 52. Su tale assunto si è basata anche la sentenza delle Sezioni Unite chiamate ad esprimersi proprio sulla validità di un derivato speculativo sottoscritto da un ente locale. Anche prima del 2008, anno in cui il legislatore ha inserito limiti più stringenti alla capacità concludere derivati, in vigenza dell'art. 41 della Legge n. 448/2001 e, quindi, agli enti locali era vietato, ai sensi dei commi 4 e 6 dell'art. 119 Costituzione, concludere derivati speculativi. Gli enti locali potevano procedere alla stipula di derivati di copertura solo in presenza di una precisa misurabilità/determinazione dell'oggetto contrattuale, comprensiva sia del criterio del *mark to market* sia degli scenari probabilistici, sia dei c.d. costi occulti, allo scopo di ridurre al minimo e di rendere consapevoli gli enti di ogni aspetto di aleatorietà del rapporto, costituente una rilevante disarmonia nell'ambito delle regole relative alla contabilità pubblica, introduttiva di variabili non compatibili con la certezza degli impegni di spesa riportati in bilancio. Sul punto Cass., sez. un., 12 maggio 2020, n. 8770, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, IV, 767 c.c. con nota di C. CIPRIANI – R. LENER, *I derivati, le Sezioni Unite e L'Europa*. Per alcuni primi commenti in dottrina, A. PERRONE - M. ANOLLI, *La giurisprudenza italiana sui contratti derivati. Un'analisi interdisciplinare*, in questa *Rivista*, 2020, III, 195 ss.; S. PAGLIANTINI, *Dopo le S.U. 8770/2020: i derivati (della P.A.?) ed il paradosso di San Pietroburgo*, in questa *Rivista*, 2020, II, 123; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Causa variabile e causa meritevole dei derivati*, in

In questa prospettiva, la decisione dell'High Court of Justice introduce un'importante novità. Il continuo richiamo agli arresti della Corte di Cassazione, e in generale alla nostra giurisprudenza, segnala che i diversi ordinamenti non sono del tutto impermeabili tra loro, specie quando si tratta di criteri e principi di diritto generalmente condivisibili. Questo *modus decidendi*, se per certi versi garantisce una maggiore stabilità alla disciplina internazionale dei derivati, da un angolo visuale più prettamente domestico contribuisce a consolidare gli orientamenti della giurisprudenza, almeno per quanto riguarda l'aspetto qui discusso della speculatività. Tutto ciò premesso e vista la rilevanza della speculatività di questi strumenti finanziari, è di fondamentale importanza stabilire quali siano questi criteri generalmente condivisibili che permettono di dire quando, dal punto di vista giuridico, un contratto derivato è speculativo.

Cominciando dall'ordinamento domestico, è bene premettere che la legge non ci dà alcuna definizione a riguardo e spetta pertanto agli interpreti ricostruire il problema e fornire una soluzione percorribile. La giurisprudenza ha cercato in vari modi di rispondere a questa domanda e di recente la Corte di Cassazione¹⁴ ha richiamato i contenuti della Determinazione Consob n. DI/99013791 del 26 febbraio 1999 (in seguito, "Determinazione"), ivi individuando i criteri per un *hedging test* grazie al quale definire un contratto di copertura e, dunque, in via residuale quando un derivato ha natura speculativa. La Determinazione individua tre precisi criteri di valutazione, stabilendo che uno strumento derivato si considera di copertura quando: 1) le operazioni siano esplicitamente poste in essere al fine di ridurre la rischiosità di altre posizioni detenute dal cliente; 2) sia elevata la correlazione tra le caratteristiche tecnico-

www.dirittobancario.it, Giugno 2020; R. NATOLI, *Tutto ciò che è reale, se non è razionale, è nullo: ma quanto è reale la razionalità pretesa dalle sezioni unite?*, in *www.dirittobancario.it*, giugno 2020; F. SARTORI, *Contratti derivati e sezioni unite: tutela dell'efficienza e dell'integrità del mercato*, in *www.dirittobancario.it*, giugno 2020.

¹⁴ Ta queste Cass., 31 luglio 2017, n. 19013, cit., 1-27 e successivamente Cass., 13 luglio 2018, in *Banca, borsa, tit. cred.*, con nota di E. GROSSULE, *Derivati di copertura*, cit., 365-372.

finanziarie dell'oggetto della copertura e dello strumento finanziario utilizzato a tal fine; 3) siano adottate procedure e misure di controllo interno idonee ad assicurare che le condizioni di cui sopra ricorrano effettivamente. La soluzione della Corte di legittimità, seppur meritevole in quanto si sforzava di individuare un criterio oggettivo da applicarsi *ex ante* al regolamento contrattuale per valutarne la sua capacità di copertura o meno, è stata oggetto di critiche perché la Determinazione sarebbe così impiegata per una finalità estranea alla *ratio* che originariamente ne aveva richiesto l'emanazione da parte della CONSOB. Un altro aspetto critico di questa soluzione è dato dal contesto normativo nel quale deve essere collocata la Determinazione. Tale provvedimento, infatti, contribuisce a definire il contenuto degli articoli 28 comma 3, 37 comma 1 e 43 comma 5 del Regolamento Consob n. 11522/98 (c.d. primo regolamento intermediari regolamento, tra l'altro, già superato dapprima con il Regolamento 16190/2007 e da ultimo con il regolamento del 20307 del 2018. Nonostante queste obiezioni, non si può negare che i criteri individuati nella Determinazione si prestino ad una lettura più ampia. Pur presentandosi come un argomento non pienamente esaustivo per derimere la questione qui discussa, il contenuto della Determinazione, come si avrà modo di sottolineare, fornisce delle indicazioni poi applicate anche in altri contesti¹⁵.

La giurisprudenza non si è però solo limitata a questi interventi. Come si è sottolineato anche di recente con la pronuncia da cui muoviamo queste riflessioni¹⁶, il livello di rischio legato al sottostante è il punto di partenza per la

¹⁵ Non si è, infatti, mancato di sottolineare come detti criteri richiamino all'attenzione dell'interprete indicazioni analoghe fornite dal legislatore europeo sempre con riferimento ai contratti derivati. Su questo autorevolmente P. GIUDICI, *Hindsight bias e instabilità del contratto: la Cassazione torna sugli interest rate swaps*, in *Società*, 2018, 1164-1170; mi sia permesso di rinviare a E. GROSSULE, *Derivati di copertura, valutazione di meritevolezza e regole di condotta. Riflessione a partire da Cass. Civ. n. 18724, 13 luglio 2018*, in *Banca borsa, tit. cred.*, 2020, III, 365-372;

¹⁶ Si veda quanto esposto da A. SCIARRONE ALIBRANDI e riportato nella sentenza dell'High Court of Justice, 2022 EWHC 2586 (Comm), del 14 ottobre 2022.

valutazione del grado di speculatività di uno strumento derivato. Un derivato di copertura produce una riduzione del rischio sottostante, mentre un derivato speculativo crea *ex novo* un rischio o determina un aumento del rischio sottostante. Per questa via, si riconosce che un contratto derivato sottoscritto in assenza di un preesistente rischio da coprire è certamente speculativo e riconducibile alla categoria dei derivati puramente speculativi¹⁷. Allo stesso modo anche una discrepanza notevole tra il rischio sottostante e i termini dello strumento finanziario segnala la speculatività dello stesso¹⁸. Da ultimo, è stato evidenziato come anche la valorizzazione del derivato con il *mark to market* (in seguito, “MTM”) può essere un indice capace di rilevare la speculatività dello *swap*¹⁹. In particolare, se il MTM del *cap* – posto in favore di chi in teoria vuole gestire un rischio di crescita eccessiva dei tassi, ad esempio un’impresa commerciale o un ente pubblico – alla data dello *swap* si presenta molto più basso del MTM del *floor* – stabilito invece a tutela di chi sta vendendo la protezione e quindi tipicamente dell’intermediario finanziario –

¹⁷ La tassonomia dei derivati basata sul proposito economico della controparte è ampiamente descritta da L. STOUT, *Why the Law Hates Speculator, Regulation and Private Ordering in the Market for OTC Derivatives*, in *Duke Law Journal*, vol. 48, 735-736. Negli strumenti derivati detiene una posizione “speculativa” una controparte che stipula il contratto senza l’interesse economico di ridurre un rischio preesistente, sia essa in possesso o meno: di una competenza tecnica specifica con riguardo l’oggetto del derivato, di informazioni non pubbliche o speciali relative al probabile andamento economico del sottostante o, infine, dell’intenzione di mantenere aperta la sua posizione per un periodo di tempo breve o lungo. Al contrario, un “hedger” stipula un contratto derivato con l’interesse economico di ridurre un rischio preesistente al contratto e collegato alla sua attività. Vedi anche T. E. LYNCH, *Gambling by Another Name? The Challenge of purely Speculative Derivatives*, in *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, vol. 17, 2011, 75 ss. Nella giurisprudenza domestica, in questo senso, tra le pronunce più recenti v. Trib. Torino, 21 ottobre 2021, cit.; più risalenti, Trib. Lucera, 26 aprile 2021, in *Giur. comm.*, con nota di C. ROBUSTELLA, *La rilevanza della causa concreta nei contratti di interest rate swap*, 2014, I, 62 ss. e più risalente Trib. Firenze, 5 giugno 2012, in *Il caso.it*

¹⁸ Tra le decisioni che sottolineano questo aspetto, su tutti l’arresto della Cass., 31 luglio 2017, n. 19013, cit., 1. Per quanto riguarda i giudizi di merito ancora, Trib. Roma, 8 gennaio 2016, cit.; e Trib. Torino, 21 ottobre 2021, cit.

¹⁹ Proprio sulla rilevanza del MTM, v. App. Milano, 14 dicembre 2022, cit.

significa che, in concreto, il derivato “inverte” le posizioni delle parti, aggravando, anziché attenuare, il rischio del soggetto che cerca protezione²⁰. È questo il caso, ad esempio, di un *interest rate swap collar* dove il *cap* e il *floor* dovrebbero rappresentare il punto di incontro delle necessità delle controparti in previsione del futuro andamento dei tassi. Se, in concreto, il meccanismo dello swap è tale da invertire le posizioni ci si trova necessariamente di fronte ad un derivato speculativo che non svolge più la sua funzione di trasferimento del rischio dalla parte che cerca una copertura alla controparte finanziaria capace di gestire quel rischio in modo più efficiente²¹.

Qui ritorniamo, all’evidenza, a sottolineare come l’“alta correlazione” tra esposizioni preesistenti e i termini inseriti nel regolamento contrattuale sia ancora una volta un dato determinante per stabilire la speculatività dello strumento

²⁰ Vedi App. Milano, 28 settembre 2020, n. 2393 in *Il caso.it*. Nel caso di specie il derivato è stato dichiarato nullo in quanto contrario all’art. 3, comma 2, lett. d) del Decreto Ministeriale 389/2003 e della Circolare del Ministero dell’Economia e Finanze del 27 maggio 2004 laddove il Decreto Ministeriale consente di acquistare una protezione e non di venderla e con questo intendendo, come appunto chiarito nella Circolare, che l’ente locale dovrebbe acquistare il *cap* per proteggersi dai rialzi e contestualmente vendere il *floor* alla banca che limiti così la sua esposizione. Se il valore MTM del *cap* è di molto inferiore al MTM del *a* significa che in questo caso si sta vendendo un *cap* piuttosto che acquistarlo venendo meno così la funzione - consentita - dello swap di proteggere l’ente dal rialzo dei tassi.

²¹ In generale su contratti derivati E. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2010, p 67 ss. ; F. C. NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, 2007, p 21 ss., 21 ss.; nella letteratura economica, J. C. HULL, *Options futures and other derivatives*, 2021, pp 98-200. In particolare sulla funzione dei derivati nella gestione di un rischio, A. PERRONE, *I contratti derivati over the counter*, in G. GITTI - M. MAUGERI - M. NOTARI (a cura di), in *I contratti per l’impresa*, Bologna, 2013, pp. 255-269; nella letteratura straniera C. L. CULP, *Risk transfer: derivatives in theory and practice*, 2011, ; C. L. CULP, *The Social Functions of Financial Derivatives*, in R. KOLB - J. A. OVERDAHL (a cura di), in *Financial Derivatives: Pricing and Risk Management*, New Jersey, 2009, pp. 57-71; G. KUSERK, *Speculation and Hedging*, in R. KOLB - J. A. OVERDAHL (a cura di), in *Financial Derivatives: Pricing and Risk Management*, New Jersey, 2009, pp. 43-55. G. FERRARINI - P. SAGUATO, *Reforming securities and derivatives trading in the EU: from EMIR to MiFIR*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 13, 2013, pp 319-359

derivato. Pertanto, pur prescindendo dai contenuti della Determinazione come *hedging test*, è possibile concludere che quanto ivi stabilito abbia una valenza generale, essendo quei criteri – ed in particolare quello dell’alta correlazione tra esposizione e caratteristiche dello *swap* – più volte richiamati dalla giurisprudenza a prescindere dalla Determinazione stessa.

Se questo è il quadro tracciato, è possibile dedurre che un contratto derivato strutturato per assorbire il MTM negativo di un precedente *swap* perde il suo principale senso finanziario. In altre parole, un contratto così costruito non guarda a nessun rischio sottostante da coprire, ma risponde ad una finalità diversa: presentare un MTM in grado di assorbire una perdita prodotta da un’altra operazione finanziaria. Il riferimento, dunque, non è più un rischio sottostante, ma la necessità di ottenere delle risorse finanziarie sufficienti per assorbire una determinata perdita. In questi casi, pertanto, si perdono di vista i rischi e, conseguentemente, il derivato si presenta come speculativo²².

Se osserviamo quanto tracciato dalla giurisprudenza sia di merito che di legittimità, in sostanza, la speculatività o meno di uno strumento derivato deve essere stabilita caso per caso con un test che, di fatto, misura la correlazione la validità tra le caratteristiche del rischio sottostante e quelle del regolamento contrattuale.

²² Tribunale di Orvieto con ordinanza del 12 Aprile 2012, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, V, 700 ss. con nota di U. MINNECI, *Osservazioni a Trib. Orvieto 12 aprile 2012*. Il provvedimento in parola sottolinea perfettamente questo punto: se la finalità di rinegoziare il contratto derivato è quella di bloccare le perdite eccessive e fuori controllo derivanti dalla maturazione di differenziali negativi prodotti da un contratto precedente, conseguentemente, il contratto derivato rinegoziato appare sempre meno legato alla sua ragione originaria (la copertura di un rischio rilevante), avvicinandosi pericolosamente a finalità che possono essere definite propriamente speculative. Sullo stesso punto e concordemente anche Trib. Torino, 21 ottobre 2021, cit. La rinegoziazione può procrastinare nel tempo la perdita maturata, diluirla (se ad esempio la durata del contratto si allunga rispetto allo *swap* originario) e, al limite, fa assumere all’esposizione in derivati del cliente una connotazione altamente speculativa, indipendentemente dalla funzione di copertura del primo contratto, nella misura in cui il contratto rinegoziato, per riassorbire la perdita maturata, contiene caratteristiche (nozionale, durata e parametri) prive di “alta correlazione” con l’esposizione esistente.

3.1. (segue) *I derivati speculativi nella prospettiva della regolamentazione europea post crisi finanziaria*

Queste posizioni trovano poi ulteriore sostegno se si allarga la visuale e si guarda ai criteri stabiliti dal legislatore dell'unione per determinare la capacità di un contratto derivato di ridurre o meno il rischio collegato al suo sottostante. In questo stesso alveo, possiamo, infatti, ricondurre quanto detto ai criteri stabiliti nella regolamentazione dei derivati con EMIR e MiFIR/MiFID²³.

La disciplina europea dei derivati, che si è sviluppata nell'era post-crisi finanziaria, si è trovata ad affrontare lo stesso problema di dover individuare dei criteri per definire i derivati di copertura con lo scopo di esentarli dai nuovi obblighi introdotti per contenere il rischio sistemico. Anche se approvati per finalità ben specifiche, sia EMIR che MiFIR – il primo per quanto riguarda la fase di *post* negoziazione dei derivati e il secondo la fase della

²³ Cfr. Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories [2012] OJ L176/1 (EMIR), Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments, [2014] OJ L 173/84 (MiFIR) e Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments [2004] OJ L145/1 (MiFID II). La letteratura su questi temi è molto ampia. Per approfondimenti generali: v. per EMIR e l'impatto sul mercato dei derivati, *ex multis*, P. LUCANTONI, *Securities Clearing and Settlement*, in M. LEHMANN – C. KUMPAN (a cura di), *European Financial Services Law: Article by Article Commentary*, Baden-Baden, 2019, p. 1562 ss.; ID., *Il mercato dei derivati: note preliminari ad uno studio sistematico*, in *Banca borsa e tit. cred.*, fasc. 2, 2017, 182 ss.; N. MOLONEY, *Eu Securities and Financial Markets Regulation*³, 2014, 576 ss. Per quanto riguarda MiFIR e MiFID II, v. M. LEHMANN, *Introduction to MiFID II and MiFID II*, in M. LEHMANN – C. KUMPAN (a cura di), cit., 1 ss.; C. KUMPAN – F. SCHMIDT, *Foreword: The new transparency regime under MiFIR*, in M. LEHMANN – C. KUMPAN (a cura di), cit., 390 ss.; D. BUSCH, *MiFID II and MiFIR: stricter rules for the EU financial markets*, in *Law and Financial Markets Review*, 11, 2017, 26-142; N. MOLONEY, *Eu Securities and Financial Markets Regulation*³, 2014, 511 ss.; D. BUSCH – G. FERRARINI, *Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*, in D. BUSH - G. FERRARINI (a cura di), *Regulation of the EU Financial Markets*, Oxford, 2017, *passim*; G. FERRARINI - P. SAGUATO, *Reforming securities and derivatives trading in the EU: from EMIR to MiFIR*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 13, 2013, 319-359.

negoziante – per imporre rispettivamente l’obbligo di compensazione centrale (art. 4, EMIR) e l’obbligo di negoziazione (art. 28, MiFIR) dei derivati speculativi prevedono un *hedging test* e ne precisano partitamente i criteri. Innanzitutto, l’art. 10 del Regolamento delegato (UE) n. 149/2013 stabilisce che il derivato ha una funzione di riduzione dei rischi quando di per sé o in combinazione con altri contratti, direttamente o anche tramite strumenti correlati, soddisfa uno dei seguenti criteri: copra i rischi legati ad una potenziale variazione del valore di beni, servizi, o passività, legati alla controparte non finanziaria o il gruppo in ragione della loro attività; copra i rischi dovuti alla fluttuazioni dei tassi di interesse, di inflazione, di credito o del rischio di credito che possano impattare indirettamente sul valore dei beni e servizi o delle passività della controparte non finanziaria o del gruppo; costituisca un contratto di copertura in conformità agli International Financial Reporting Standards (di seguito, “IFRS”). Per quanto riguarda MiFIR, l’obbligo di negoziazione è previsto per tutti i derivati compensati centralmente secondo la disciplina di EMIR – e dunque sempre ai criteri dell’art. 10 Regolamento delegato (UE) 149/2013 – lasciando indirettamente a quest’ultimo definire quali contratti sono speculativi e quali di copertura. Questo passaggio si rileva comunque significativo in quanto attesta la possibilità di una applicazione dei criteri di EMIR che prescindono dalla fase di *post-trade* specificatamente regolata. Tant’è vero che, ampliando lo sguardo alla recente regolamentazione dei limiti di posizione (art. 57 di MiFID II), previsti per i contratti derivati su merci, al fine di esentare le posizioni «atte a ridurre i rischi direttamente connessi alle attività commerciali», l’art. 7, par. 1, lett. *a*) e *b*) del Regolamento delegato (UE) 2017/591 della Commissione²⁴ individua le condizioni per tale deroga riprendendo indirettamente quanto stabilito nel Regolamento delegato (UE) 149/2013 almeno in due passaggi importanti: il primo per ribadire che i rischi oggetto del derivato devono essere direttamente

²⁴Per un approfondimento sulla disciplina dei derivati su commodity si rinvia a A. SCIARRONE ALIBRANDI - E. GROSSULE, *Commodity Derivatives*, in D. BUSH - G. FERRARINI (a cura di), *op.cit.*, 439-467.

connessi con l'attività commerciale della controparte finanziaria interessata; il secondo per rinviare ancora una volta alla definizione contabile di contratto di copertura secondo gli IFRS (art. 7, par. 1, lett. *a*) e *b*)).

Alla luce di quanto detto, si sottolinea una volta ancora che i criteri dell'*hedging test*, pur nella loro formulazione generale, richiedano sempre la stretta correlazione tra il contenuto del contratto e l'attività o il rischio della controparte finanziaria. Il richiamo esplicito ai principi contabili internazionali ribadisce ulteriormente la necessità di tale correlazione²⁵. Il richiamo in diversi ambiti, MiFIR e MiFID II, dei parametri introdotti con EMIR depone in favore di un loro impiego generale e non limitato al loro più ristretto ambito di applicazione.

3.2 (*segue*) *La speculatività dei derivati nella giurisprudenza inglese*

La giurisprudenza inglese conferma la consistenza delle due precedenti prospettive. Le decisioni d'oltremontana si pongono, infatti, in una linea di coerenza sia con i criteri della giurisprudenza domestica sia con quanto previsto dalla disciplina dell'Unione appena richiamata.

²⁵ Su questa linea si pone, necessariamente, anche il nostro ordinamento. Tant'è vero che l'art. 2426, n. 11-bis, cod. civ., stabilisce che «si considera sussistente la copertura in presenza, fin dall'inizio, di stretta e documentata correlazione tra le caratteristiche dello strumento o dell'operazione coperti e quelle dello strumento di copertura»²⁵. Detta correlazione sussiste sia quando il contratto derivato è direttamente connesso con il rischio – ha esattamente lo stesso sottostante e la stessa data di regolamento – sia quando il derivato è collegato ad uno strumento o ad una attività correlata – un sottostante diverso ma molto simile in termini di comportamento economico. Inoltre, il rischio può essere coperto da una combinazione di contratti derivati, compresi i derivati di copertura che liquidano precedenti derivati ormai slegati dai rischi connessi all'attività commerciale in ragione di una loro evoluzione. Il comma 11-bis, dell'articolo 2426, cod. civ., è stato introdotto dal D.lgs. 139 del 18 agosto 2015. Il decreto ha adeguato il nostro ordinamento alla direttiva 2013/34/UE relativa ai bilanci di esercizio, ai bilanci consolidati e alle relative relazioni di talune tipologie di imprese. In questi termini il Considerando n. 18 e n. 19 del regolamento delegato (UE) n. 149/2013. C. ANGELICI, *Alla ricerca del «derivato»*, Milano, 2016, 11, 112 ss.

Anche la legge inglese non regola espressamente il problema di stabilire a monte quando uno strumento derivato si possa dire o no di copertura. Nel contempo, i giudici inglesi, riconoscendo dei limiti alla capacità di sottoscrivere derivati speculativi da parte di determinati soggetti – enti locali o anche *corporation* –, si sono trovati a dover fissare dei criteri per distinguere questi ultimi dai derivati di copertura. Un primo dato comune, che ricorre nelle loro pronunce, è riconducibile alla capacità del derivato di eliminare o ridurre l'esposizione di una determinata parte da un rischio di mercato o dai rischi legati al sottostante e questa funzione del contratto deve essere quella prevalente. L'assenza di tale caratteristica porta il giudice a considerare speculativo il derivato in questione e questo anche quando potrebbe ritenersi di copertura solo in certe limitate circostanze²⁶. Altre pronunce concludono per la speculatività di un contratto derivato ogni qual volta esso: *i*) generi un nuovo rischio prima inesistente; *ii*) sia funzionale alla raccolta di nuove risorse finanziarie per far fronte a variazioni di prezzi di mercato già avvenuti; e *iii*) produca degli effetti tali da generare un flusso positivo molto contenuto per l'acquirente la protezione solo nel caso di collasso dei mercati, situazione che avrebbe comportato delle perdite invece enormi per lo stesso²⁷. Anche qui emerge la rilevanza della correlazione tra i rischi e il contratto e la sua capacità di eliminarli o quanto meno attenuarli in favore della controparte che acquista la copertura.

²⁶ Cfr. High Court of Justice, 2014 EWHC 3103 (Comm), del 3 ottobre 2014. Il caso fa riferimento ad una società di diritto olandese che ha sottoscritto un derivato con *Credit Suisse* regolato dal Master agreement ISDA governato dalla legge inglese. Il giudice ha osservato che, sebbene le disposizioni contrattuali fossero disciplinate dal diritto inglese, le questioni relative alla capacità erano regolate dall'atto costitutivo delle società e dalla legge del paese di incorporazione. Secondo il diritto olandese, una società ha la capacità di concludere transazioni che costituiscono effettivamente una copertura dai rischi collegati alla sua esposizione finanziaria. Nel caso di specie, poiché alcuni dei contratti stipulati avevano uno scopo speculativo, la loro sottoscrizione ha costituito una decisione *ultra vires*.

²⁷ Detti criteri sono stati individuati da *Standard Chartered Bank v Ceylon Petroleum Corp* (2012) EWCA Civ 1094.

Alla luce di queste determinazioni e sul presupposto che le parti in giudizio erano entrambe di diritto italiano, l'High Court con il *Judgement* del 14 ottobre stabilisce un collegamento tra i criteri individuati dalla giurisprudenza inglese e quella domestica, in particolare negli arresti della Corte di Cassazione. Abbandonando, dunque, l'idea di costruire un *hedging test* applicabile ad ogni transazione oggetto di controversia, il giudice inglese conferma la necessità di procedere ad una valutazione della speculatività caso per caso e, nel farlo, occorre procedere considerando i criteri individuati anche dalla nostra giurisprudenza, condivisi dalla Consob nella Determinazione e altresì presenti nella regolamentazione europea. In altri termini, questi criteri possono essere considerati dei principi generalmente condivisibili e possono assumere una valenza generale.

4. Conclusioni

La disciplina applicabile ad uno strumento derivato dipende dalla sua classificazione come strumento speculativo o di copertura. Il contratto speculativo può essere nullo per difetto di capacità di sottoscriverlo di uno dei contraenti – il caso degli enti locali – o può essere altresì giudicato nullo per difetto di causa meritevole di tutela. Queste ragioni hanno determinato la necessità di individuare dei criteri per stabilire quando il derivato si possa definire speculativo piuttosto che di copertura. Mentre il legislatore europeo, nel regolare le fasi di *trading* e di *post-trading* dei derivati (come stabilito in sede MiFIR/MiFID ed EMIR), si preoccupa di individuare criteri precisi per valutarne la capacità di copertura dei rischi, la legge domestica presenta una lacuna e pertanto spetta agli interpreti individuare gli indici di speculatività degli strumenti finanziari in parola. All'esito di una lunga evoluzione si è pervenuti a definire dei criteri generali utili ai fini del giudizio caso per caso sulla speculatività del derivato. Una volta giunti a queste conclusioni si è posto l'ulteriore problema dell'effettività di tali arresti quando, come spesso accade, oggetto di contestazione è un derivato regolato da un *master agreement* ISDA che rinvia la competenza alla legge e alle corti inglesi. Qui si inseriscono le conclusioni raggiunte con la

recente sentenza dell'High Court of Justice del 14 Ottobre che si rivelano importanti per due ordini di ragioni. In primo luogo e nella prospettiva di un mercato dominato dalla presenza dei contratti standard ISDA, vista la loro funzione, il *judgment* in parola contribuisce alla stabilità delle regole che definiscono la speculatività o meno di questi strumenti finanziari. Per altro verso, la decisione del giudice inglese riconosce che i criteri individuati dalla giurisprudenza domestica per stabilire quando un derivato è speculativo si prestano ad una applicazione più ampia che non si limita al nostro ordinamento. Si tratta, infatti, di indici che richiamano i contenuti degli *hedging test* utilizzati sia dalla stessa giurisprudenza inglese, dalla regolamentazione europea e nei criteri contabili internazionali.

Trattandosi di principi che si prestano ad un riconoscimento generale e non limitato al singolo ordinamento, la sentenza di Londra apre una prospettiva di dialogo tra i due ordinamenti facendo continuo riferimento alla giurisprudenza italiana. Questo *modus operandi* è ritenuto dal giudice la risposta più efficace all'esigenza di definire la disciplina di un contratto soggetto alla legge inglese con controparti di diritto italiano.

In conclusione, dal punto di vista interno, la pronuncia dell'High Court of Justice del 14 Ottobre 2022 consolida gli arresti della Corte di Cassazione e nel contempo contribuisce positivamente, almeno per quanto riguarda l'aspetto della speculatività, a definire i contorni della disciplina dei contratti derivati.

La High Court e i derivati del Comune di Venezia (ovvero: il problema degli *swap* degli enti locali e la mentalità del giurista di *common law*)

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. I fatti. – 3. La legge applicabile. – 4. L’incapacità degli enti locali di perfezionare *swap*. – 4.1. a) lo “*Speculation Argument*”. – 4.2. b) l’“*Indebtedness Argument*”. – 5. La competenza del Consiglio comunale e l’art. 42 t.u.e.l. – 6. Le altre domande ed eccezioni e, in particolare, le conseguenze in punto di restituzione della *voidness* degli *swap* del Comune di Venezia. – 7. Un commento finale.

1. *Introduzione*

Il contratto di *swap* – e, in particolare, di *interest rate swap* – domina ormai da diversi anni la cronaca giudiziaria. Il contenzioso è assai vasto, sia come mole di cause, sia come valore delle stesse; esso riflette, nell’attuale stagione, per lo più l’ampia diffusione di *interest rate swap* nei primi anni dopo il Duemila, allorché molti soggetti, a fronte della conclusione di finanziamenti a interesse variabile, si sono accordati con intermediari finanziari (di regola banche) per perfezionare uno o più *swap* che, sostanzialmente, tramutassero il tasso in fisso. Come ben noto, i tassi di interesse dopo la crisi del 2008 sono crollati, sicché tutti questi *swap* hanno prodotto perdite notevoli a carico dei soggetti che li avevano conclusi; e, a loro volta, tali perdite hanno convinto i soggetti finanziati ad agire contro tali contratti, facendo valere una serie cospicua ed eterogenea di vizi (e di patologie inerenti anche ai relativi procedimenti precontrattuali).

Discorso a parte meritano, poi, gli *swap* conclusi dagli enti locali¹: i quali, soggetti a una disciplina speciale, sono fioriti all’inizio degli anni

¹ Da tenere distinti dai derivati dello Stato, su cui v., di recente, B. MARCHETTI, *La giurisdizione della Corte dei Conti in materia di responsabilità amministrativa: il caso dei contratti derivati del MEF*, in *Giornale dir. amm.*, 2018, 776 ss., e V. BONTEMPI, *Il caso dei contratti derivati del MEF: come incentivare una “amministrazione difensiva”*, in *Giornale dir. amm.*, 2021, 500 ss.

Duemila², per essere poi via via limitati e poi quasi interamente vietati dalle norme entrate in vigore tra il 2007 e il 2013. Molti di tali contratti, peraltro, sono stati conclusi sulla base di accordi quadro ricalcati sull'ISDA (International Swaps and Derivatives Association) Master Agreement³ e, per tale ragione, prevedono l'applicazione della legge inglese e la giurisdizione del giudice d'Oltremarica⁴. Il che ha condotto diversi enti locali a contestare gli *swap* conclusi con le banche di fronte alla High Court e, conseguentemente, ha dato vita a un discreto numero di precedenti inglesi relativi agli “*swap* italiani”: tutti, nella sostanza, sfavorevoli agli enti locali.

² Nei primissimi anni dopo il Duemila si trattava non solo di ripararsi dal rischio di fluttuazione degli interessi variabili, ma anche di convertire un tasso fisso (collegato a prestiti erogati dalla Cassa Depositi) in un tasso variabile, che si ipotizzava in discesa, prevedendo di regola un *cap* (o un *floor* e un *cap*); non di rado si chiedeva, a fronte della fissazione di uno *spread* elevato o di un *cap* alto, di ottenere una somma a titolo di *upfront*, che avrebbe rappresentato nella sostanza un finanziamento, potenzialmente da non restituire o da restituire solo dopo svariati anni e spesso oscurabile nel bilancio dell'ente giacché formalmente non derivante da un contratto con *causa credendi* (sul punto v. M. TRUDU, *L'ente locale come «operatore qualificato» nei contratti su strumenti finanziari derivati*, in *Azienditalia*, 2007, 1107 ss.). Dopo il 2005, a fronte di un rialzo degli interessi variabili, molti enti locali hanno ristrutturato il loro debito e concluso nuovi *swap* (chiudendo i derivati esistenti, che di regola presentavano un MTM negativo, tramite il versamento di una somma, che non veniva però direttamente pagata, ma semmai compensata con un nuovo importo dovuto sempre a titolo di *upfront*). All'esito, gli enti si sono trovati obbligati a pagare tassi fissi abbastanza alti o, ancora più spesso, tassi variabili con *spread* abbastanza elevati e, soprattutto, con *floor* e *cap* molto alti. Per un'ampia ricognizione del fenomeno, di cui si parlerà più nel dettaglio nel prosieguo del contributo, v. l'audizione, tenutasi nel novembre 2004 presso il Senato, della Corte dei conti, intitolata *Analisi sul fenomeno dell'indebitamento in un campione di enti locali*; e veda pure l'*Indagine conoscitiva sulle tematiche relative agli strumenti finanziari derivati*, del maggio 2015, ad opera delle Sezioni riunite in sede di controllo. La stessa sentenza della High Court di cui ampiamente si parlerà nel presente scritto riassume tale scenario ai §§ 149 ss.

³ Su cui v. E. GROSSULE, *Speculatività dei derivati. Considerazioni a partire da High Court of Justice (Comm) del 14 ottobre 2022*, nel presente numero di questa *Rivista*.

⁴ Sui profili di giurisdizione v. di recente, su uno *swap* di un privato concluso sulla base dell'ISDA Master Agreement, Cass., 18 dicembre 2020, n. 29107, in *dejure.it*; in dottrina v. C. CONSOLO e M. STELLA, *L'avventuroso spirito del celebre Morgan non affonda ai Caraibi... è vivo, e imperversa nell'Europa continentale con la vendita dei credit default swap (cds) agli enti pubblici locali*, in *Corr. giur.*, 2011, 1066 ss.

Una recente decisione della High Court of Justice, King's Bench Division, Commercial Court⁵ ha affrontato una volta di più le questioni testé menzionate, fornendo a molte di esse, nell'ambito di una trattazione di notevole profondità e ampiezza, una risposta inaspettatamente⁶ positiva (e favorevole all'ente locale, che tuttavia è poi risultato perdente su un profilo diverso, ma altrettanto rilevante: quello restitutorio). Tale sentenza, che ha visto coinvolti da un lato il Comune di Venezia e dall'altro due importanti istituti di credito, merita un approfondimento, risultando di interesse non solo per chi è dedito allo studio dei derivati, che vi può trovare una rassegna assai completa degli argomenti spesi da enti locali e banche nei contenziosi che hanno dominato la scena negli ultimi anni (unitamente a considerazioni di rara efficacia e puntualità da parte dell'organo giudicante, e cioè il Giudice Foxton), ma anche per lo studioso del diritto europeo e comparato, che vi può rinvenire un caso esemplare di dialogo tra le Corti e, soprattutto, tra giuristi di tradizioni (e mentalità) assai diverse.

⁵ Si tratta di *Banca Intesa San Paolo and Dexia Crediop v Comune di Venezia* [2022] EWHC 2586 (Comm). La si può leggere agli url www.bailii.org/ew/cases/EWHC/Comm/2022/2586.html e blog.ilcaso.it/libreriaFile/7105d-divincenzo-05-11-2022.pdf.

⁶ Anche perché di segno contrario agli enti locali sono state le altre due decisioni emesse dalla High Court in tempo successivo alla nota sentenza Cattolica delle Sezioni Unite (Cass., Sez. Un., 12 maggio 2020, n. 8770, d'ora innanzi anche solo "Cattolica"), ossia *Deutsche Bank v Busto di Arsizio* [2021] EWHC 2706 (Comm) e *Dexia Crediop SpA v Provincia di Pesaro e Urbino* [2022] EWHC 2410 (Comm). Rispetto alla prima decisione, tuttavia, quella sui derivati veneziani non manifesta alcun contrasto frontale: l'esito diverso viene fatto derivare dalle differenti peculiarità degli *swap* oggetto di giudizio (anche se, a ben vedere, l'applicazione corretta e piena dei principi da ultimo enunciati nella sentenza sugli *swap* del Comune di Venezia avrebbe dovuto condurre a esiti opposti anche nel caso di Busto Arsizio: v. le nt. 61 e 68; in senso critico rispetto alla pronuncia in parola v. R. RUOPPO, *Local authorities' capacity to sign derivative contracts: the (mis)application of Italian law by England and Wales High Court*, in *Dir. comm. int.*, 818 ss.). Quanto alla seconda sentenza, essa è di minore interesse (e non verrà considerata nel prosieguo), perché resa a valle di un procedimento semplificato cui non ha partecipato l'ente locale; anch'essa, comunque, esclude una violazione in concreto degli artt. 41, l. n. 448/2001, 119, comma 7 (già 6) Cost. e 42 t.u.e.l., sottolineandosi a tal riguardo soprattutto l'assenza, nello *swap*, di ogni *upfront*.

2. I fatti

Anzitutto, i fatti, per come ricostruiti dal Giudice Foxton⁷.

Il Comune di Venezia nel 2002 emetteva alcuni titoli obbligazionari (“Rialto”) e, quasi contestualmente, perfezionava con la banca Bear Stearns un contratto di *interest rate swap*, connotato da un nozionale pari all’ammontare del finanziamento (e via via ridotto, in misura corrispondente al suo piano di ammortamento). Il Comune si obbligava a pagare a Bear Stearns somme calcolate applicando al nozionale il tasso di interesse variabile USD-LIBOR-BBA, oltre uno *spread* di 95 punti base, con un limite massimo (*cap*) fissato al 5,55% e un limite minimo (*floor*) all’1,3%. La banca avrebbe invece pagato somme conteggiate applicando allo stesso nozionale il tasso di interesse variabile EURIBOR a sei mesi, oltre a 17 punti base (corrispondente al tasso di interesse del finanziamento).

Seguivano nei due anni successivi due modifiche, all’esito delle quali lo *swap*, il cui termine finale inizialmente cadeva a fine 2005, veniva esteso sino alla fine del 2022 (alla data di prevista estinzione del finanziamento) e, soprattutto, vedeva mutare i parametri di calcolo dei flussi pecuniari, portati – quanto al Comune di Venezia – per il periodo tra il giugno 2004 e il dicembre 2006 al tasso EURIBOR a sei mesi, meno 5 punti base, con un *cap* al 6% e un *floor* tra il 2,1 e il 2,5% e per il periodo successivo allo stesso tasso EURIBOR a sei mesi, oltre uno *spread* oscillante tra l’1,5% e il -2% circa, con un *cap* al 7% e una *barrier* oscillante tra il 4% e il 5,7% (con la previsione che, se il tasso fosse sceso al di sotto, il Comune avrebbe pagato un interesse pari al 5,45%).

Si trattava, come ben si vede, di uno *swap* caratterizzato da diversi elementi – *cap*, *floor*, *barrier* – che lo complicavano rispetto al modello più semplice (solitamente denominato *plain vanilla*), rendendolo, come si suol dire, *exotic*.

Nell’aprile 2007 il Comune di Venezia indiceva una gara per ristrutturare il “Rialto Bond” e, al contempo, per concludere un derivato da associare al nuovo finanziamento (il quale, negli intendimenti dell’ente, doveva avere durata più estesa – sino al 2037 – e doveva consentire di recuperare risorse per gli anni 2007 e 2008). Inoltre, il

⁷ Ai §§ 17 ss.

contraente selezionato avrebbe potuto instaurare un rapporto di *partnership*, aderendo al “Club degli Amici di Venezia” e garantendosi un ritorno di immagine (per un periodo di almeno tre anni, a fronte di un contributo economico minimo di 900.000 euro).

Ne seguiva un primo contatto con Banca Opi-Banca Intesa infrastrutture e sviluppo e Dexia e, poi, un loro proposta congiunta, con cui le due banche proponevano di prestare assistenza al Comune nella ristrutturazione del debito (anche organizzando una riunione con i titolari del Rialto Bond) e di concludere due nuovi *swap* (in sostituzione di quello precedente). Banca Intesa offriva anche 930.000 euro a fronte del suo ingresso nel Club degli Amici di Venezia.

A maggio il Comune comunicava ai due istituti di averli selezionati e, nel giugno successivo, la Giunta approvava una delibera (n. 345/2007) che attribuiva un mandato congiunto alle banche e che sfociava in un accordo scritto nel luglio seguente.

Nei mesi a seguire le parti, anche tramite i loro legali, approfondivano gli estremi delle operazioni contrattuali, le quali venivano così descritte da Dexia⁸: a) quanto alla ristrutturazione del debito, lo scopo era di estenderne la durata, beneficiare di condizioni di prestito convenienti e liberare risorse sino alla fine del 2008; b) quanto all'*interest rate swap*, la ristrutturazione era resa necessaria dalla legislazione in vigore (art. 3, circolare 27 maggio 2004 del Ministero dell'Economia e delle Finanze; art. 3, lett. f, d.lgs. n. 389/2003), che imponeva un allineamento tra ammontare del debito e nozionale, nonché tra flussi pagati in relazione al debito e flussi ricevuti tramite lo *swap*.

Il 25 settembre 2007 il Consiglio comunale approvava una delibera (la n. 129/2007) volta tra l'altro ad autorizzare il cambiamento delle condizioni del “Rialto Bond”, nonché la modifica dei derivati esistenti a esso connessi, al contempo autorizzando la Direzione “Finanza, bilancio e tributi” a porre in essere tutti gli atti a ciò necessari. Dalle premesse della delibera si evince che il Comune riteneva, stante i livelli del tempo dei tassi di lungo termine, di realizzare dei risparmi di spesa

⁸ Il Comune di Venezia, cui premeva dare una risposta a certi commenti negativi apparsi sulla stampa, aveva chiesto alle due banche un documento che chiarisse gli estremi delle operazioni.

(pari ad alcuni milioni di euro, che si sarebbero riflessi anzitutto nel *budget* per gli anni 2008-2009).

La conclusione dei contratti, assieme agli altri fatti più rilevanti, si situano tutti nel dicembre 2007, allorché, in una manciata di giorni il Direttore della Direzione finanziaria incaricava Brady Italia di approfondire i termini delle operazioni per conto del Comune di Venezia (tra il 13 e il 17 dicembre); le banche prendevano contatto, tramite il Comune, con Bear Stearns per la chiusura dello *swap* in essere (il 17-20 dicembre); sempre le banche comunicavano a Brady Italia le condizioni delle operazioni (il 18 dicembre); il Direttore della Direzione finanziaria completava il questionario di profilazione Mifid (il 18 dicembre)⁹; veniva conclusa la ristrutturazione del “Rialto Bond”, la cui scadenza veniva portata al 2037, con previsione di una cedola da pagare dal dicembre 2007 in poi pari al tasso EURIBOR a sei mesi più 21 punti base¹⁰.

Il 20 dicembre 2007 il Direttore della Direzione finanziaria deliberava di approvare i contratti connessi al nuovo *swap* e ne dava comunicazione al Ministero dell’Economia e delle Finanze, sottolineando il carattere di “copertura” dei due nuovi derivati. Infine, il 21 dicembre, veniva sottoscritto un contratto quadro concluso sulla base di un modello internazionale e steso in inglese (l’ISDA Master Agreement) e una conferma in italiano rivolta a ciascuna banca relativa ai termini dello *swap* (il cui nozionale era suddiviso tra le due banche); contestualmente, poi, veniva firmato l’accordo di “novazione” con Bear Stearns, che in realtà null’altro stabiliva se non il pagamento di una certa somma da parte degli istituti di credito a fronte del trasferimento agli stessi dello *swap* già in essere (che veniva in pari tempo chiuso).

I due nuovi derivati (come detto, sostanzialmente un solo derivato, suddiviso quanto a nozionale tra le due banche) prevedevano: a) una

⁹ Si riportava, tra l’altro, che Venezia aveva familiarità con i derivati *plain vanilla*, che le valutazioni alla base delle scelte finanziarie erano di norma effettuate da una struttura interna, che le operazioni in derivati erano monitorate con il supporto di una struttura esterna, e che gli obiettivi della sua strategia di gestione del debito includevano sia il contenimento del costo del debito all’interno di un intervallo predefinito, sia la riduzione del suo costo anche a fronte della possibilità di un potenziale aumento.

¹⁰ A tal fine Dexia aveva acquistato titoli obbligazionari e partecipato al voto quale nuovo titolare degli stessi, così da assicurare il raggiungimento del *quorum* del 75%.

durata dal 23 giugno 2007 alla fine del 2037 (in coincidenza con l'estinzione del finanziamento); b) il pagamento da parte del Comune, per il tempo tra il 23 giugno e il 23 dicembre 2007, del tasso EURIBOR a sei mesi oltre 17 punti base (pari al tasso del vecchio finanziamento); per il tempo successivo, sino al 23 giugno 2010, un tasso fisso del 4,67% se il tasso EURIBOR a sei mesi fosse sceso sotto il 4,5%, il tasso EURIBOR a sei mesi oltre 17 punti base se tale tasso fosse stato compreso tra il 4,5% e il 6,5% e un tasso fisso del 6,67% se invece l'EURIBOR a sei mesi avesse ecceduto il 6,5%¹¹; da fine 2010 al 23 dicembre 2037, un tasso fisso del 5,465% se il tasso EURIBOR a sei mesi fosse sceso sotto il 5,255%, il tasso EURIBOR a sei mesi oltre 21 punti base se tale tasso fosse stato compreso tra il 5,255% e il 6,79% e un tasso fisso del 7% se invece l'EURIBOR a sei mesi avesse ecceduto il 6,79%¹²; c) il pagamento da parte della banca di un tasso variabile, pari all'EURIBOR a sei mesi più 17 punti base (sino al 23 dicembre 2007) e più 21 punti base (sino all'estinzione dell'operazione)¹³. Le banche, come praticamente sempre avviene in questi casi, concludevano con altri istituti di credito altri *swap* di copertura (chiamati nella sentenza «back-to-back hedging swaps») relativi ai rischi derivanti dal derivato perfezionato con il Comune di Venezia, così di fatto rendendo “fissa” la loro esposizione e lucrando il (solo) differenziale di valore tra gli *swap* conclusi con il Comune e quelli perfezionati con gli altri istituti.

Le operazioni, come si è visto, erano abbastanza complesse: ma a un osservatore esperto non sarebbe sfuggito che lo *swap* con Bear Stearns

¹¹ Nella sostanza, quindi, il tasso EURIBOR a sei mesi oltre 17 punti base con un *collar* (ossia un *cap* e un *floor*), fissato sul tasso EURIBOR a sei mesi, ma con obbligo di pagamento del tasso EURIBOR a sei mesi stesso con l'aggiunta di 17 punti base.

¹² Anche qui, nella sostanza, il tasso EURIBOR a sei mesi oltre 21 punti base con un *collar* calcolato sul tasso EURIBOR a sei mesi, ma pagato con l'aggiunta dei 21 punti base.

¹³ Salva la differenza di 4 punti base tra il periodo fine 2007-fine 2010 e il periodo fine 2010-fine 2037, il grosso dell'operazione stava nel *cap* e nel *floor*: il secondo proteggeva il Comune di Venezia da rialzi dei tassi oltre il 6,5% o il 6,79% (un rialzo, per vero, molto elevato e poco probabile anche nel 2007, prima delle ripetute crisi finanziarie), a fronte di un *floor* pari al 4,5% e poi al 5,255% (anch'esso abbastanza alto). Si tratta di un'operazione assai diffusa in quegli anni: v. sul punto F. STROCCHIA, *Gestione del debito tramite i derivati*, in *Azienditalia*, 2007, 411 ss.

aveva valore – *mark to market*¹⁴ – negativo (non giustificandosi altrimenti il pagamento alla banca di una somma, peraltro assai elevata – quasi 8 milioni di euro – per ottenerne la chiusura); che Banca Intesa e Dexia sborsavano tale somma e, conseguentemente, dovevano recuperare quest'esposizione economica¹⁵; che quindi, necessariamente, i nuovi *swap* presentavano un *upfront* a favore di Venezia, compensato dalle banche con il debito maturato per aver estinto il derivato con Bear Stearns¹⁶; che quindi, altrettanto necessariamente, gli *swap* oggetto d'indagine erano doppiamente sbilanciati a favore delle banche (sia perché inevitabilmente esso prevedeva un compenso a loro favore, sia perché dovevano consentire loro di recuperare l'*upfront* a favore del Comune di Venezia).

Il Giudice Foxton, non a caso, si è domandato fino a che punto il Comune di Venezia – e in particolare il Direttore della Direzione finanziaria – comprendesse il funzionamento degli *swap* e in particolare di quelli perfezionati a fine 2007. Secondo il Giudice, il Comune aveva sì una qualche conoscenza ed esperienza in tema di *swap*, ma non era certo un “investitore sofisticato”, non essendo in grado di elaborare scenari probabilistici, comprendere il MTM di un *cap* o di un *floor*, ipotizzare le probabilità di un aumento o una discesa dei tassi sotto un

¹⁴ Il *mark to market* è il “valore” di uno *swap* in un certo momento, determinato (in astratto) dalla differenza attualizzata tra i flussi pecuniari a carico dell'una o dell'altra parte (poiché risulterebbe assai difficile compiere queste valutazioni probabilistiche, di regola le banche calcolano il MTM in altro modo, ad esempio verificando la media tra il costo di acquisto e il costo di vendita di un certo *swap* in un dato momento; se poi lo *swap* consta di elementi ulteriori, come *cap* o *floor*, anch'essi vengono prezzati modo analogo). Al tempo della conclusione di uno *swap* il MTM è di regola lievemente sbilanciato a favore dell'istituto di credito; nella vita dello *swap*, però, il MTM inevitabilmente muta e viene di regola a rappresentare il costo di “chiusura” di una certa posizione contrattuale (come avvenuto, nel caso di specie, per la “chiusura” dello *swap* con Bear Stearns).

¹⁵ Avviene, non di rado, che un *interest rate swap* abbia MTM fortemente negativo, a sua volta riequilibrato dal pagamento immediato – a favore della parte sfavorita – di una somma di denaro. Di tutto ciò parleremo meglio oltre.

¹⁶ Si tratta di un *modus operandi* spesso seguito nelle “rinegoziazioni” degli *swap*, tale da occultare al cliente il vero costo della chiusura del vecchio *swap* (tanto che non di rado i clienti supponevano che tale costo fosse pari a zero e, comunque, che il semplice andamento del mercato avrebbe permesso tanto al cliente, quanto alla banca, di trarre vantaggio dall'operazione).

cap o un *floor*, capire l'effetto negativo sui nuovi *swap* dell'avvenuta copertura del MTM negativo del vecchio derivato con Bear Stearns.

È probabile invece, come nota la Corte, che il Comune – e quindi, di nuovo, il Direttore della Direzione finanziaria – si aspettasse che i nuovi *swap* consentissero, in uno, di chiudere “senza spese” lo *swap* già in essere (e quindi “incorporando” gli eventuali costi di tale chiusura) e, al contempo, di proteggere l'ente da un incremento dei tassi di interesse (con riguardo all'operazione di finanziamento oggetto di ristrutturazione). Altrettanto probabile è che il Comune supponesse che tali obiettivi non fossero tra loro incompatibili e che la struttura finanziaria dei nuovi *swap* consentisse di perseguirli, senza che venisse alterato il rischio di mercato del derivato: il che costituiva un profondo fraintendimento, in cui tuttavia non pochi enti pubblici (e non pochi privati) sono caduti in quel torno di anni.

Né, in senso contrario, potrebbe addursi che al Comune di Venezia veniva prestata una consulenza assai qualificata da Brady Italia: quest'ultima, infatti, era intervenuta nelle trattative solo pochi giorni prima del perfezionamento degli *swap* oggetto di contenzioso, limitandosi ad approvare in modo assai generico i termini dell'operazione. Il *report* finale, pur retrodato al 21 dicembre 2007, era stato poi in realtà ultimato a fine febbraio 2008 (e, del resto, la complessità dell'affare non avrebbe consentito tempi più ristretti).

Il resto è storia recente: nel 2018 il Comune di Venezia autorizzava il Sindaco ad agire contro le banche in relazione ai derivati risalenti al 2007; nel 2019 promuoveva un contenzioso in Italia contro le banche sul presupposto della validità e vincolatività dei contratti oggetto di lite; a fine 2020, presumibilmente a seguito dell'importante e assai nota sentenza Cattolica delle Sezioni Unite (resa proprio in un caso di *swap* di un ente locale), il Comune anticipava alle banche che avrebbe continuato a pagare le somme dovute in virtù degli *swap*, ma senza che comportasse acquiescenza o rinuncia alcuna e con ampia riserva di ripetere i pagamenti nel caso fosse stata accertata l'invalidità dei contratti derivati; di qui, le banche esperivano di fronte alla High Court un'azione giurisdizionale, volta ad accertare la validità dei contratti: e in tale sede il Comune chiedeva, tra le altre cose, che fosse dichiarata la nullità degli *swap*, adducendo che l'ente locale non era dotato del potere di concluderli e che essi dovevano comunque dirsi contrari a

norme italiane imperative, e domandava che fosse accertato l'obbligo delle banche di restituire degli importi netti incassati.

3. *La legge applicabile*

Centrali, nella soluzione del caso in esame, sono risultate le questioni di diritto internazionale privato¹⁷.

Tanto l'ISDA Master Agreement (ossia, il contratto quadro), quanto le due conferme (ossia, i due ordini esecutivi), prevedevano l'applicazione della legge inglese. Nondimeno, per il diritto internazionale privato inglese¹⁸, alle questioni di capacità e di rappresentanza degli enti dev'essere applicato il diritto dello Stato in seno al quale tali enti assumono soggettività¹⁹: il che è logico, e riflette un principio assai diffuso in tutti gli ordinamenti, giacché un certo ente non può che avere i poteri (e l'assetto interno) che si vede riconosciuti dal sistema giuridico in seno al quale viene a esistenza.

Il vero problema, nota il Giudice Foxton, è semmai distinguere le questioni di "capacity" o "authority" da quelle che riguardano invece "validity" ed "efficacy" dei contratti (con il linguaggio italiano, parleremmo – con qualche divergenza – di questioni di capacità giuridica e rappresentanza degli enti e di questioni di liceità e non contrarietà a norme imperative). Per il che ci si può riferire a un importante precedente (*Haugesund Kommune v DEPFA ACS Bank* [2010] EWCA Civ 579), secondo il quale – in estrema intesi – ai fini dell'applicazione della regola di diritto internazionale privato inglese è centrale la qualificazione fornita dall'ordinamento interno (inglese), quantunque tale qualificazione, in considerazione dello scopo di politica del diritto della regola stessa, debba essere intesa in modo

¹⁷ V. §§ 107 ss. della sentenza sui derivati del Comune di Venezia. Sul punto v. anche, con riferimento alla sentenza Busto, R. RUOPPO, *op. cit.*, 811 ss.

¹⁸ Sul punto non è applicabile la Convenzione di Roma (e meno che meno, anche *ratione temporis*, il Regolamento Roma I): la quale, all'art. 1, comma 2, lett. e, esclude dal suo perimetro le «questioni inerenti al diritto delle società, associazioni e persone giuridiche, quali la costituzione, la capacità giuridica, l'organizzazione interna e lo scioglimento delle società, associazioni e persone giuridiche, nonché la responsabilità legale personale dei soci e degli organi per le obbligazioni della società, associazione o persona giuridica».

¹⁹ V. *Credit Suisse International v Stichting Vestia Groep* [2014] EWHC 3103 (Comm).

ampio, per così dire internazionalistico, non limitandosi cioè alla più ristretta definizione fornita dal diritto inglese a fini interni²⁰.

Ne consegue dunque che la mancanza di capacità va intesa come assenza «of substantive power to conclude a contract of a particular type, to be judged by reference to any constitutional documents, statutes and rules of the law of the country where the corporation is situated» (dove anche il riferimento al concetto di «constitution» va letto in senso ampio e, quindi, internazionalistico).

E, poiché talune difficoltà rimangono anche applicando il principio individuato da *Haugesund*, il Giudice Foxton ha sentito la necessità di elaborare un *test* di dettaglio, costituito da altrettanti argomenti da valorizzare nell'uno o nell'altro senso (ossia, per comprendere se la disposizione straniera riguarda *capacity* o *validity*). Ad esempio: se la disposizione dell'ordinamento straniero è generale, sembrerà porre un divieto generale; se, al contrario, riguarda specificamente enti di un certo tipo, sembrerà volta a limitarne la capacità. E ancora: se l'attività vietata appare di per sé illecita, la disposizione mirerà evidentemente a precluderla in ragione della sua illiceità; se, invece, essa risulta lecita, anche perché ammessa per altri soggetti, la disposizione sarà volta a stabilire una regola di capacità²¹. In ogni caso, le conseguenze del *lack of capacity* saranno regolate dal diritto inglese (sicché, di norma, la conseguenza sarà la *voidness* del contratto).

Quanto poi alla questione di rappresentanza degli enti²², secondo il Giudice Foxton essa è regolata dalla «law of the place of incorporation», ferma l'esigenza di qualificare anche tale questione

²⁰ L'argomento è ben noto anche alla nostra dottrina internazionalprivatistica, che risolve la questione di qualificazione di norma sulla base della *lex fori* (e non della *lex causae*), pur con taluni temperamenti. Cfr. F. MOSCONI e C. CAMPIGLIO, *Diritto internazionale privato e processuale*, I, *Parte generale e contratti*¹⁰, UTET, 2022, 253 ss.

²¹ L'esito finale, se non si sbaglia, è quello di rileggere le norme dell'ordinamento «di arrivo» alla luce della qualificazione – ampia e internazionalistica – della questione di *capacity*: con la conseguenza di creare una sorta di «circolo ermeneutico» tra i due ordinamenti coinvolti, diretto a evitare una lettura troppo rigida delle regole dell'uno o dell'altro.

²² Meglio approfondita ai §§ 304 ss., ove vengono esaminati nel dettaglio *Law Debenture Trust Corp v Ukraine* [2017] EWHC 655 (Comm) e le due decisioni *Integral Petroleum SA v SCU-Finanz AG* [2014] EWHC 702 (Comm) e [2015] EWCA Civ 144.

sulla base di un approccio ampio²³. Viceversa, sono regolati dal diritto inglese i temi della rappresentanza apparente, così come quelli della ratifica del contratto, e pure tutti quelli inerenti alla conseguenza della mancanza di rappresentanza (reale o apparente) e all'esistenza di una ratifica.

Fornita una soluzione soddisfacente ai temi di diritto internazionale privato, il Giudice Foxton si è soffermato su due domande (altrettanto interessanti, nonché essenziali nell'economia della sentenza) inerenti al (modo di verificare il) contenuto del diritto italiano da applicare ai rapporti contrattuali oggetto di contenzioso.

Il primo interrogativo, relativo al momento rispetto a cui individuare il contenuto del diritto italiano, appare più semplice da risolvere: il rinvio al diritto italiano deve ritenersi per così dire “mobile”, e non già “fisso”, sicché il diritto in parola è quello che oggi risulta essere vigente (fermo restando il rispetto del principio *tempus regit actum*). In realtà, però, la domanda nasconde un profilo di maggiore complessità: se essa è scontata per quanto attiene alla legislazione, non così è con riferimento alle novità giurisprudenziali. Detto in altri termini: ove, dopo la conclusione di un certo contratto, le Corti compiano un profondo *revirement* nell'interpretazione della legge applicabile, può affermarsi che esse si stiano limitando a “dire” quello che era il diritto già in essere oppure il loro potere creativo arriva al punto da ritenere che esse stiano “cambiando” il diritto in essere? Del resto, per quanto il ruolo delle Corti sia formalmente “dichiarativo”, non v'è dubbio che la giurisprudenza, anche in sistemi di *civil law*, è fonte del diritto; così come non v'è dubbio che in taluni casi i cambiamenti giurisprudenziali ledano profondamente l'affidamento nella certezza del diritto (tanto che gli ordinamenti di *common law*, più pragmatici e più attenti alla *legal certainty*, hanno all'uopo inventato il *prospective overruling*).

Tocchiamo, qui, un profilo che tornerà di rilievo nella decisione: un profilo rispetto a cui il Giudice Foxton, da buon *common lawyer*, appare

²³ Sul punto, come osserva il Giudice Foxton, la Convenzione di Roma – e così pure il successivo Regolamento Roma I – non si applica, in virtù dell'esclusione di cui alla lettera f dell'art. 1, comma 2 (riferita «alla questione di stabilire se l'atto compiuto da un intermediario valga a obbligare di fronte ai terzi la persona per conto della quale egli ha affermato di agire, o se l'atto compiuto da un organo di una società, associazione o persona giuridica valga ad obbligare di fronte ai terzi la società, l'associazione o la persona giuridica»).

assai sensibile e che, anzi, finirà per essere centrale nella soluzione del caso. La giurisprudenza italiana in tema di *swap*, ritiene il Giudice, è cambiata in modo profondo negli ultimi anni e in particolare alla sentenza Cattolica si deve un *revirement* in larga parte inatteso: il che, quantunque non possa impedire di ritenere che il diritto italiano fosse, al tempo della conclusione dei contratti, quello poi “dichiarato” da Cattolica, deve in qualche modo essere considerato nella decisione complessiva.

Il secondo quesito inerente al diritto italiano è, se possibile, ancora più complesso. Si chiede il Giudice Foxton se, nell’applicare il diritto straniero, egli può – e fino a che limite può – ritenere “sbagliato” un certo orientamento giurisdizionale. L’interrogativo, in realtà, fa parte di tutte quelle complesse questioni che emergono allorché – come sempre più spesso avviene negli ordinamenti di *civil law* – la giurisprudenza, stante anche la complessità degli ordinamenti stessi, assume una posizione da protagonista nel sistema delle fonti del diritto. Il diritto interpretato dai giudici, il cosiddetto diritto vivente, riflette il diritto interno di uno Stato anche se è viziato da un errore di comprensione o comunque se l’interpretazione di certe fonti può essere migliorata? E, a monte, è corretto parlare di “errori” e “margini di miglioramento”? E può farlo un giudice “straniero”?

La risposta della Corte nel caso di specie appare ispirata a quello spirito pragmatico che, come si diceva, è tipico dei giudici d’Oltremania. È possibile ipotizzare, afferma il Giudice Foxton, che una certa decisione non rifletta il diritto straniero: non tanto, però, perché essa appare irragionevole nella prospettiva pratica o illogica in chiave teorica, ma piuttosto perché risulta probabile che essa venga sconfessata da nuovi precedenti. Con la conseguenza che, se una decisione è assai antica ed è stata spesso ribadita, sarà assai difficile concludere nel senso che essa non «reflects the law of the relevant jurisdiction».

4. *L’incapacità degli enti locali di perfezionare swap*

Il centro del contenzioso, com’era facile da immaginare, ha riguardato i profili di incapacità degli enti locali di concludere *swap*.

Il tema intercetta un itinerario legislativo molto noto, che conviene qui ripercorrere (sempre adottando la prospettiva del Giudice Foxton²⁴), distinguendo i problemi relativi allo scopo (necessariamente) di copertura dello *swap* e quelli inerenti invece alla finalità di finanziamento²⁵.

Lo scopo di copertura dello *swap* si collega all'ammissione stessa della conclusione di *interest rate swap* da parte degli enti locali: operazioni che sono state dapprima consentite²⁶ dall'art. 41, l. n. 448/2001 (legge finanziaria per il 2002), il quale, al comma 2, prevedeva che «gli enti di cui al comma 1 [tra cui i Comuni] possono emettere titoli obbligazionari e contrarre mutui con rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza, previa costituzione, al momento dell'emissione o dell'accensione, di un fondo di ammortamento del debito, o previa conclusione di *swap* per l'ammortamento del debito»²⁷.

L'art. 41, comma 1, rinviava poi a un decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze tra l'altro per la disciplina dell'«utilizzo degli strumenti derivati da parte dei succitati enti»; conseguentemente, l'art. 3, d.m. n. 389/2003, precisava che erano consentite, purché «in corrispondenza di passività effettivamente dovute», anche altre operazioni su derivati, come l'acquisto di *swap*, di *cap* o di *collar* di tassi di interesse, nonché altre operazioni derivate finalizzate alla ristrutturazione del debito, con scadenza non posteriore a quella

²⁴ V. §§ 129 ss.

²⁵ In dottrina vedilo sintetizzato ad esempio da F. CORTESE, *Derivati e finanza locale: il caso italiano*, in F. Cortese e F. Sartori (a cura di), *Finanza derivata, mercati e investitori*, ETS, 2010, 218 ss.

²⁶ Ci si potrebbe chiedere, a dire il vero, se tali norme, nel prevedere certe condizioni per la conclusione di *swap*, abbiano generalmente proibito in tutti gli altri casi la conclusione di contratti derivati o abbiano piuttosto previsto delle limitazioni e dei vincoli in un'area lasciata per il resto all'autonomia contrattuale degli enti. La prima tesi è quella assolutamente dominante (per tutti v. G. ASTEGIANO, *Enti territoriali e strumenti finanziari derivati: ristrutturazione e responsabilità*, in *Azienditalia*, inserto n. 6/2008, IV).

²⁷ Già prima l'art. 2, d.m. n. 420/1996, aveva previsto, con riguardo ai *foreign currency swap*, che «per la copertura del rischio di cambio tutti i prestiti in valuta estera devono essere accompagnati, al momento dell'emissione, da una corrispondente operazione di *swap*. L'operazione di *swap* dovrà trasformare, per l'emittente, l'obbligazione in valuta in un'obbligazione in lire, senza introdurre elementi di rischio».

associata alla sottostante passività (a patto che «i flussi con esse ricevuti dagli enti interessati siano uguali a quelli pagati nella sottostante passività e non implicino, al momento del loro perfezionamento, un profilo crescente dei valori attuali dei singoli flussi di pagamento, ad eccezione di un eventuale sconto o premio da regolare al momento del perfezionamento delle operazioni non superiore a 1% del nozionale della sottostante passività»²⁸). Inoltre, una circolare del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 27 maggio 2004 aggiungeva che nell'acquisto di un *collar* era implicito l'acquisto di un *cap* e la vendita di un *floor*, quest'ultima consentita solo per finanziaria la protezione contro l'innalzamento dei tassi offerta dallo stesso *cap*.

Alcune modifiche rispetto a questo scenario sono dapprima intervenute con l'art. 1, commi 736-737, l. n. 296/2006 (legge finanziaria per il 2007)²⁹, con l'art. 1, commi 381 ss., l. n. 244/2007 (legge finanziaria per il 2008)³⁰ e poi, soprattutto, con l'art. 62, d.l. n.

²⁸ Non è chiaro se questa previsione riguardasse tutti i derivati o solo le "altre operazioni" menzionate in chiusura dalla previsione normativa. La prima tesi – sostenuta da G. ASTEGIANO, *Enti territoriali e strumenti finanziari derivati: margini di utilità e rischi*, in *Azienditalia*, inserto n. 5/2008, XI, e almeno all'apparenza da C. Conti, sez. contr. Lombardia, 26 ottobre 2007, n. 596 – appare in realtà contraria al tenore letterale della disposizione; nondimeno, essa può ritenersi persuasiva sulla base di un'interpretazione sistematica e funzionale della stessa. Tuttavia, preme osservare che esso è stato di regola trascurato dalle sentenze pronunciate nei giudizi relativi a *swap* con *upfront* (pure in quelli in cui l'*upfront* era stato compensato con le spese di chiusura di un derivato preesistente). Una tesi ancor più stringente (per cui l'*upfront* doveva ritenersi ammesso, peraltro solo nei limiti dell'1% del nozionale, unicamente in caso di operazione volte alla ristrutturazione del debito) in S. VESENTINI, *Il giudice civile si pronuncia sui derivati utilizzati dagli enti locali: l'upfront nei contratti di interest rate swap*, in *Resp. civ.*, 2010, 829. Esclude l'ammissibilità di un *upfront* in caso di operazioni di ristrutturazione di preesistenti derivati M. COGNOLATO, *Componenti derivative e causa di finanziamento*, in *Le operazioni di finanziamento*, diretto da F. Galgano e curato da E. Panzarini, A.A. Dolmetta e S. Patriarca, Bologna, 2016, p. 1712, nt. 39.

²⁹ Secondo cui, tra l'altro, «le operazioni di gestione del debito che utilizzano strumenti derivati, effettuate dalle Regioni e dagli enti di cui al testo unico di cui al decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267, devono essere finalizzate alla riduzione del costo finale del debito e alla riduzione dell'esposizione ai rischi di mercato. Gli enti possono effettuare tali operazioni solo a fronte di corrispondenti passività scadute, tenendo conto della copertura dei rischi di credito assunti».

³⁰ A mente del quale «i contratti di strumenti finanziari anche derivati, sottoscritti da Regioni ed enti locali, sono informati alla massima trasparenza. I contratti di cui al

112/2008, conv. dalla l. n. 133/2008, parzialmente modificato dalla l. n. 203/2008, secondo cui «agli enti di cui al comma 2 [tra cui ancora una volta i Comuni] è fatto divieto di stipulare, fino alla data di entrata in vigore del regolamento di cui al comma 3, e comunque per il periodo minimo di un anno decorrente dalla data di entrata in vigore del presente decreto, contratti relativi agli strumenti finanziari derivati. Resta ferma la possibilità di ristrutturare il contratto derivato a seguito di modifica della passività alla quale il medesimo contratto derivato è riferito, con la finalità di mantenere la corrispondenza tra la passività rinegoziata e la collegata operazione di copertura».

La legge di stabilità per il 2014, l. n. 147/2013, con il suo art. 1, comma 572, ha infine chiuso le porte alla conclusione di *interest rate swap* da parte di enti locali, modificando il citato art. 62, d.l. n. 112/2008, e sancendo che, salve alcune eccezioni e a pena di nullità (relativa) del contratto, «agli enti di cui al comma 2 è fatto divieto di: a) stipulare contratti relativi agli strumenti finanziari derivati previsti dall'articolo 1, comma 3, del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58; b) procedere alla rinegoziazione dei contratti derivati già in essere alla data di entrata in vigore della presente disposizione; c) stipulare contratti di finanziamento che includono componenti derivate».

Con riguardo al (diverso) tema dell'indebitamento degli enti locali, vale la pena di ricordare anzitutto l'art. 119, comma 7 (al tempo comma 6), Cost., il quale stabilisce in particolare che «i Comuni, le Province, le Città metropolitane e le Regioni ... possono ricorrere all'indebitamento solo per finanziare spese di investimento». Con legge costituzionale n. 1/2012 è stato poi previsto che ciò avvenga «con la

comma 382 devono recare le informazioni ed essere redatti secondo le indicazioni specificate in un decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze, da emanarsi sentite la Consob e la Banca d'Italia. Il Ministero dell'Economia e delle Finanze verifica la conformità dei contratti al decreto. La Regione o l'ente locale sottoscrittore di strumenti finanziari di cui al comma 382 deve attestare espressamente di aver preso piena conoscenza dei rischi e delle caratteristiche dei medesimi, evidenziando in apposita nota allegata al bilancio gli oneri e gli impegni finanziari derivanti da tali attività. Il rispetto di quanto previsto ai commi 383 e 384 è elemento costitutivo dell'efficacia dei contratti. In caso di contratti stipulati in violazione di quanto previsto al comma 383 o al comma 384 del presente articolo viene data comunicazione alla Corte dei Conti per l'adozione dei provvedimenti di competenza».

contestuale definizione dei piani di ammortamento e a condizione che per il complesso degli enti di ciascuna Regione sia rispettato l'equilibrio di bilancio».

L'attuazione dell'art. 119 Cost. è avvenuta, tra l'altro³¹, con l'art. 3, l. n. 350/2003 (legge finanziaria per il 2004), il quale indicava quali operazione dovevano dirsi costituire "indebitamento" e quali "investimento" ai sensi dell'art. 119 Cost., con elenco che – nella versione originale della disposizione e con riferimento all'indebitamento – non comprendeva l'(*upfront* pagato in occasione della conclusione di un) *interest rate swap*, recando solo una sorta di clausola finale di salvaguardia, volta a consentire al Ministero dell'Economia e delle Finanze di allargare, sulla base dei criteri definiti in sede europea, la lista delle "tipologie di indebitamento" (clausola poi giudicata incostituzionale per violazione del principio di legalità sostanziale³²³³).

Solo con il comma 9 dell'art. 62, d.l. n. 112/2008, conv. dalla l. n. 133/2008, come modificato dalla l. n. 203/2008, si è stabilito che «all'articolo 3, comma 17, secondo periodo, della legge 24 dicembre 2003, n. 350, dopo le parole: «cessioni di crediti vantati verso altre amministrazioni pubbliche» sono aggiunte le seguenti: "nonché, sulla base dei criteri definiti in sede europea dall'Ufficio statistico delle Comunità europee (EUROSTAT), l'eventuale premio [ossia l'*upfront*] incassato al momento del perfezionamento delle operazioni derivate"»³⁴.

³¹ Già l'art. 30, comma 15, l. n. 289/2002, comminava la sanzione della nullità agli atti e ai contratti con cui gli enti territoriali fossero ricorsi all'indebitamento per finanziare spese diverse da quelle di investimento, in violazione dell'art. 119 Cost.

³² «In forza del quale l'esercizio di un potere politico-amministrativo incidente sull'autonomia regionale (nonché sull'autonomia locale) può essere ammesso solo sulla base di previsioni legislative che predeterminino in via generale il contenuto delle statuizioni dell'esecutivo, delimitandone la discrezionalità»: così CORTE COST., 16 dicembre 2004, n. 425, in *cortecostituzionale.it*.

³³ Anche secondo una circolare del 22 giugno 2007 del Ministero dell'Economia e delle Finanze «la definizione degli swap come soli strumenti di "gestione" del debito è riconfermata dal fatto che in nessuna delle norme richiamate si fa menzione degli strumenti derivati; pertanto, alla luce di quanto sopra, gli strumenti derivati non sono configurabili come operazioni di indebitamento».

³⁴ Ancor più esplicito lo stesso art. 3, comma 17, per come modificato dal d.lgs. 118/2011, art. 75, comma 1, lett. a), secondo cui integra indebitamento «l'eventuale

Disegnato il quadro delle fonti, il Giudice Foxton è passato a considerare il contenzioso sugli *swap* italiani di fronte alle Corti inglesi (non senza aver ricordato che esso è iniziato subito dopo la crisi del 2008: che, avendo ridotto ai minimi termini e per lungo tempo i tassi di interesse, ha creato danni notevoli agli enti che avevano concluso *swap* nel periodo precedente). Il quadro disegnato non è di certo confortante per gli enti locali italiani, i quali praticamente sempre si sono trovati a soccombere.

Lasciando da parte alcuni iniziali casi, per vari motivi di scarso interesse³⁵, l'attenzione si concentra su un numero, abbastanza nutrito, di decisioni che dall'inizio degli anni Dieci ad oggi hanno negato tutela agli enti locali, sostenendo ad esempio che l'art. 41, l. n. 448/2001, lungi dal limitare la capacità degli enti (estesa anche al perfezionamento di derivati speculativi), nella sua originaria versione regolava semplicemente il ruolo di coordinamento del Ministero; che il d.m. n. 389/2003 non imponeva affatto una parità tra *cap* e *floor*; che l'art. 119 Cost. era norma troppo generica per farne derivare l'invalidità di uno *swap*; che la modifica dell'art. 3, l. n. 350/2003, e cioè l'aggiunta

somma incassata al momento del perfezionamento delle operazioni derivate di *swap* (cosiddetto *upfront*)».

³⁵ Si legge al § 153: «the initial disputes were jurisdictional in nature (*Depfa Bank plc v Provincia di Pisa* [2010] EWHC 1148 (Comm), [2012] EWHC 687 (Comm); *UBS Ltd and Another v Regione Calabria* [2012] EWHC 699 (Comm) and later *Dexia Crediop S.P.A. v Provincia Di Brescia* [2016] EWHC 3261 (Comm) and *Deutsche Bank AG v Comune di Savona* [2017] EWHC 1013 (Comm); [2018] EWCA Civ 1740), or applications by the banks for declarations as to the validity of the swap transaction in response to actual or threatened litigation in Italy (*Merrill Lynch v Comune Di Verona* [2012] EWHC 1407 (Comm), in which the local authority did not appear, and *Dexia Crediop SPA v Provincia Di Crotone* [2013] EWHC 3363 (Comm) in which it did, and summary judgment was refused)». Anche più di recente, si legge al § 163, vi sono stati casi che «have involved jurisdiction challenges (*BNP Paribas SA v Trattamento Rifiuti Metropolitan SPA* [2018] EWHC 1670 (Comm), [2019] EWCA Civ 768), an application for negative declaratory relief by a bank (*BNP Paribas SA v Trattamento Rifiuti Metropolitan SPA* [2020] EWHC 2436 (Comm)) and an application to lift an automatic stay of proceedings commenced by two banks for declaratory relief (*Bank of America Europe DAC v Citta Metropolitana di Milano* [2022] EWHC 1544 (Comm))!».

all’elenco degli *swap* con *upfront*, non era di stampo interpretativo, ma innovativo³⁶.

La sola decisione successiva all’importante pronuncia delle Sezioni Unite n. 8770/2020, in tema di *swap* degli enti locali (sentenza “Cattolica”), che il Giudice Foxton ha potuto prendere in considerazione è stata quella relativa ai derivati del Comune di Busto Arsizio (decisione “Busto”)³⁷: rispetto alla quale l’attenzione del Giudice è stata più che altro volta a individuare i limiti entro cui potersene distaccare (in base al diritto inglese, non si trattava di un *binding precedent*, essendo stato emesso da un organo di pari grado, ma comunque di una decisione precedente da cui non allontanarsi se non in presenza di ragioni di un certo peso³⁸).

Di seguito il Giudice Foxton si è dedicato – in una parte assai ampia della decisione – alla sentenza Cattolica³⁹. Quest’ultima, come ben noto, è tanto rilevante quanto complessa: non solo per i temi che tratta, ma soprattutto perché essa si è riferita a profili assai eterogenei, quali la natura e struttura generale degli *swap*, i requisiti generali degli *swap*, il più specifico argomento degli *swap* degli enti locali.

La tesi del Giudice Foxton è, in breve, che la sentenza abbia disposto l’incapacità degli enti locali di concludere *swap* speculativi e volti surrettiziamente a perseguire una finalità di finanziamento (non diretta a sovvenzionare “spese di investimento”, come prescritto dall’art. 119 Cost.). E, in effetti, l’opinione appare condivisibile: quantunque la sentenza Cattolica non brilli per ordine interno, vi si possono

³⁶ A tal riguardo vengono citate: *HSH Nordbank AG v Intesa Sapaolo SPA* [2014] EWHC 142 (Comm); *Intesa Sanpaolo s.p.a. v Regione Piemonte*; *Dexia Crediop S.p.A. v Regione Piemonte* [2013] EWHC 1994 (Comm); *Regione Piemonte v Dexia Crediop Spa* [2014] EWCA Civ 1298; *Dexia Crediop S.p.A. v Comune di Prato* [2015] EWHC 1746 (Comm); *Dexia Crediop SpA v Comune di Prato* [2017] EWCA Civ 428.

³⁷ È la già citata *Deutsche Bank v Busto di Arsizio* [2021] EWHC 2706 (Comm). Quanto a *Dexia Crediop SpA v Provincia di Pesaro e Urbino* [2022] EWHC 2410 (Comm), essa è praticamente coeva alla sentenza sui derivati veneziani e non è stata considerata dal Giudice Foxton.

³⁸ Con riferimento, più specificamente, alla ricognizione del diritto italiano, per ragioni procedurali la sentenza non era dotata di alcuna autorità vincolante.

³⁹ E alle sentenze che avevano chiuso i due gradi di merito (Trib. Bologna, 14 dicembre 2009, n. 5244, in *ilcaso.it*, e C. App. Bologna, 11 marzo 2014, n. 734, in *ilcaso.it*), oltre che all’ordinanza di rimessione Cass., 10 gennaio 2019, n. 493 (in *Giur. it.*, 2020, 71). V. i §§ 176 ss. della sentenza sui derivati veneziani.

distinguere più nuclei, volti rispettivamente a) a ribadire il divieto, mai derogato, per gli enti locali di concludere *swap* speculativi; b) ad affermare che anche nel periodo precedente al 2008 gli *swap* con *upfront* (anche se compensato con un debito originato dalla complessiva rinegoziazione di precedenti derivati) doveva considerarsi operazione di indebitamento, soggetta ai limiti di cui all'art. 119 Cost.; c) a sancire l'applicazione agli *swap* con *upfront* dell'art. 42 t.u.e.l., secondo cui di regola, e salvo eccezioni, è il Consiglio comunale ad approvare le spese che impegnano i bilanci per gli esercizi successivi; d) a individuare limiti ulteriori, per vero generali, dei contratti di *swap*, i quali sono stati ritenuti nulli per una patologia della loro causa (o comunque del loro oggetto) in caso di mancata indicazione del MTM iniziale, dei costi occulti e degli scenari probabilistici (di evoluzione dei tassi)⁴⁰.

Sofferamoci allora, separatamente, sulla trattazione dedicata dalla Corte inglese ai profili a) e b).

⁴⁰ In dottrina è controverso se il § 9 della decisione Cattolica, che ha condiviso la tesi per cui gli *swap* sarebbero nulli in caso di mancata indicazione del MTM iniziale, dei costi occulti e degli scenari probabilistici, volesse riferirsi a tutti gli *swap* tra un intermediario e un cliente o solo a quelli tra banche ed enti pubblici. La prima tesi appare tuttavia più condivisibile, poiché, se è vero che le conclusioni del § 9.8 appaiono riferirsi in particolare agli *swap* degli enti pubblici, tutto il ragionamento precedente è condotto su un piano assai più generale: in tal senso v., *ex multis*, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Causa variabile e causa meritevole dei derivati*, in *dirittobancario.it* (contra, invece, S. PAGLIANTINI, *Dopo le S.U. 8770/2020: i derivati (della P.A.?) ed il paradosso di San Pietroburgo*, in questa *Rivista*, 2020, 136 ss.); peraltro, quest'opinione è anche quella condivisa dalla giurisprudenza maggioritaria (le sentenze successive alla pronuncia Cattolica hanno per lo più ritenuto applicabili i principi di cui al § 9 a *swap* di soggetti privati – si riferiscono infatti a *swap* di privati quasi tutte le sentenze citate nell'ultima parte della successiva nt. 105 –, quantunque talvolta nell'ambito di una motivazione che limitava la portata del precedente Cattolica ai soli *swap* di enti pubblici – cfr. C. App. Roma, 6 dicembre 2022, n. 7900, inedita –; in senso contrario però si vedano la decisione ACF, 16 giugno 2020, n. 2678, sul sito *acf.consob.it*, nonché la recentissima Trib. Milano, 6 marzo 2023, n. 1717, in *dirittobancario.it*). Sul punto si consenta il rinvio ad A.M. GAROFALO, *Interest rate swap e causa: le Sezioni Unite prendono posizione*, in *Riv. dir. civ.*, 2020, 1345 ss., e a ID., *Un anno dopo le Sezioni Unite: è davvero nella causa il rimedio migliore per gli swap conclusi da clienti disinformati?*, in *Nuova giur. comm.*, 2022, 472 ss.; con riguardo alla tesi della causa aleatoria razionale, v. invece oltre, nel § 7.

4.1. a) *lo* “Speculation Argument”

Il Giudice Foxton, quantunque non del tutto convinto dagli argomenti spesi da Cattolica, ritiene che quello che potremmo definire “diritto vivente italiano” implichi di considerare vietata, già nel 2007, la conclusione di derivati speculativi da parte di enti locali⁴¹. Tale conclusione, cui già pervenuta anche la Giudice Cockerill in Busto⁴², discende dalla chiarezza con cui le Sezioni Unite hanno espresso il principio in parola.

Nella prospettiva del giurista italiano, in realtà, i dubbi del Giudice Foxton appaiono forse eccessivi, giacché appare oggi chiaro che nel 2007 gli enti locali non potessero concludere *swap* speculativi: e, ciò, non tanto, o non soltanto, perché l’art. 119 Cost., e il vincolo di finanza da esso derivante⁴³, imponeva la conclusione di derivati “economicamente convenienti” (concetto, quello della “convenienza economica”, difficilmente attribuibile a un derivato, quand’anche di

⁴¹ Cfr. §§ 187 ss.

⁴² Ai §§ 275 ss.

⁴³ In uno con l’art. 41, l. n. 448/2001, che sanciva il potere del Ministero dell’economia e delle finanze coordina l’accesso al mercato dei capitali degli enti locali «al fine di contenere il costo dell’indebitamento». Tale previsione, in quanto volta a regolare il potere di coordinamento del Ministero, non appare molto utile ai nostri fini.

copertura⁴⁴)⁴⁵, ma piuttosto, o soprattutto, perché l'art. 41, l. n. 448/2001, nonché il d.m. n. 389/2003, nel consentire agli enti locali di concludere derivati purché collegati a passività (realmente) esistenti, individuavano delle eccezioni – in quanto tali da interpretare rigorosamente – al generale divieto di perfezionare contratti derivati (divieto che, a sua volta, doveva dirsi discendere sia dal tenore testuale delle disposizioni menzionate, sia dai principi generali in tema di contabilità pubblica)⁴⁶.

⁴⁴ Ogni derivato di per sé rappresenta una spesa e non può essere *par*: è ovvio che gli istituti di credito debbono ricavare un margine di guadagno dall'operazione (tale è stata una difesa classica delle banche nel contenzioso sugli *swap*, ripresa – in modo però non del tutto chiaro – anche dalla sentenza Cattolica, al § 7.1.4; espressamente v. già Trib. Verona, 27 marzo 2012, in *dirittobancario.it*). A ben vedere, ciò impone di rileggere la “convenienza economica” come equilibrio tra rischi e costi dell'operazione (salvo tutto quanto inerente alla necessità che il derivato mantenga il suo scopo di copertura). Parimenti, anche la tesi per cui nei derivati degli enti pubblici *floor* e *cap* dovevano essere pari (tesi non di rado spesa anche di fronte alle Corti inglesi e fatta derivare dal già citato d.m. n. 389/2003, oltre che dalla già menzionata circolare del 2004) non convince, essendo – come rilevato dalle Corti d'Oltremarica – *unworkable* (v. § 158 della decisione relativa ai derivati veneziani). Tutt'al più, come nota il Giudice Foxton (§§ 343 ss.), essa poteva valere nei limiti in cui avesse imposto all'ente pubblico una tendenziale parità tra *floor* e *cap*, con esclusione di una totale discrepanza tra il valore (o il prezzo) dell'uno e quello dell'altro: e in questo senso allora potrebbero rileggersi anche quei precedenti che hanno fatto derivare dal MTM negativo, nei derivati degli enti pubblici, la nullità del contratto (cfr. Trib. Milano, 14 aprile 2011, n. 5118, in *dirittobancario.it*).

⁴⁵ Questo argomento, in realtà, sembra speso tra le righe del § 8.1 della sentenza Cattolica: ma, come detto, non convince molto. Nemmeno il riferimento a CORTE COST., 18 febbraio 2010, n. 52, in *cortecostituzionale.it*, aiuta molta in tal senso, come nota il Giudice Foxton.

⁴⁶ Cfr. la sentenza Cattolica, § 8.2 (ove si traggono proprio dall'art. 119 Cost., oltre che dall'art. 117, comma 3, Cost., «regole relative alla contabilità pubblica» che impongono una «certezza degli impegni di spesa», come tali incompatibili con l'aleatorietà tipica dei derivati: e, verrebbe da aggiungere, soprattutto con i derivati speculativi). È in questo senso – e in modo ben più persuasivo di quanto avveniva nel § 8.1 – che può essere valorizzata CORTE COST., 18 febbraio 2010, n. 52, cit., secondo cui «è innegabile, infatti, che i derivati finanziari scontino un evidente rischio di mercato, non preventivamente calcolabile, ed espongano gli enti pubblici ad accollarsi oneri impropri e non prevedibili all'atto della stipulazione del contratto, utilizzando per l'operazione di investimento un contratto con caratteristiche fortemente aleatorie per le finanze dell'ente».

Ammesso il divieto per gli enti pubblici di concludere derivati speculativi⁴⁷, v'è da domandarsi se tale preclusione riguardi – ai fini delle norme di diritto internazionale privato inglesi – la capacità dell'ente locale: quesito cui il Giudice Foxton dà risposta positiva, facendo uso del *test* che, alcune pagine prima, aveva descritto ed elaborato (e notando, tra le altre cose, che proprio nel § 8.3 di Cattolica si parla di “legittimazione dell'Amministrazione a concludere contratti derivati”, con ciò sottendendo un riferimento alla capacità)⁴⁸.

Ben più complesso, giunti a questo punto, è comprendere se gli *swap* di Venezia oggetto di causa fossero “*speculative*” o “*hedging*” (speculativi o di copertura): e, più in generale, quali siano i criteri per compiere tale distinzione⁴⁹.

⁴⁷ Immanente nella legislazione pubblicistica sembrerebbe anche il principio per cui il derivato, che in sé e per sé è di copertura sia se di fatto sostituisce a un tasso variabile uno fisso, sia nel caso contrario, debba immancabilmente rendere a tasso fisso l'esposizione già a tasso variabile (il che corrisponde a un concetto più ristretto e rigoroso di copertura). In tal senso v. C. Conti, sez. contr. Lazio, 12 aprile 2022, n. 42; in senso contrario M. TRUDU, *L'ente locale*, cit., 1107 ss.

⁴⁸ A tal riguardo viene anche osservato che le norme menzionate nei §§ 7 s. di Cattolica facevano riferimento al “potere” di perfezionare certi contratti e che nel § 8 si parlava di “limiti alla capacità”. V. § 197 (e poi anche § 201) della sentenza sui derivati veneziani.

⁴⁹ Su questo profilo, semmai, i dubbi del Giudice Foxton appaiono più condivisibili: fermo restando che, quantunque lo stato della giurisprudenza sia stato, e per certi versi sia ancora, abbastanza confuso nel definire la finalità di copertura e quella speculativa, gli sviluppi che si sono avuti dagli anni Duemila a oggi sembrano davvero essere stati volti alla migliore definizione di principi e regole già immanenti nell'ordinamento, più che al sovvertimento di quelli già in essere (e anche a voler ammettere che vi sia contestualmente stato un lento e impercettibile scivolamento della giurisprudenza verso tesi più sostanzialistiche di quelle generalmente adottate in passato, il fatto stesso che si sia rimasti nell'ambito di quell'area di vaghezza e di quel margine decisorio già sussistenti nel sistema giuridico di vent'anni fa – e per ciò stesso già accettati dai consociati – impedisce di parlarsi di una rivoluzione giurisprudenziale tale da ledere l'affidamento riposto dai consociati stessi nello stato dell'ordinamento: ma sul punto v., con più ampiezza, il § 7 di questo contributo). In linea generale, la questione della speculatività dei derivati del Comune di Venezia è al centro di E. GROSSULE, *Speculatività*, cit. (che già si era interessato dei temi in parola, in una prospettiva più generale, in ID., *Derivati di copertura, valutazione di meritevolezza e regole di condotta. Riflessione a partire da Cass. Civ. n. 18724, 13 luglio 2018*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, II, 365 ss.).

In linea generale, il diritto italiano – come ricordato dal Giudice Foxton – stabilisce, a mezzo di una comunicazione Consob⁵⁰, che un derivato può considerarsi di copertura essenzialmente se persegue in modo esplicito tale scopo e se vi è una “forte correlazione” tra il derivato e il debito sottostante⁵¹. In questo senso, del resto, possono leggersi diverse sentenze italiane, secondo cui una significativa discrepanza tra l’importo nozionale, la data di scadenza (e più in generale il piano di ammortamento), il tasso di interesse scambiato o i flussi di cassa del derivato e il rischio sottostante comportano un’assenza dello scopo di copertura⁵².

Su questa base, e non senza aver ricordato taluni precedenti inglesi (non direttamente applicabili, ma fonte di una qualche ispirazione), il Giudice Foxton, sulla base di un ragionamento espressamente qualificato come “intuitivo”, ha ritenuto che i derivati del Comune di Venezia oggetto di causa, siccome connotati da un *collar* che per forza di cose doveva assorbire gli *implied costs* e soprattutto da un MTM fortemente negativo, fossero speculativi, con conseguente *lack of capacity* dell’ente locale e, secondo il diritto inglese, *voidness* dei contratti.

⁵⁰ Comunicazione Consob n. DI/99013791 del 26 febbraio 1999 (e pure DEM/1026875 dell’11 aprile 2001), su cui v. anche Cass., 31 luglio 2017, n. 19013, in *dejure*, nonché ACF, 5 gennaio 2022 n. 5017. Come nota E. GROSSULE, *Speculatività*, cit., nelle discipline EMIR, MiFIR, MiFID II e nei loro Regolamenti attuativi possono rivenirsi alcune regole che, pur interessandosi di profili specifici, nella sostanza confermano i criteri stabiliti dalla Consob per distinguere scopo di copertura e scopo di speculazione.

⁵¹ La correlazione dev’essere “forte” (con riferimento a nozionale, scadenza, tassi e così via), ma non perfetta. La ragione sta nel fatto che chi acquista un derivato compra non già, in prima battuta, una “protezione” sartorialmente cucita sulla sua posizione, ma piuttosto uno strumento finanziario, solo secondariamente piegato a una finalità concreta di copertura. Uno strumento finanziario che, anche quanto è venduto *over the counter* o addirittura è costruito dalla controparte (l’intermediario), presenta per sua natura un certo grado di standardizzazione e rigidità (senza dire che la banca alienante, cercando di regala protezione dal rischio cui va incontro e mirando a tal fine a concludere un ulteriore derivato di *hedging*, deve predisporre il derivato che vende al cliente in modo sufficientemente standardizzato, onde poter acquistare sul mercato dei capitali un derivato uguale e opposto).

⁵² V. ad esempio Trib. Genova, 25 marzo 2021, n. 698; Trib. Roma, 8 gennaio 2016, n. 212, in *ilcaso.it*; Trib. Treviso, 26 agosto 2015, n. 1940, in *dirittobancario.it*; Trib. Verbania, 27 luglio 2015, in *dirittobancario.it*.

Le considerazioni del Giudice Foxton meritano alcune riflessioni.

Anzitutto, va detto che il divieto legale vigente al tempo per gli enti locali (volto a precludere la conclusione di derivati speculativi) con ogni probabilità anzitutto imponeva alle parti di rendere causalmente rilevante la finalità di copertura del derivato e di far sì che tale scopo piegasse la causa a una funzione di effettiva (e non solo dichiarata⁵³) copertura (quanto meno in virtù dei riferimenti legislativi al collegamento con passività “realmente” esistenti).

Ora, in linea generale, affinché un derivato sia di copertura è necessario verificare se le parti l’abbiano concluso sulla base di tale motivo comune determinante (trattandosi di verificare se tale scopo ne ha conformato la causa): il che, di regola, avviene quando il privato ha esplicitato la sua volontà di perseguire tale finalità di copertura nella fase precontrattuale e, a maggior ragione, se tale finalità è stata ribadita nelle premesse contrattuali⁵⁴. Non solo: in seconda battuta va valutato se l’ingresso nella causa dello scopo di copertura sia avvenuto con riferimento allo scopo unicamente per come dichiarato o addirittura con riguardo alla sua effettiva e reale perseguibilità: soltanto in quest’ultimo caso la mancanza, nella realtà dei fatti, di una necessità di copertura (o

⁵³ La differenza è, volendo esemplificare, questa: se in un derivato con nozionale 100 (lasciamo perdere, per semplicità, gli altri suoi elementi strutturali) le parti dichiarano di concludere il contratto per garantire un’esposizione debitoria di 100, un ingresso nella causa “debole” (o solo dichiarato) impone solo di verificare se le regole del derivato consentono di realizzare la funzione di copertura dichiarata; viceversa, un ingresso “forte” (effettivo) richiede di verificare se l’esposizione debitoria sia (e resti, in base a un ammortamento corrispondente a quello replicato dal derivato) pari a 100.

⁵⁴ Non è quindi sempre strettamente necessaria la menzione della finalità di copertura, che può costituire interesse pattizio, rientrante nella causa, anche se non esplicitata (di contro a quanto si legge nella comunicazione Consob menzionata, che non può essere considerata vincolante a fini civilistici, come nota pure il Giudice Foxton al § 209). Sul punto v., con riferimento a un derivato di un privato, Trib. Torino, 21 ottobre 2021, n. 4685, inedita; più in generale, sulla copertura quale interesse rientrante nella causa, C. App. Trento, 3 maggio 2013, n. 141, anch’essa inedita.

il suo successivo venir meno) comporterebbe un vizio⁵⁵ originario (o sopravvenuto) della causa⁵⁶.

Relativamente ai derivati degli enti pubblici conclusi nei primi anni Duemila si può ritenere che la necessità legislativamente imposta di perseguire uno scopo di copertura costituisca un forte indice per ammettere che tale scopo avesse fatto ingresso nella causa, *a fortiori* se tale scopo fosse stato esplicitato dalle parti nel contratto (come avvenuto per gli *swap* veneziani); e che la causa venisse, in tal caso, piegata a un effettivo perseguimento della funzione di copertura, come del resto previsto dalla disciplina di legge⁵⁷.

A) Ammettiamo, dunque, che anche i derivati veneziani fossero stati conclusi per una funzione di copertura, causalmente rilevante (quale scopo da perseguire effettivamente, ossia nella realtà delle cose).

Orbene, ove il derivato – stante la sua scarsa correlazione⁵⁸ – non è idoneo a realizzare lo scopo di copertura, non lo si deve riquilibrare

⁵⁵ L'irrealizzabilità della causa, da ritenersi mancante o venuta successivamente meno.

⁵⁶ V., sempre con riferimento a un derivato di un privato, Trib. Lucera, 26 aprile 2012, n. 204, in *ilcaso.it*. In realtà, nell'ipotesi di derivati privati, la mancanza di un'esigenza legale di "reale" esistenza dell'esposizione porterebbe a ritenere che, di regola (e salva la dimostrazione di una volontà diversa, espressa o implicita), lo scopo di finanziamento faccia ingresso nella causa solo come scopo dichiarato, a prescindere dalla sua effettività (con la conseguenza che esso rilevarebbe nel caso in cui le regole del derivato fossero disassate, ma non se l'esposizione debitoria non sussistesse nella realtà dei fatti o venisse meno).

⁵⁷ Detto in altri termini: il vincolo legislativo costituiva argomento per interpretare e ricostruire l'assetto di interessi voluto dalle parti, tanto perché la loro volontà storica presumibilmente era nel senso di rispettarlo in modo rigoroso (rendendo causalmente rilevante, nel modo più pieno possibile, lo scopo di copertura), quanto perché nel dubbio è in tal modo che va intesa e apprezzata la loro volontà (anche *ex art.* 1367 c.c.).

⁵⁸ Formula che sottende una molteplicità di situazioni tra loro assai diverse (e, almeno in linea teorica, differenti da quelle dello squilibrio tra flussi da versare): così, in particolare, l'ipotesi in esame – di un derivato che, nonostante l'intenzione, "non protegge" – è diversa da quella di un derivato che protegge in modo "quantitativamente o qualitativamente scarso" (ad esempio, perché il nozionale è inferiore all'esposizione debitoria che si vorrebbe garantire – come avveniva in Cass., 6 settembre 2021, n. 24014, in *dejure*, e pure in Trib. Torino, 14 gennaio 2020, n. 185, in *ilcaso.it* – o perché vengono scambiati tassi tra loro differenti – ad esempio variabile per fisso, e non più variabile per variabile – solo se il tasso variabile di mercato supera una soglia assai elevata, nonostante l'intenzione del cliente sia di acquistare una

come “speculativo”; semmai, si deve rilevare una contraddittorietà interna alla causa, ossia tra lo scopo perseguito e le regole contrattuali volte a realizzarlo. La differenza non è di poco conto: l’assenza di uno scopo di copertura (che è tale nei derivati che *non perseguono* lo scopo di copertura) impone di ritenere che la causa del derivato sia quella, residuale, speculativa; al contrario, l’inidoneità a perseguire lo scopo di copertura divisato (che è tale nei derivati che, pur mirando a tale funzione, *non sono in concreto idonei a realizzarla*) produce immeritevolezza o comunque inadeguatezza causale del contratto e, quindi, nullità⁵⁹.

Se la Corte inglese avesse seguito *in toto* questo ragionamento, alla stessa sarebbe però impedito di interessarsi della natura sostanzialmente speculativa delle regole degli *swap* veneziani: la questione, infatti, si sarebbe ritenuta attinente al piano della meritevolezza e, quindi, a un profilo (quello dei requisiti essenziali del contratto) per il quale non era applicabile il diritto italiano. Evidentemente, la valorizzazione degli istituti italiani per il tramite del rinvio delle norme di diritto internazionale privato inglese ne ha imposto un ragionevole adattamento: e così, in particolare, ha condotto il Giudice Foxton semplicemente a chiedersi se il derivato fosse, in virtù della sua struttura, fortemente correlato all’esposizione debitoria del Comune di Venezia, ritenendolo, in caso contrario, semplicemente speculativo e, quindi, vietato all’ente locale⁶⁰.

protezione piena). In casi del genere il derivato non dovrebbe essere considerato immeritevole (quantunque così di tanto in tanto avvenga in giurisprudenza): può emergere semmai una responsabilità precontrattuale a carico dell’intermediario che non ha venduto “abbastanza” protezione.

⁵⁹ Cass., 31 luglio 2017, n. 19013, cit.; Trib. Roma, 3 marzo 2020, n. 4658, in *dirittobancario.it*. La nullità (probabilmente da attrarre al modello, o ai modelli, di protezione) sarà parziale, nell’ipotesi in cui le clausole che impediscono di realizzare lo scopo di copertura possano essere caducate lasciando in vita il nucleo essenziale del contratto e quelle (altre) regole che permettono il perseguimento della finalità di copertura (sul punto si consenta il rinvio ad A.M. GAROFALO, *Aleatorietà e causa nella rendita vitalizia e nell’interest rate swap*, Napoli, 2018, 310 s., nonché ID., *Il giudizio di meritevolezza oggi (dialogando con Aurelio Gentili)*, in *Storia Metodo Cultura*, 2022, 349 ss.).

⁶⁰ Se il Giudice Foxton avesse ragionato diversamente, avrebbe dovuto giudicare *enforceable* un derivato nei fatti speculativo, solo perché programmato come *hedging*, senza che tale discrepanza (tra interessi e regole) – in un sistema che

B) Ma perché il Giudice Foxton ha ritenuto non sufficientemente correlati i derivati veneziani? In realtà, non sempre la presenza di un *upfront* rende speculativo, nei fatti (nelle sue regole), un derivato, quantunque concluso per finalità di copertura.

È da convenire con il Giudice Foxton che così sia accaduto nel caso veneziano: perché, in quell'ipotesi, il MTM negativo a favore delle banche (volto ad attribuire a Venezia la provvista per chiudere, loro tramite, il vecchio *swap* con Bear Stearns) era così elevato da riflettersi inevitabilmente un *floor* molto alto e in un *cap* altissimo, con la conseguenza che lo *swap* non solo era squilibrato (uno squilibrio in realtà in larga parte riequilibrato dall'*upfront*), ma soprattutto finiva per essere inidoneo allo scopo di copertura perseguito dal Comune di Venezia (i tassi, infatti, difficilmente si sarebbero innalzati oltre al *cap* e, al contempo, con maggior probabilità sarebbero scesi sotto al *floor*)⁶¹.

Al contrario, preme osservare che un *plain vanilla swap* (lo *swap* che si limita a scambiare, in sintesi, tasso fisso e tasso variabile), anche qualora presenti un *upfront* di una certa rilevanza (ossia, sia costruito come *non par* e sia poi in larga parte riequilibrato dall'*upfront*) di fatto

non conosce il vizio di immeritevolezza o comunque inadeguatezza causale – rilevasse.

⁶¹ Esemplare sul punto il derivato al centro di C. App. Milano, 28 settembre 2020, n. 2393, in *ilcaso.it* (la quale ha fatto riferimento, però, anche alla tesi della “tendenziale parità” tra *cap* e *floor* nei derivati degli enti locali); e v. pure C. Conti, sez. contr. Lazio, 12 aprile 2022, n. 42, cit. (a proposito di un derivato di un ente locale che – almeno all'apparenza, giacché la narrazione dei fatti non è esauriente – presentava anche altre patologie: riguardava un'esposizione pregressa quasi interamente a tasso fisso; in parte la convertiva in un *collar*, in parte in un'esposizione a tasso variabile senza un *cap* e con un *floor* molto alto). Quanto allo *swap* oggetto del contenzioso di Busto – in sintesi, e a parte un più ridotto *mirror swap*, un *cash flow swap* su cui si innestava un *interest rate swap* con *floor* e *cap* –, esso appariva, alla Giudice Cockerill, come privo di un *upfront* (e solo minimamente squilibrato, in virtù di un *implied cost*); anche per tale ragione, lo *swap* veniva ritenuto sufficientemente correlato allo scopo di copertura (v. Busto, §§ 56 ss. e 281 ss.). Tuttavia, onde valutare la correlazione si sarebbe dovuto anche verificare l'effetto del *cash flow swap* (che, consentendo al Comune di ottenere nei primi anni liquidità da restituire in un secondo momento, non prevedeva un *upfront*, ma sicuramente conferiva al Comune un beneficio da scontare altrove), oltre che del *mirror swap* (anch'esso potenzialmente fonte di un costo per il Comune), e, soprattutto, si sarebbe dovuto controllare il posizionamento di *floor* e *cap* (senza accontentarsi di prezzarli, al solo fine di verificare il MTM iniziale dello *swap*).

non perde la sua correlazione o, comunque, la perde molto poco⁶². Infatti, chi riceve l'*upfront* semplicemente lo restituirà, assieme ai flussi pecuniari. Tutt'al più, costui si potrà lamentare del fatto che il valore dell'*upfront* è stato calcolato attualizzando dei flussi futuri evidentemente a un tasso di interesse presunto (il che, però, non è molto diverso da quanto avviene in ogni caso di mutuo a tasso fisso⁶³)⁶⁴.

⁶² La perderebbe, semmai, se il derivato fosse fortemente squilibrato, senza essere riequilibrato dal pagamento di un *upfront* (se del caso compensato con altre somme, dovute per la chiusura di uno *swap* già in essere): ed è per questa ragione che dottrina e giurisprudenza avvertono che, nel caso di *swap* di copertura, lo squilibrio deve essere valutato con maggior rigore che in uno *swap* privo di tale finalità (ove, a rigore, lo squilibrio dovrebbe di per sé rilevare solo se tale da far divenire l'operazione sostanzialmente priva di contropartita per una delle parti). Si tratta del principio applicato in Trib. Torino, 1 febbraio 2021, n. 456, in Trib. Torino, 21 ottobre 2021, n. 4685, cit., in Trib. Monza, 14 giugno 2012, n. 2028, in *dirittobancario.it* (ove, nondimeno, lo squilibrio viene definito come assai rilevante, pur essendo pari a una maggiorazione di 30 punti base del tasso fisso rispetto a quello di mercato: il che può suscitare più di qualche dubbio, come peraltro osservato da C. App. Milano, 25 maggio 2015, n. 2244, in *dirittobancario.it*), e in Trib. Orvieto, ord. 12 aprile 2012, in *ilcaso.it* (anche qui in modo però probabilmente esagerato, non essendo vero che in qualsiasi *swap* – quand'anche *plain vanilla* – il perseguimento di uno scopo di copertura sia escluso dalla presenza di uno squilibrio, in una certa parte corrispondente a costi impliciti e in altra parte a finanziare la chiusura di derivati preesistenti: la valutazione dell'adeguatezza tra il contratto e lo scopo di copertura avrebbe richiesto al Collegio di verificare la struttura dello *swap*, ossia la presenza di *floor* e *cap* e la distribuzione di rischi al momento della sua conclusione). Qui, si badi, lo squilibrio rilevarebbe per i riflessi sullo scopo di copertura e non già in sé e per sé (come avviene nell'ambito della teoria della causa aleatoria razionale, su cui v. *infra*, oppure ove si verifichi la semplice irrealizzabilità della causa per mancanza sostanziale di uno scambio stante il forte divario economico tra le posizioni assunte nel contratto dalle due parti, procedendo a un sindacato che è stato ad esempio al centro di Trib. Napoli, 2 giugno 2017, n. 4698, inedita).

⁶³ Con la differenza che nel caso dell'*upfront* non è mai possibile restituire anticipatamente il capitale per evitare di pagare gli interessi per il tempo futuro (cfr. sul punto oltre, la nt. 73).

⁶⁴ Ambiguo sul punto il Giudice Foxton (al § 212.vii), secondo cui la rinegoziazione di uno *swap* con MTM negativo conduce necessariamente a rendere speculativo il nuovo *swap* (in tal senso v. già Trib. Verona, 25 marzo 2013, in *Società*, 2013, 943) Il che, però, non avviene in tutti i casi in cui il nuovo *swap* presenti ancora una correlazione sufficiente (e, in particolare, non abbia nozionale o durata più estesi rispetto al debito sottostante): così come, più in generale, la sussistenza di un *upfront* non fa perdere per forza di cose la correlazione allo *swap* (né, a maggior ragione, lo rende di per sé nullo: cfr. Cass., 28 luglio 2017, n. 18781, in *dejure.it*).

Viceversa, perché lo *swap* perda una stretta correlazione serve che l'*upfront* sopravanzi, e di molto, il nozionale: cosa che, però, di regola non avviene⁶⁵.

4.2. b) l' "Indebtedness Argument"

Se già lo *speculation argument* induceva taluni dubbi al Giudice Foxton, l'*indebtedness argument* – secondo cui tutti o taluni *swap* costituiscono indebitamento e, quindi, vanno e già nel 2007 andavano incontro ai limiti di cui all'art. 119, comma 7 (già 6), Cost. – ha suscitato in lui profonde perplessità⁶⁶.

In senso contrario depongono, secondo il Giudice, diversi argomenti e in particolare:

a) l'esautività dell'elenco di cui all'art. 3, comma 17, l. n. 350/2003, comprovata da un'interpretazione letterale e da un'interpretazione sistematica condotta alla luce del comma 18, ma attestata anche: i) dall'ultima parte del comma 17, la quale delegava a un decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze l'allargamento dell'elenco delle operazioni costituenti indebitamento; ii) dai principi espressi dalla Corte costituzionale, che, nel giudicare incostituzionale proprio l'ultima parte del comma 17, riconosceva che l'estensione dell'elenco in parola era soggetta al principio di legalità sostanziale, e doveva quindi provenire dal legislatore (e non già, sosteneva la Corte costituzionale, da un organo ministeriale non guidato da criteri e principi posti per legge; esclusione, questa, che secondo il Giudice Foxton a maggior ragione portava a negare un ruolo troppo ampio e sostanzialmente creativo in capo all'interprete); iii) dall'afflittività delle sanzioni previste a carico degli amministratori pubblici per la violazione dell'art. 119, comma 7 – già 6 –, Cost., dalla l. n. 289/2002;

b) la circolare del 22 giugno 2007 del Ministero dell'Economia e delle Finanze, secondo cui gli «strumenti derivati non sono

⁶⁵ In tal caso in base a un giudizio *ex ante* (cfr. Cass., 13 luglio 2018, n. 18724, in *dejure*) si potrà appurare che lo *swap* è idoneo a produrre perdite (o guadagni) in misura elevata e in modo totalmente slegato dallo scopo di copertura e derivante, piuttosto, dal fatto che il tasso di interesse del sostanziale finanziamento da restituire – tasso che sarà fisso, se l'*upfront* è stato pagato alla parte che si obbliga a pagare somme calcolate su un tasso fisso – sia più (o meno) alto di quello di mercato.

⁶⁶ V. §§ 233 ss.

configurabili come operazioni di indebitamento» agli effetti di legge: circolare priva di valore di legge, ma rilevante quale argomento interpretativo;

c) l’inserimento espresso, con modifiche normative del 2008 (e poi vigenti solo a partire dal 2009), dell’*upfront* tra le forme di indebitamento rilevanti ai sensi dell’art. 3, comma 17, l. n. 350/2003 (con disposizione, secondo il Giudice Foxton, non interpretativa, ma innovativa).

La sentenza Cattolica, tuttavia, si è inserita – secondo il Giudice Foxton – su tale scenario, adottando una tesi opposta, secondo cui gli *swap* costituiscono o comunque possono costituire un indebitamento. In realtà, la sentenza Cattolica è assai intricata: essa parla di indebitamento talvolta ai fini dell’art. 119, comma 7 (già 6), Cost. (e quindi per ritenerlo precluso ove l’indebitamento non sia volto a finanziare spese di investimento), talaltra ai fini di cui all’art. 42 t.u.e.l. (di cui si dirà oltre); per di più, di tanto in tanto sembra affermare la totale corrispondenza tra *swap* e indebitamento (in base al fatto che lo *swap* comporta spese che si estendono su esercizi successivi) e a volte invece riconosce la natura di indebitamento solo in capo agli *swap* con *upfront* o a quelli la cui «negoziazione si traduce comunque nell’estinzione dei precedenti rapporti di mutuo sottostanti ovvero anche nel loro mantenimento in vita, ma con rilevanti modificazioni»⁶⁷ (concetti, questi ultimi, anch’essi non immediatamente perspicui⁶⁸).

⁶⁷ Sono parole tratte dal § 10.8 della sentenza Cattolica.

⁶⁸ Non è chiaro se per la sentenza Cattolica “modifica” e “estinzione” si riferiscano meramente al fatto che lo *swap* sia concluso nell’ambito di una più complessa operazione che modifica o estingue un finanziamento (nel qual caso, però, non si capirebbe perché collegare allo *swap* un indebitamento) o se lo *swap* debba direttamente modificare o estinguere un finanziamento (il che porta a chiedersi se ciò può mai avvenire, al di fuori dei casi di *swap* con *upfront*, già separatamente considerati; un esempio, che la difesa delle banche nel caso veneziano adduce, è quello del *cash flow swap*, in cui le parti si scambiano un certo capitale in momenti tra loro diversi). A tal riguardo va considerato che, in un caso di *cash flow swap*, quello al centro di Busto, la Giudice Cockerill, pur adottando espressamente la seconda opzione interpretativa (per cui lo *swap* deve modificare significativamente o estinguere l’esposizione), ha escluso che in concreto lo *swap* oggetto di giudizio “modificasse o estinguesse un finanziamento” (ciò che, nella sentenza Busto, rilevava ai sensi e ai fini dell’art. 42 t.u.e.l., su cui v. a breve nel § 5). Secondo la Giudice Cockerill, un *cash flow swap* non può costituire indebitamento perché – si dice – formalmente non impone di pagare “di più”, limitandosi a cambiare le date di

Nondimeno, la Corte inglese ritiene di dover prestare ossequio alla sentenza, applicandola quale diritto italiano vivente: anche perché, viene aggiunto, essa è stata anticipata da alcune decisioni⁶⁹ e soprattutto è stata seguita da diversi precedenti concordi in Italia⁷⁰.

Volgendo agli *swap* veneziani, osserva il Giudice Foxton essi costituiscono, ai sensi della decisione Cattolica, “indebitamento”, quanto meno perché in essi è presente un *upfront*. E tale indebitamento, prosegue il Giudice, viola l’art. 119 Cost., non essendo stato assunto per finanziare spese di investimento, ma solo per estinguere uno *swap* già esistente (quello con Bear Stearns).

Secondo la Corte inglese, dunque, gli *swap* rientrano nel divieto posto dal diritto italiano: e anche qui, come già avveniva per lo *speculation agreement*, sulla base del *test* elaborato nella prima parte della decisione viene ritenuto che la violazione delle norme (italiane) che impediscono all’ente pubblico di assumere debiti se non per finanziare spese di investimento causi un *lack of capacity* dell’ente locale e, secondo il diritto inglese (competente a disciplinare le conseguenze dell’incapacità), la *voidness* dei contratti.

rimborso per “riequilibrare il profilo di ammortamento”; parimenti, secondo la Giudice non può costituire indebitamento la previsione di un *collar*, poiché – viene aggiunto – esso è di per sé, e al contrario, volto a una finalità di copertura. Tali considerazioni, come già quelle precedenti a proposito della finalità di speculazione dei derivati del Comune di Busto Arsizio (v. nt. 61), non convincono affatto: a tacer d’altro, il *cash flow swap*, così come il *mirror swap*, possono in concreto aver comportato un beneficio per l’ente locale, che evidentemente sarà stato pagato tramite la vendita di un *floor*; e, se così è stato, è evidente la sussistenza di una “modifica”, onerosa, di un indebitamento esistente.

⁶⁹ Tra cui C. App. Bologna, 11 marzo 2014, n. 734, cit.

⁷⁰ Vengono tra l’altro citate Trib. Venezia, 13 aprile 2022, n. 696, inedita; C. Conti, sez. contr. Lazio, 12 aprile 2022, n. 42, cit.; C. App. L’Aquila, 13 aprile 2021, n. 576, inedita (quest’ultima, peraltro, è l’unica – osserva la Corte inglese – ad aver seguito la tesi che postula una corrispondenza totale tra *swap* e indebitamento); in dottrina, A. BERTI, *I contratti “derivati” degli enti pubblici tra autonomia negoziale e principio di legalità*, in *Crisi d’impresa e Insolvenza*, 11 luglio 2020, 1 ss. Su tali sviluppi di giurisprudenza v., nella nostra dottrina, G. DELLA CANANEA, *La Cassazione, i derivati e gli enti pubblici: verso una giurisprudenza costante*, in *Diritto & Conti*, 5 aprile 2022; sempre tra le decisioni più recenti va anche menzionata Trib. Genova, 21 dicembre 2022, in *dirittobancario.it*.

Anche i profili relativi all'indebitamento, come già in precedenza quelli inerenti alla speculazione, richiedono qualche considerazione aggiuntiva, a mo' di commento.

In una chiave prettamente causale, si potrebbe nutrire qualche dubbio sul fatto che uno *swap* con *upfront*, come quello oggetto di lite, necessariamente inglobi nella sua causa una vera e propria funzione di finanziamento.

La diversa soluzione, rispetto alla finalità di copertura, si spiega alla luce di tre considerazioni generali tra loro connesse: lo scopo di copertura costituisce una finalità secondaria che tinge la causa, dando un senso aggiuntivo all'operazione economica (e, così, scongiurando la sua definizione residuale di contratto unitamente speculativo), mentre lo scopo di finanziamento sta un piano affatto diverso (non escludendo, di per sé, né la residuale finalità speculativa, né quella eventuale di indebitamento); lo scopo di copertura impone un'apposita costruzione dell'intera struttura del derivato, completamente fondato su tale finalità, lo scopo di finanziamento può innestarsi in un momento successivo all'avvio della fase precontrattuale, semplicemente mutando alcuni elementi strutturali (senza che lo *swap* ne sia integralmente conformato); la causa dello *swap* di copertura è quella di *swap* ("scambio aleatorio-finanziario di flussi pecuniari...") particolarmente connotata ("... per una finalità di copertura da un certo rischio"), mentre difficilmente lo scopo di finanziamento potrebbe convivere in seno a una causa di *swap* (non si potrebbe parlare di uno "scambio aleatorio-finanziario per finanziare una parte"), né riuscirebbe a renderla mista (non riuscendosi a immaginare una causa che cumuli scopi tra loro tanto eterogenei)⁷¹.

Tutt'al più, si potrebbe ammettere, sempre in linea generale, che il motivo di finanziamento assurga al rango di interesse causalmente rilevante qualora le parti si siano accordate in modo specifico sugli elementi essenziali del finanziamento, consentendo una coesistenza di due cause e una corrispondente scomposizione della struttura del

⁷¹ Ove il finanziamento sopravanzi, di molto, il complessivo ammontare dei flussi previsti, allora – e solo allora – potrebbe supporre che il contratto vada incontro a una riqualficazione come accordo atipico di finanziamento con una struttura peculiare tale da renderlo aleatorio: tuttavia tali ipotesi sono per lo più di scuola.

derivato⁷². In caso diverso, sarebbe inevitabile relegare lo scopo di finanziamento al rango di semplice motivo, anche per salvarlo da una possibile nullità: infatti, se si riqualificasse (quantunque parzialmente) il contratto quale finanziamento, esso dovrebbe aver rispettato le norme di volta in volta applicabili del t.u.b.⁷³; il che, però, confliggerebbe con il principio di conservazione del contratto (su cui v. anche l'art. 1367 c.c.).

Si deve concludere, quindi, che lo scopo di finanziamento, nei casi in cui manchi un tale accordo (di fatto, quindi, sempre), altro non sia che un motivo individuale, non penetrato nella causa: il che osta alla sua rilevanza funzionale. Senonché, l'*upfront*, quantunque non muti in tutto o in parte la causa dello *swap*, quanto meno in un *interest rate swap plain vanilla* strutturalmente corrisponde a un ammontare (attualizzato) di denaro che viene trasferito da una parte all'altra, a fronte dell'obbligo di restituire tale ammontare: ciò in cui ben potrebbe ravvisarsi a certi fini un "indebitamento". E pure in un *interest rate swap* con un *collar*, dove l'*upfront* corrisponde a un innalzamento di *floor e/o cap* e quindi, lungi dall'essere sicuramente restituito, rende solo più probabile un esito negativo della scommessa, si è di fronte a un trasferimento oneroso di una somma di denaro, in cui potrebbe rinvenirsi, sempre a certi fini, un "indebitamento".

Il che sposta, come ben ha avvertito il Giudice Foxton, il tema dal versante privatistico a quello pubblicistico: ci si deve chiedere se, ai fini dell'art. 119 Cost., le operazioni con *upfront* costituissero "indebitamento" già nel 2007 e se la modifica, intervenuta nel 2008, dell'elenco di cui all'art. 3, comma 17, l. n. 350/2003, ha avuto natura interpretativa o innovativa rispetto alla nozione pubblicistica di indebitamento. Tale interrogativo, risolto nel primo senso dalla sentenza Cattolica, risulta forse più ostico dell'altro, sull'esistenza già

⁷² Accordo che nel caso di *swap* con *upfront* non vi è pressoché mai; e che comunque, ove si volesse esigere un consenso anche sugli elementi essenziali del finanziamento (come il tasso di interesse, scomposto rispetto a quello del derivato), sarebbe matematicamente possibile solo nei casi di *plain vanilla*.

⁷³ Non solo quelle in tema di informazione precontrattuale, ma anche quella sul divieto di penali per l'estinzione anticipata dei mutui immobiliari (art. 120-ter): infatti, lo *swap* si potrebbe "chiudere" anticipatamente solo ove il contratto lo prevedesse e, di regola, versando (od ottenendo) il MTM di quel giorno. Sul punto v. pure M. COGNOLATO, *Componenti derivative*, cit., p. 1734 s.

nel 2007 di un divieto per gli enti pubblici di concludere derivati speculativi. Sennonché, vi sono almeno due ragioni che persuadono dell'esattezza della pronuncia Cattolica:

1) la *ratio* della disciplina di contabilità pubblica di cui si discute – controllare l'assunzione di responsabilità debitorie future da parte degli enti locali, nella misura e nella finalità – impone di ritenere già implicita nella legislazione, e anzitutto nell'art. 119, comma 7 (già 6), Cost., una nozione ampia di indebitamento⁷⁴;

2) con riguardo ai *plain vanilla*, dove l'*upfront* rappresenta un pagamento che giocoforza va restituito, è assai difficile sottrarre

⁷⁴ Tanto più che l'art. 3, comma 17, l. n. 350/2003, ben poteva essere considerato esemplificativo, ipotizzando ad esempio che l'espressa indicazione di nuove forme di indebitamento avesse lo scopo non già di farle rientrare *ex novo* nel concetto, ma di sottrarre all'interprete la decisione su una tale inclusione (va notato, a tal riguardo, che, quando il legislatore ha voluto modificare l'art. 3, comma 17, solo con valenza per il futuro – ad esempio con riferimento alle «le operazioni di leasing finanziario stipulate dal 1° gennaio 2015» – l'ha indicato espressamente). Quanto poi al principio di legalità sostanziale, esso non appare violato da un'attività interpretativa (di legge statale) che tra l'altro proprio nell'art. 3, comma 17, citato, come pure nell'art. 119 Cost., trova i suoi cardini. Pure il riferimento alla responsabilità erariale risulta mal posto, giacché il presupposto della stessa è il dolo o la colpa grave del funzionario, che possono essere esclusi anche dalla complessità della legislazione (v. G. ASTEGIANO, *Enti territoriali e strumenti finanziari derivati: ristrutturazione e responsabilità*, cit., XVIII; di recente poi C. Conti, sez. giur. Basilicata, 20 gennaio 2022, n. 2, ha escluso – in un caso di derivati – la responsabilità di alcuni funzionari regionali ricordando che le scelte discrezionali dell'amministrazione sono soggette al sindacato del giudice contabile solo ove sussistano profili di manifesta irrazionalità, abnormità, illogicità o simili). E con riguardo alla circolare del 2007, basti dire che essa considerava gli *swap* “strumenti di gestione del debito” semplicemente perché essi, nella loro fisiologia, avrebbero dovuto servire solo a ciò (sicché trascurava di notare che in talune ipotesi, per vero frequenti ma non per questo meno patologiche, la funzione dello *swap* aveva subito, dal lato dell'ente, una torsione). Infine, irrilevante è la sentenza C. Stato, 30 giugno 2017, n. 3714, in *giustizia-amministrativa.it* (da molti addotta a sostegno della tesi contraria): come osservato anche dal Giudice Foxton, tale decisione ha solo escluso che gli *swap* siano sempre e per forza di cose “spese” soggette all'art. 42, lett. i, t.u.e.l. (su cui v. il prossimo § 5), in quanto forme di “indebitamento”; difatti, nella fisiologia di questi strumenti – purtroppo statisticamente minoritaria – essi dovrebbero, sarebbero dovuti, servire (unicamente) quali strumenti di gestione del debito.

l'operazione alla predetta qualificazione a fini pubblicistici⁷⁵; con riferimento agli *swap* con *collar*, una tale soluzione, quantunque meno evidente, è necessitata ove si adotti una nozione ampia di “indebitamento”, comprensiva di ogni operazione che consente di ottenere denaro a fronte di un obbligo (anche solo potenziale) di doverlo restituire (magari in misura assai maggiorata).

Ad ogni modo, il Giudice Foxton, pur convinto del contrario, non ha voluto su questo punto contraddire l'insegnamento delle Sezioni Unite, essendosi ripromesso di applicare il diritto italiano per come esso è (e non per come esso dovrebbe essere). Tuttavia, come vedremo, le sue perplessità – relative tanto allo *speculation argument*, quanto all'*indebtedness argument* – sono riemerse altrove, incidendo in modo altrettanto profondo sulla decisione finale.

5. La competenza del Consiglio comunale e l'art. 42 t.u.e.l.

A mente dell'art. 42, lett. i, t.u.e.l., sono riservate all'approvazione del Consiglio comunale le «spese che impegnino i bilanci per gli esercizi successivi, escluse quelle relative alle locazioni di immobili ed alla somministrazione e fornitura di beni e servizi a carattere continuativo». La sentenza Cattolica ha ritenuto che tra tali spese rientrino senz'altro quei derivati che costituiscono, in base ai criteri esposti nel paragrafo precedente, indebitamento.

Il Giudice Foxton⁷⁶, in realtà, ritiene improbabile che la “spesa” di cui alla disposizione citata equivalga all’“indebitamento” di cui all'art. 119, comma 7 (già 6), Cost.: sia perché le finalità delle previsioni sono diverse, sia perché l'art. 3, comma 17, l. n. 350/2003, specifica solo la seconda (e non la prima). E proprio per tale ragione, egli approva l'esito della decisione Cattolica *in parte qua*, dichiarandosi per ciò stesso non riluttante a prestarvi osservanza (diversamente da quanto avveniva con riguardo all'*indebtedness argument*): infatti, il Giudice ritiene che il concetto di “spesa” sia per forza di cose più ampio di quello di “indebitamento” (tanto più giacché il legislatore italiano non ha mai

⁷⁵ In relazione a uno *swap* del genere si può semmai discutere del fatto che il tasso fisso sia alto (v. nt. 65) e che non vi sia la possibilità di restituire anticipatamente il capitale.

⁷⁶ V. §§ 278 ss.

approvato una norma volta a declinarlo e cristallizzarlo, come accaduto invece con l'art. 3, comma 17, già citato)⁷⁷.

In concreto, ciò vuol dire che il Consiglio comunale di Venezia avrebbe dovuto valutare la convenienza del ricorso all'indebitamento, oltre ad aver individuato e approvato l'importo dell'*upfront* (somma finanziata), prima che fossero conclusi i contratti di *swap*. Il che, però, non era successo: la delibera consiliare che anticipava il perfezionamento degli *swap* costituiva un "mero orientamento". E questo «not because it was not possible to do it, but because in the Before Cattolica Era none of those involved understood this to be required»⁷⁸.

La violazione dell'art. 42 tuel, per il Giudice Foxton, è ancora una volta rilevante ai sensi del diritto internazionale privato inglese: non già, però, perché priva il Comune della capacità di porre in essere un atto, ma perché priva il Dirigente della Direzione finanziaria di perfezionare l'accordo (ossia, della necessaria *authority*). La conseguenza, già prima descritta, è che tale carenza di *authority* ha le conseguenze del diritto inglese e alla stessa si applicano le dottrine inglesi della "rappresentanza apparente" ("*ostensible authority*") e della "ratifica" ("*ratification*")⁷⁹.

Sempre stando alla decisione della Corte inglese, nel caso di specie era inevitabile riconoscere una *ostensible authority* al Dirigente. Parimenti, nella condotta del Comune di Venezia – che per diversi anni aveva pagato e ricevuto pagamenti in esecuzione degli *swap*, senza

⁷⁷ Il Giudice Foxton – il quale peraltro ritiene che solo gli *swap* con *upfront* o volti a estinguere o modificare un finanziamento costituiscano "spesa" ai sensi dell'art. 42 t.u.e.l. (e, dunque, non gli *swap* che difettano di tali connotati) – menziona a tal riguardo alcuni precedenti successivi a Cattolica, quali Trib. Venezia, 13 aprile 2022, n. 696, cit., e C. Conti, sez. contr. Lazio, 12 aprile 2022, n. 42, cit. Va ricordato che a decisione analoga a quella del Giudice Foxton era giunta la Giudice Cockerill in Busto.

⁷⁸ § 301. Il Giudice Foxton spende poi numerose pagine a chiedersi – senza però giungere a una soluzione, ritenendola irrilevante – se alla delibera del Consiglio si applicava, direttamente o analogicamente, l'art. 192 t.u.e.l., apparentemente dettato solo per la delibera del responsabile del procedimento, ossia di un tecnico e non già di un politico. La sensazione è che il Giudice sia di avviso più negativo che positivo, pur non nascondendo che, mentre la sentenza Cattolica sul punto è silente (o comunque non sufficientemente esplicita), sono state di segno diverso sia C. App. Bologna, 11 marzo 2014, n. 734, sia Trib. Venezia, 13 aprile 2022, n. 696, cit.

⁷⁹ §§ 318 ss.

riserva alcuna, e che nel 2019 aveva promosso un contenzioso in Italia contro le banche sul presupposto della validità e vincolatività dei contratti oggetto di lite – doveva rinvenirsi una *ratification*, rispetto a cui non ostava la sua ignoranza (almeno sino alla sentenza Cattolica) della carenza di potere in capo al Dirigente (non essendo richiesto, per ratificare un atto, di conoscerne l'inefficacia).

6. Le altre domande ed eccezioni e, in particolare, le conseguenze in punto di restituzione della voidness degli swap del Comune di Venezia

Nell'ultima parte della decisione il Giudice Foxton ha passato in rassegna le altre conclusioni formulate dal Comune di Venezia e dalle banche.

In particolare, ha escluso che i derivati fossero nulli per un *common mistake* (o, comunque, che sussistessero ragioni di invalidità per *common mistake* non già assorbite, dal lato pratico, dall'invalidità per mancanza di *capacity*)⁸⁰. A tal riguardo il Comune di Venezia aveva addotto, quale errore comune, il fatto che lo *swap* con Bear Stearns e le due successive modifiche fossero validi (mentre non lo erano, per il mancato rispetto dell'art. 42 t.u.e.l. e per la mancanza di una previa delibera del Dirigente della Direzione finanziaria conforme all'art. 192 t.u.e.l.). Tuttavia, la Corte inglese ha rigettato la tesi dell'invalidità *ex art. 42 t.u.e.l.* (poiché non era stato previsto alcun *upfront*) e, quanto a quella di cui all'art. 192 t.u.e.l., ha dubitato della sua rilevanza (sia nella prospettiva della qualificazione del vizio, sia in quella delle conseguenze della sua sussistenza, a fronte delle eccezioni di *ostensible authority* e *ratification*).

Di seguito⁸¹, il Giudice Foxton ha ritenuto inapplicabile al caso di specie l'art. 3, comma 3, della Convenzione di Roma, secondo cui «la scelta di una legge straniera ad opera delle parti ..., qualora nel momento della scelta tutti gli altri dati di fatto si riferiscano a un unico Paese, non può recare pregiudizio alle norme alle quali la legge di tale paese non consente di derogare per contratto», dette “norme imperative”: e ciò perché gli *swap* veneziani presentavano almeno quattro elementi di collegamento con Paesi terzi (alla gara avevano

⁸⁰ §§ 324 ss.

⁸¹ §§ 331 ss.

partecipato banche non italiane; l'ISDA Master Agreement era redatto secondo un modello internazionale redatto in inglese; era ipotizzabile sin da prima del perfezionamento dei derivati che le banche avrebbero concluso dei derivati di copertura con istituti di credito potenzialmente stranieri; l'operazione complessiva prevedeva il trasferimento e la chiusura del derivato già in essere con Bear Stearns, ossia con un soggetto non italiano⁸²).

La nullità – per le ragioni prima esposte – degli *swap* ha poi imposto alla Corte di domandarsi se al Comune di Venezia fosse impedito di dolersi di tale nullità in forza di un *estoppel* e se, comunque, l'ente locale potesse dirsi inadempiente rispetto al Master Agreement o in ogni caso responsabile, in particolare per *misrepresentation* o per violazione dell'art. 1338 c.c.⁸³ Queste domande ed eccezioni, fondate in linea generale su una serie di previsioni del Master Agreement (in forza delle quali il Comune dichiarava di avere il potere di perfezionare i contratti, di per sé leciti e consentiti), non hanno trovato accoglimento: ora per l'assurdità di ritenere nullo un contratto, se non nella parte in cui contiene la promessa di potersi validamente vincolare tramite lo stesso⁸⁴; ora per l'assenza degli elementi costitutivi della *misrepresentation*; ora, con riferimento all'applicazione dell'art. 1338 c.c., per la mancanza di negligenza in capo al Comune di Venezia (e alle banche) nel non aver avvertito la controparte della nullità dei contratti derivati (stante il fatto che rispetto a tale nullità, nel 2007 e sino alla sentenza Cattolica, secondo il Giudice Foxton non vi era alcun obbligo di rilevazione e, meno che meno, di informazione⁸⁵).

⁸² Viene qui fatto ampio riferimento a *Banco Santander Totta SA v Companhia Carris* [2016] 4 WLR 49 e *Dexia Crediop SpA v Comune di Prato* [2017] EWCA Civ 428 (che, sul punto, riformava la decisione di primo grado).

⁸³ §§ 358 ss.

⁸⁴ A tal riguardo vengono tra l'altro citati A. HUDSON, *The Law of Financial Derivatives*⁶, London, 6-167, e S. FIRTH, *Firth on Derivatives Law and Practice*, London, 11-038.

⁸⁵ Tuttavia, v'è da dubitare che il diritto italiano ritenga “non colpevole” tale condotta (trattandosi di una *ignorantia legis*, che *non excusat*; la giurisprudenza, in effetti, continua a leggere alla luce di tale principio l'art. 1338 c.c., nonostante la dottrina sia sul punto sempre più critica: v. S. PAGLIANTINI, sub *art. 1350*, in *Comm. c.c. Gabrielli*, Torino, 2011, 91, nonché ID., *Nullità vs risoluzione, dopo le S.U., tra interesse negativo ed ingiustificato arricchimento*, in *Annuario del contratto*, 2012, 86). Piuttosto, è da ritenere che sia colpevole anche la condotta del destinatario di

Centrali, per quanto attiene all'esito pratico finale della decisione, sono state le considerazioni svolte sulle pretese restitutorie formulate dal Comune di Venezia sulla base della *voidness* dei contratti⁸⁶. Le stesse, soggette al diritto inglese⁸⁷, sono state dichiarate in larga parte infondate: pur avendo rigettato l'eccezione di prescrizione⁸⁸, il Giudice Foxton ha ritenuto che le banche potessero avanzare una *change of position defence*, ossia un'eccezione in virtù della quale l'*accipiens* di un pagamento non dovuto può rifiutarne la restituzione a certe condizioni, per lo più descritte su base casistica, ma essenzialmente fondate sul fatto che, a causa di un cambiamento di circostanze (per l'appunto, *change of position*), la restituzione porterebbe il destinatario del pagamento di buona fede in una situazione peggiore di quella in cui si sarebbe trovato se nemmeno avesse ottenuto il pagamento (come quando il pagamento ha spinto l'*innocent recipient* a porre in essere una spesa che altrimenti non avrebbe sostenuto)⁸⁹. Tale posizione, che il Giudice Foxton aveva già sostenuto in un'altra decisione (e che però era andata incontro a critiche⁹⁰), viene applicata nel caso di specie

questa informazione, con conseguente impossibilità di applicare l'art. 1338 c.c. Il diverso approccio del Giudice Foxton, posto di fronte a un tema di colpa e di ignoranza della legge, riflette un modo di pensare assai più pragmatico di quello dei giuristi (*rectius*, dei giudici) italiani, che in quest'ambito seguono di fatto ancora una teoria imperativistica (e al contempo dichiarativa) del diritto (v. a tal riguardo anche il successivo § 7).

⁸⁶ §§ 385 ss.

⁸⁷ In forza di una riserva formulata, ai sensi dell'art. 22, all'art. 10, comma 1, lett. e, della Convenzione di Roma (riserva caduta nei confronti del Regolamento Roma I, non rilevante però nel caso di specie), è il diritto internazionale privato inglese a governare l'individuazione della legge applicabile alle questioni restitutorie. E secondo tale plesso normativo tali questioni sono rette dallo stesso diritto inglese, in quanto diritto che presenta la maggiore connessione con i contratti derivati (così come deciso in Busto dalla Giudice Cockerill, apparentemente in contrasto con *Dexia v Comune di Prato* [2016] EWHC 2824 (Comm)).

⁸⁸ Sempre in forza del fatto che «the decision of the Supreme Court in Cattolica represented a fundamental change in the interpretation of the relevant legislative and regulatory provisions» e, quindi, «exercising reasonable diligence, Venice could not have discovered that it had a «worthwhile claim» prior to the Cattolica decision in the Supreme Court».

⁸⁹ Cfr. A. BURROWS, *A Restatement of the English Law of Unjust Enrichment*, Oxford, 2012, 117.

⁹⁰ Essenzialmente fondate sul fatto che la *change of position defence* non potrebbe essere sollevata: i) poiché, in caso di *voidness*, il pagamento è posto in essere sulla

valorizzando i *back-to-back hedging swap* conclusi dalle banche a copertura dell'esposizione derivante dagli *swap* con il Comune di Venezia e il fatto che le banche, al momento del loro perfezionamento, non potessero essere consapevoli della *voidness* degli *swap* (e che, al contrario, fosse facilmente ipotizzabile la conclusione di ulteriori *swap* di ricopertura).

Non è il caso di addentrarsi nelle peculiarità della *law of restitution* inglese: basti, allora, sottolineare che l'intenzione del Giudice Foxton è stata di rispettare i principi della sentenza Cattolica, ma al contempo di rendere rilevante il suo (preteso) carattere di "novità" rispetto al diritto vivente degli anni precedenti e specialmente dell'anno di conclusione dei contratti derivati⁹¹. Proprio su tale base è stato fondato l'accoglimento dell'eccezione: che, sebbene il Giudice Foxton non sia sceso nel dettaglio della "quantificazione" dei pagamenti irripetibili, presumibilmente osta alla restituzione di quei pagamenti che sono serviti e che con ragionevole probabilità serviranno a "pagare" gli *swap* conclusi dalle banche a loro copertura⁹².

base di una *condition* (il diritto *legally enforceable* alla *counterperformance*), la cui *failure* ne consente la ripetizione, e non invece *on what appears to be an unconditional basis*; ii) poiché il *change of position* (qui: il perfezionamento dei *back-to-back hedging swaps*) precede, e non segue, i pagamenti del Comune di Venezia.

⁹¹ § 425: «the outcome which that entails tempers at least some of the consequences which would otherwise flow from a legal development in 2020 leading to a transaction which both parties had treated as binding for nearly 13 years being held to be void from the outset».

⁹² Le ultime pagine della sentenza sono dedicate a talune richieste risarcitorie del Comune di Venezia, limitate nel corso del processo – forse anche per evitare una sovrapposizione con le domande proposte nel procedimento incardinato in Italia – a quelle di violazione dell'obbligo dell'intermediario di diligenza, derivante dal non aver avvertito l'ente locale dell'illiceità dei contratti derivati e delle loro caratteristiche essenziali, tra cui il valore assai negativo del MTM, volto a compensare i costi per la chiusura dello *swap* con Bear Stearns (§§ 431 ss.). Esse sono state rigettate dal Giudice Foxton sulla base di tre considerazioni: a) non vi era alcun obbligo di evidenziare l'illiceità dei contratti derivati (peraltro, al tempo contraddetta dal diritto vivente); b) la violazione di obblighi informativi circa i connotati degli *swap*, anche se dimostrata, non godeva di alcuna rilevanza causale; c) i diritti risarcitori dell'ente locale erano prescritti. La soluzione al punto *sub b)* appare discutibile, giacché l'informazione richiesta alle banche non si limitava – come pare sostenere il Giudice Foxton – al fatto che l'*upfront* era volto a finanziare la chiusura dello *swap* con Bear Stearns, essendo piuttosto volta a chiarire adeguatamente tutte le relative conseguenze (quali la perdita di una correlazione stretta dello scopo di

7. *Un commento finale*

Numerose sono le considerazioni che la sentenza esaminata suscita: ci limiteremo a formularne due, una di metodo e l'altra di merito.

La prima: forse anche perché ampiamente dedicata all'applicazione del diritto italiano (nella prospettiva di un giudice inglese), la decisione rappresenta un esempio emblematico dello stile e della mentalità del giurista d'Oltremarica, in comparazione con quelli italiani.

A parte alcuni profili di immediata evidenza (l'ampiezza – e lunghezza – della sentenza; il notevole approfondimento del fatto; il *distinguishing* con altri precedenti; prima ancora, in chiave procedurale, la speditezza del procedimento, la partecipazione allo stesso di insegna giuristi italiani quali “esperti” chiamati dalle parti a rendere la loro *opinion*) e a parte alcune note di colore (il Giudice Foxton che rimbrotta gli avvocati delle parti, colpevoli di aver formulato *ad abundantiam* domande di cui potevano riconoscere l'infondatezza, o che ringrazia i più giovani avvocati dei due *team* difensivi per il loro apporto o, ancora, che ammette la parziale oscurità di certi temi o che commenta il suo operato in udienza o si dispiace se certi temi non sono stati esaminati maggiormente), quel che più rileva è il peso che la Corte attribuisce alla *certainty* del diritto, in uno con un forte formalismo nella lettura del diritto dei contratti e con un indubbio pragmatismo nella sua applicazione.

Il Giudice Foxton non ha perso occasione per ribadire che la sentenza Cattolica aveva rivoluzionato il diritto vivente in tema di *swap* degli enti locali: e, se pure ciò non gli ha consentito di ignorarla o superarla, per lo meno ha fondato l'accoglimento dell'eccezione di *change of position*. L'idea al fondo è che le banche, in un momento in cui la legislazione era incerta, non potevano immaginare la nullità degli *swap* degli enti locali e dovevano essere difese da un mutamento sopravvenuto della giurisprudenza.

In realtà, si può dubitare della bontà dello scenario dipinto dal Giudice Foxton⁹³. Il quadro, in effetti, è assai più articolato: a) il ricorso

copertura e la natura sostanzialmente speculativa dello *swap*); e tali informazioni, come emerso dalla narrazione dei fatti (qui § 2), non erano a disposizione del Comune.

⁹³ Egli stesso, in diversi passaggi della sentenza, si chiede se la sua percezione del diritto italiano e, in particolare, della contrapposizione tra la posizione dell'ordinamento, quanto ai derivati degli enti locali, prima e dopo la sentenza

agli *swap* da parte degli enti pubblici ha posto delle perplessità sin dai primi anni Duemila, provocando diversi interventi legislativi⁹⁴; b) la giurisprudenza è stata interpellata a proposito dei vizi di questi contratti derivati a partire dal 2008 (salvo alcuni precedenti interventi della Corte dei conti) e ha adottato fin da subito tesi ondivaghe, talora assai a sfavore delle banche⁹⁵; c) a seguito di un'evoluzione giurisprudenziale

Cattolica sia troppo manichea. Nondimeno, egli replica che, quand'anche la differenza non fosse così estrema, il quadro fornito resterebbe sufficientemente fedele alla realtà.

⁹⁴ Peraltro diversi dubbi erano sollevati, sin dai primi anni di operatività in derivati da parte degli enti locali, sia dalla dottrina specialistica (v. E. BOZZA, *Le novità in materia di derivati finanziari e i riflessi sul patto di stabilità 2007-2009*, in *Azienditalia*, 2007, 726, e, con posizione però più cauta, M. TRUDU, *L'up-front come forma di indebitamento. Interpretazioni e implicazioni*, *ivi*, 2008, 471 ss., i quali notavano che l'*upfront* veniva spesso usato per finalità di finanziamento, peraltro di spese correnti e non di investimenti, con conseguente potenziale violazione della normativa costituzionale; G. ASTEGIANO, *Enti territoriali e strumenti finanziari derivati: margini di utilità e rischi*, cit., IX, che evidenziava le possibili patologie della causa nei derivati solo dichiaratamente di copertura, così come i problemi derivanti dalla finalizzazione dell'*upfront* a spese correnti e dalla mancata approvazione del contratto derivato da parte del Consiglio comunale), sia dalla giurisprudenza, soprattutto contabile: ad esempio, già nell'audizione del 2004 della Corte dei conti (citata alla nt. 2) si affrontava il tema della riconduzione dell'*upfront* a un sostanziale finanziamento (per quanto atipico, come confermato da C. Conti, sez. contr. Lombardia, 26 ottobre 2007, n. 596, cit.; e v. sul punto pure il rapporto intitolato *Gli strumenti di finanza derivata nelle regioni e negli enti locali* delle Sezioni riunite in sede di controllo della Corte dei conti, in *Foro it.*, 2009, spec. 172 ss.).

⁹⁵ In dottrina si è parlato, con riferimento a questa prima stagione, di «convulse vicende giurisprudenziali» seguite alla conclusione da parte degli enti locali di una grande mole di derivati nei primi anni Duemila (così Aur. BENEDETTI, *La giurisprudenza sui contratti derivati degli enti locali*, in *Giornale dir. amm.*, 2013, 1117). Limitandoci alla giurisprudenza relativa ai derivati degli enti locali e temporalmente più vicina al perfezionamento degli *swap* veneziani, possiamo ricordare almeno le seguenti pronunce del giudice civile: Trib. Bologna, 14 dicembre 2009, n. 5244, cit. (è, come già rilevato, la sentenza di primo grado del caso Cattolica; essa ritiene che lo *swap* con *upfront* non costituisca indebitamento ai sensi degli artt. 119 Cost. e 42 t.u.e.l. e che non vi sia violazione della necessaria finalità di copertura; essa va subito incontro a critiche in dottrina – cfr. la nota di L.N. Zamagni e G. Cedrini in *ilcaso.it* – e viene riformata da C. App. Bologna, 11 marzo 2014, n. 734, cit., secondo cui peraltro manca, nei derivati in esame, una “causa razionale”); Trib. Rimini, 12 ottobre 2010, n. 1523, in *ilcaso.it* (dichiara la nullità dello *swap* per mancanza di una sottoscrizione al contratto quadro e per mancata indicazione del diritto di recesso); Trib. Milano, 14 aprile 2011, n. 5118, cit. (sulla nullità di uno *swap*

per sussistenza di un MTM fortemente negativo); Trib. Pescara, 24 ottobre 2012, n. 1308, in *ilcaso.it* (consente la ripetizione da parte di un Comune del MTM negativo di uno *swap*, ritenendolo violativo – quand’anche utilizzato per chiudere derivati già esistenti – delle norme pubblicistiche, anche sull’indebitamento degli enti locali, e qualificandolo come indebitato; sul punto cfr. pure Trib. Pescara, 11 ottobre 2012, n. 1241, in *ilcaso.it*). In sede penale si vedano le decisioni di assoluzione Trib. Torino, 18 agosto 2010, e di condanna Trib. Milano, 4 febbraio 2013, n. 13976, entrambe inedite (ma in senso diverso C. App. Milano, 3 giugno 2014, n. 1937, in *dirittobancario.it*); e v. pure Cass. Pen., 21 dicembre 2011, n. 42421, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2012, 363 (volta a escludere la presenza di una truffa in ipotesi di MTM negativo non comunicato all’ente pubblico, per carenza dell’elemento del danno certo e non solo potenziale). Quanto alla giurisprudenza amministrativa e contabile (le cui decisioni possono tutte reperirsi sulle banche dati della giustizia amministrativa e della Corte dei conti), si vedano: T.A.R. Toscana, 11 novembre 2010, n. 6579 (sulla legittimità di un annullamento in autotutela degli atti amministrativi che avevano condotto a concludere dei contratti derivati in cui figuravano costi impliciti non dichiarati; la pronuncia, confermata nei principi dalla pronuncia non definitiva C. Stato, 7 settembre 2011, n. 5032, è stata poi nel merito ribaltata da C. Stato, 27 novembre 2012, n. 5962); T.A.R. Piemonte, 21 dicembre 2012, n. 1389 e 1390 (sull’assenza di poteri di autotutela indirettamente volto a contestare patologie di un contratto, con conseguente conferma della giurisdizione inglese su tali patologie; la sentenza è stata poi confermata da C. Stato, Ad. Plen., 5 maggio 2014, n. 13, e, nel principio di fondo, da Cass., Sez. Un., 9 ottobre 2017, n. 23600, in *Giur. it.*, 2018, 433); T.A.R. Toscana, 21 febbraio 2013, n. 263 (sulla perimetrazione del potere di annullamento di autotutela di atti prodromici alla stipula di contratti di *swap*, ritenuto limitato nella sostanza – perché relativo alle sole delibere volte a individuare l’intermediario con cui contrattare e non a quelle di autorizzazione della rinegoziazione di derivati in essere – e nel tempo – perché da esercitarsi *ex art. 1*, comma 136, l. n. 311/2004, applicabile *ratione temporis*, solo per un triennio –); C. Conti, sez. giur. Sicilia, 7 agosto 2006, n. 2376, e poi pure 29 luglio 2009, n. 1891 (secondo cui l’*upfront*, fino alle modifiche legislative del 2008, non poteva considerarsi indebitamento; si ammette però che sussistono opinioni diversi e si motiva, escludendo la responsabilità del funzionario per assenza di dolo o colpa grave, anche per il caso in cui si opinasse in senso diverso); C. Conti, sez. contr. Sardegna, 4 dicembre 2007, n. 478 (per la corrispondenza tra *upfront* e indebitamento, con conseguente necessità di limitare il primo al solo finanziamento delle spese di investimento, con esclusione dunque della destinazione a copertura delle spese correnti)

C. Conti, sez. contr. Lombardia, 28 gennaio 2008, n. 19, e poi anche 30 aprile 2008, n. 60 (a mente delle quali l’*upfront*, costituendo indebitamento, doveva rispettare il dettato dell’art. 119 Cost., oltre alla suddivisione di competenze di cui al t.u.e.l., ferma restando la necessità che lo *swap*, pur dotato di *upfront*, perseguisse effettivamente uno scopo di copertura); C. Conti, sez. giur. Lazio, 10 febbraio 2010,

più che decennale, la Cassazione, con la sentenza Cattolica, ha finito per seguire, sugli *swap* degli enti locali, le tesi più favorevoli agli enti locali⁹⁶.

Ma il punto non è (solo) questo. Anche a voler ritenere (come non è) corretto il quadro disegnato dal Giudice Foxton, va notato che un *common lawyer* come costui, nel risolvere le questioni poste alla sua attenzione, è immediatamente andato a confrontarsi con il diritto vivente del 2007, da un lato esaltando le letture più formalistiche del fenomeno degli *swap* degli enti locali (che un giurista italiano, invece, avrebbe ritenuto quanto meno passibili di smentita in sede giurisprudenziale) e da un altro lato rinvenendo, in modo assai pragmatico e in fin dei conti pure liberale, in un (preteso) cambiamento di giurisprudenza un vero e proprio mutamento del diritto (mentre un giurista del nostro Paese avrebbe seguito, negli esiti, la tesi – o forse meglio la “finzione” – “dichiarativa”, secondo cui la giurisprudenza non crea davvero, ma solo “legge” il diritto)⁹⁷.

n. 245, e C. Conti, sez. giur. Abruzzo, 22 aprile 2010, n. 259 (entrambe volte a escludere la responsabilità erariale, stante la possibile convenienza degli *swap*, se tenuto conto della loro intera durata, e stante la difficoltà di individuare un danno certo nella loro conclusione). In dottrina v. soprattutto F. CORTESE e F. SARTORI (a cura di), *Finanza derivata, mercati e investitori*, cit.

⁹⁶ Dando vita a un orientamento poi ribadito dalle altre (sparute) pronunce italiani sugli *swap* degli enti locali: v. ad esempio Trib. Venezia, 13 aprile 2022, n. 696, cit.

⁹⁷ Gli istituti volti a limitare la responsabilità per aver violato il diritto in quanto non conoscibile e per evitare che i cambiamenti di orientamenti giurisprudenziali valgano per il passato trovano, nella giurisprudenza italiana, un’applicazione limitata: ciò che rimanda a una visione non solo meno pragmatica del diritto, ma anche più imperativistica. Si confronti la precedente nt. 85, e si tenga pure a mente la limitata operatività in Italia del *prospective overruling*, i cui esempi più noti riguardano casi in cui nuovi orientamenti giurisprudenziali hanno modificato il modo di intendere la scadenza di termini processuali, così intervenendo in ambiti pregni di esigenze di certezza e connotati da una notevole rigidità e creando la base per una rimessione in termini per errore scusabile *ex art. 153, comma 2, c.p.c.*: v. CASS., Sez. Un., 9 settembre 2010, n. 19246, in *Foro it.*, 2010, I, 3014 (sul termine per la costituzione del debitore che abbia notificato un’opposizione a decreto ingiuntivo), e *ivi* anche diverse decisioni di merito in senso favorevole alla rimessione in termini, e Cass., 18 settembre 2020, n. 19596, in *dejure* (sull’onere per il creditore opposto, anziché per il debitore opponente, di promuovere la procedura di mediazione obbligatoria), nonché Trib. Napoli nord, ord. 3 dicembre 2020, e Trib. Salerno, ord. 27 maggio 2021, inedite (a favore della rimessione in termini), e invece Trib. Frosinone, 4 ottobre 2021, n. 932, inedita (in senso contrario).

Detto in altri termini: egli ha guardato alle previsioni normative in essere al 2007; in mancanza di giurisprudenza sul punto, le ha intese in modo formalistico, ritenendo che solo ciò fosse concesso dalla “piana lettura delle norme”; ha visto nella giurisprudenza successiva un *revirement*, culminato in Cattolica (decisione a suo dire “profondamente creativa”); ha ritenuto che, con riferimento ai temi della finalità di copertura e della funzione di indebitamento di certi *swap*, nei primi anni Duemila le banche non potessero nemmeno ipotizzare, tra quelli possibili, uno scenario giurisprudenziale quale quello attuale⁹⁸. Al contrario, un giurista italiano⁹⁹ – indipendentemente dal fatto di concordare o meno nel merito con le posizioni di Cattolica sui derivati degli enti pubblici – avrebbe ammesso che, negli anni Duemila, non vi era alcuna interpretazione pacifica delle disposizioni normative in essere e che a seconda delle opinioni, e pure delle scelte assiologiche di fondo di ciascun interprete, le si sarebbero potute leggere (come, più in generale, tutto il fenomeno degli *swap*¹⁰⁰) in modo ora più sostanzialistico, ora meno¹⁰¹.

⁹⁸ Peraltro – e lo nota pure il Giudice Foxton – proprio in Inghilterra sin dagli anni Novanta si è dubitato della validità degli *swap* degli enti locali: il che permetteva agli istituti di credito, quand’anche operanti in altre giurisdizioni, di ipotizzare che tali derivati potessero essere afflitti da patologie corrispondenti. Cfr. sul punto *Hazell v Hammersmith and Fulham London Borough Council* [1992] 2 A.C. 1, commentata da G. CATALANO, “Swaps”: pregiudizi inglesi e (prospettive di) disciplina italiana, in *Foro it.*, 1992, IV, 309 ss.

⁹⁹ Cfr. a tal riguardo Aur. BENEDETTI, *L’eredità della “sentenza Cattolica” delle Sezioni Unite in tema di contratti in strumenti derivati dei Comuni*, in *Riv. C. Conti*, 2022, 62 ss.

¹⁰⁰ La stessa dottrina ha sostenuto, soprattutto tra gli anni Novanta e Duemila, ora posizioni più sostanzialistiche, ora più formalistiche sul fenomeno degli *swap*: ad esempio, talvolta affermando e talaltra negando la natura aleatoria del contratto (v. ad esempio, e rispettivamente, B. INZITARI, *Swap (contratto di)*, in *Contr. Impr.*, 1988, 614; F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*², Milano, 2011, 74 ss.).

¹⁰¹ Lo conferma il fatto stesso che già nel 2007 siano state avviate iniziative giudiziali tese a far valere gli argomenti poi posti a base della sentenza Cattolica (basti pensare che il contenzioso sfociato in questa pronuncia era iniziato proprio nel 2007 e che, a testimonianza del fatto che già in quegli anni le tesi poi accolte dalle Sezioni Unite non erano percepite come platealmente infondate, la sentenza di primo grado, pur favorevole alle banche, aveva compensato le spese di lite stante «la novità e la complessità delle questioni e i profili di criticità che le tesi contrapposte ciascuna hanno»).

Il risultato è che, mentre il Giudice Foxton di fatto ha ampiamente assolto gli istituti di credito, la nostra giurisprudenza assai difficilmente avrebbe fatto ricorso, in un caso del genere, a un *prospective overruling* e comunque non avrebbe mandato esenti le banche dalle conseguenze restitutorie della nullità degli *swap*¹⁰². E verrebbe da chiedersi quale sia la ragione per cui il nostro sistema accetti di buon grado una determinata soluzione che altrove stona: probabilmente gode di un peso notevole la tendenza sostanzialistica dell'interpretazione giuridica degli ultimi decenni, che ha abituato il giurista italiano a leggere in senso funzionale le disposizioni normative (anche al costo di giungere a risultati ermeneutici antiletterali) e che al contempo impone di tollerare l'ampio margine di vaghezza che connota il diritto dei contratti (margine di vaghezza che, a sua volta, riesce a venire accettato dall'ordinamento proprio perché è tollerato anche a livello socio-economico, culturale e pure giuridico)¹⁰³.

¹⁰² V. proprio a tal riguardo D. MAFFEIS, *I derivati in Italia e a Londra: la change of position e la perdurante distanza tra giurisprudenza italiana e inglese*, in *giustiziacivile.com*.

¹⁰³ E forse, rispetto al nostro tema, vi è anche qualcosa in più. È ormai appurato che, nel clima dei primi anni Duemila, le banche sono state spesso superficiali nel vendere i derivati, mentre, al contempo, l'educazione finanziaria presso i clienti, anche pubblici, era praticamente assente: lo confermano le vicende sottese ad alcuni giudizi erariali, quale quello, umbro, sfociato in un'assoluzione del funzionario in primo grado – C. Conti, sez. giur. Umbria, 9 maggio 2012, n. 44 – e poi in una sua condanna in appello, per non aver chiesto il tempestivo ausilio di periti, a nulla rilevando, secondo il Collegio, la presenza di condotte gravemente reticenti da parte della banca – C. Conti, sez. II giur. appello, 7 dicembre 2016, confermata da Cass., Sez. Un., 9 ottobre 2018, n. 9680 –; parimenti, lo attestano i fatti di numerose cause civili, in seno alle quali si è constatato che gli enti pubblici – e pure i privati – spesso erano portati a rinegoziare vecchi *swap* dalle banche, le quali non rivelavano affatto che la rinegoziazione conservava e anzi cristallizzava il valore negativo dello *swap* che veniva chiuso, ma anzi lasciavano supporre al cliente che il nuovo derivato – spesso inevitabilmente slegato dall'originario scopo di copertura – avrebbe di per sé automaticamente assorbito le perdite: v. ad esempio C. App. Trento, 5 marzo 2009, n. 46, in *ilcaso.it*; in dottrina v. M. TRUDU, *L'ente locale*, cit., 1107, nonché G. ASTEGIANO, *Enti territoriali e strumenti finanziari derivati: margini di utilità e rischi*, cit., IX e XI (peraltro, anche nel caso veneziano deciso dal Giudice Foxton risulta che i funzionari del Comune avessero frainteso il funzionamento della rinegoziazione dello *swap*: v. qui il § 2; assai minoritarie, anche se non inesistenti, sembrano essere le ipotesi in cui enti pubblici e privati ben conoscevano il funzionamento dei derivati e hanno cercato in seguito, pretestuosamente, di cavalcare gli orientamenti

Va da sé che tale contrapposizione tra ordinamenti non può essere esagerata: essa, difatti, non corrisponde a uno scarto netto tra sistemi, ma piuttosto a una maggiore o minore rilevanza di certi principi (e di certi valori). Così, non si può nascondere come pure in Italia la sentenza Cattolica abbia suscitato un vivace dibattito inerente all'imposizione, sostanzialmente retroattiva, alle banche di oneri e obblighi che in alcun modo esse avrebbero potuto evincere dalla legislazione in vigore nei primi anni Duemila. Tuttavia, ciò è avvenuto non già con riferimento alle regole circa l'accesso agli *swap* da parte degli enti locali (inerenti allo scopo, necessariamente di copertura, e all'eventuale natura di indebitamento), ma piuttosto con riguardo a quel § 9 della decisione, che forse ne rappresenta il nucleo più importante, con cui le Sezioni Unite hanno affermato la nullità di tutti gli *swap* conclusi senza l'indicazione di MTM, costi impliciti (od occulti) e scenari probabilistici di evoluzione dei tassi¹⁰⁴.

giurisprudenziali più sensibili alle loro esigenze di tutela: cfr. G. ASTEGIANO, *Enti territoriali e strumenti finanziari derivati: ristrutturazione e responsabilità*, cit., XVIII). Il che, se evidentemente porta a un atteggiamento pregiudiziale, se non di punizione, di diffidenza verso gli istituti di credito, da un punto di vista giuridico (di forza degli argomenti) conduce di regola a ritenere che le banche conoscevano o comunque potevano accorgersi della reale natura degli strumenti che vendevano e dovevano adottare, anche nella lettura della legislazione del tempo, una posizione più sostanzialistica (o per lo meno non potevano escludere che essa sarebbe stata adottata dalla giurisprudenza): con la conseguenza che il peso degli argomenti formalisti (ad esempio: l'esigenza, per poter svolgere l'attività bancaria, di poter fare affidamento su interpretazione certa delle disposizioni normative) viene assai ridotto. Ovviamente, non si può nascondere che questo quadro evidenzia delle inefficienze, culturali prima ancora che regolatorie, notevoli: si assiste a una sorta di scontro tra sistemi *à la* Teubner, ciascuno con la sua logica (il mondo della finanza e quello dei clienti); essi, in mancanza di una tendenza del primo a fornire ausilio all'operatore disinformato e di una predisposizione culturale e finanziaria del secondo nel dialogo con gli istituti di credito, finiscono inevitabilmente per confliggere; il legislatore, accortosi del problema in ritardo (come inevitabilmente è, in un mondo ipercomplesso), interviene in modo limitato e solo per il futuro; è la giurisprudenza a dover rappezzare la situazione per il passato (necessariamente prendendo una posizione, anche politica, nella contrapposizione tra logiche diverse).

¹⁰⁴ Con riferimento alla nullità dello *swap* per mancata indicazione del MTM, dei costi occulti e degli scenari probabilistici in effetti lo sforzo creativo della giurisprudenza è stato molto profondo (T.N. POLI, *Le Sezioni Unite della Cassazione invalidano i contratti finanziari derivati*, in *Corr. giur.*, 2020, 1501; la stessa C. App. Milano, 14 dicembre 2022, n. 3939, cit., pur applicando il principio espresso da

Passiamo alla seconda considerazione, questa volta di merito.

Proprio i profili di cui al § 9 della sentenza Cattolica, che peraltro costituiscono l'eco di una ben nota tesi dottrinale¹⁰⁵, non sono stati presi

Cattolica, sente la necessità di giustificarne la vigenza anche nei primi anni Duemila, ritenendolo “ricavabile dal sistema”; a tal riguardo v. pure A.A. DOLMETTA, *Introduzione. Speculazione e prudenza*, in D. Maffeis (a cura di), *Swap*, cit., XVI, richiamato dallo stesso Giudice Foxton) e secondo molti autori addirittura troppo profondo, avendo superato i limiti di una funzione schiettamente giurisdizionale e avendo tradito l'affidamento che le banche potevano riporre sul diritto vivente dei primi anni Duemila (M. ANOLLI e A. PERRONE, *La giurisprudenza italiana sui contratti derivati. Un'analisi interdisciplinare*, in questa *Rivista*, 2020, 195 ss.; R. LENER e C. CIPRIANI, *I derivati, le Sezioni Unite e l'Europa*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, II, 768 ss.; P. DE GIOIA CARABELLESE e M. LEMBO, *I derivati italiani visti dal common law inglese (e dal British Statute). Una analisi della decisione della High Court sul contratto speculativo “Busto Arsizio v. Deutsche Bank”*, in *Società*, 2022, 607 ss.; R. RISTUCCIA e A. PETRONE, *Riflessi di Cass. SS.UU. 8770/2020 su derivati (e non solo) stipulati da soggetti privati. Dubbi sulla compatibilità della decisione con il diritto europeo*, in *dirittobancario.it*; alcuni ulteriori spunti in F. PISTELLI, *La scommessa irrazionale dell'ente locale*, in *Pers. merc.*, 2020, 411 ss.). Tesi, questa, che a parere di chi scrive attesta quanto meno la preferibilità di sanzionare la mancata *disclosure* degli elementi poc'anzi menzionati tramite un rimedio risarcitorio, anziché caducatorio (cfr. nt. 107).

¹⁰⁵ D. MAFFEIS, *La causa del contratto di interest rate swap e i costi impliciti*, in questa *Rivista*, 2013, 2 ss., e ID., *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in D. Maffeis (a cura di), *Swap fra banche e clienti*, Milano, 2014, 20 ss. Già in precedenza cfr. E. BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una definizione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, I, 564. In giurisprudenza, nel tempo precedente alla decisione Cattolica, v. (con alcune lievi oscillazioni) C. App. Milano, 18 settembre 2013, n. 3459, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, II, 278 (su cui v. in particolare D. IMBRUGLIA, *La creazione razionale dell'alea nei derivati otc e la nullità dello swap per vizio di causa*, in *Pers. merc.*, 2014, 332 ss.); Trib. Torino, 17 gennaio 2014, in *ilcaso.it*; Trib. Milano, 13 febbraio 2014, n. 2145, in *dirittobancario.it*; Trib. Milano, 12 settembre 2016, n. 10049, in *Contratti*, 2018, 67; C. App. Brescia, 11 gennaio 2018, n. 8, in *dirittobancario.it*; Trib. Milano, 9 marzo 2018, n. 2807, in *Nuova giur. comm.*, 2018, 1381; C. App. Milano, 25 settembre 2018, n. 4242, in *Contratti*, 2019, 139. Non mancano decisioni in senso espressamente contrario: v. per tutte Trib. Milano, 22 dicembre 2015, n. 14622, inedita; Trib. Parma, 20 giugno 2016, in *expartecreditoris.it*; C. App. Milano, 11 giugno 2018, n. 2859, in *dirittobancario.it*; C. App. Milano, 27 dicembre 2018, n. 5788, in *Società*, 2019, 461. Dopo la sentenza Cattolica v. in particolare: in senso favorevole al principio di cui al § 9 (talvolta con qualche lieve oscillazione, soprattutto in ordine al requisito dell'indicazione del MTM: v. nt. 112), peraltro quasi sempre applicato a *swap* conclusi da privati, Cass., 6 settembre 2021, n. 24014, cit.; Cass., 29 luglio 2021, n. 21830, in *dejure*; Trib.

in esame dal Giudice Foxton, il quale ha tra l'altro ritenuto che i requisiti di causa e oggetto non interferiscano con la questione di *capacity*¹⁰⁶.

Benché all'apparenza corretta, la decisione qui in disamina avrebbe potuto essere più coraggiosa¹⁰⁷.

Milano, 31 gennaio 2023, n. 778; C. App. Milano, 14 dicembre 2022, n. 3939; C. App. Roma, 6 dicembre 2022, n. 7900; Trib. Verona, 8 novembre 2022, n. 1996; C. App. Firenze, 7 ottobre 2022, n. 2221; Cass., 10 agosto 2022, n. 24654; Trib. Milano, 22 luglio 2022, n. 6547; Trib. Milano, 31 maggio 2022, n. 4819; Trib. Venezia, 13 aprile 2022, n. 696, cit. (questa relativa a derivati di un ente locale); Trib. Venezia, 4 aprile 2022, n. 368; C. App. Milano, 18 novembre 2021, n. 3382; Trib. Milano, 23 settembre 2021, n. 7661; Trib. Milano, 14 luglio 2021, n. 6157; C. App. Torino, 16 giugno 2021, n. 686; C. App. Torino, 10 giugno 2021; Trib. Firenze, 27 aprile 2021, n. 1145; C. App. Torino, 11 marzo 2021, n. 277; Trib. Roma, 8 febbraio 2021 (tutte inedite a quanto consta); in senso contrario C. App. Palermo, 6 agosto 2022, n. 1359, e C. App. Venezia, 31 maggio 2022, n. 1256, anch'esse inedite, le quali non hanno condiviso la tesi della causa aleatoria razionale al centro del § 9 di Cattolica: a quanto pare rifiutandola con riferimento a tutti gli *swap*, indipendentemente dalla natura privata o pubblica del cliente (meno rilevante Trib. BOLOGNA, 5 gennaio 2021, che, presumibilmente, non ha tenuto conto di Cattolica perché pubblicata solo poche settimane della data di delibera della decisione). La tesi in dottrina ha incontrato non poche critiche: v. qui per tutti A. TUCCI, *I contratti derivati degli enti locali dopo le Sezioni Unite*, in *Giur. it.*, 2020, 2403 ss.; A. BARTALENA, *Patologie dei derivati: la causa concreta come strumento di tutela dell'investitore "tradito"*, in *Società*, 2020, 1122 ss.

¹⁰⁶ Il ragionamento – che si legge ai §§ 351 ss. – è nel senso che i problemi dell'alea razionale non intercettino la *capacity*, ma causa od oggetto del contratto (così si era espressa anche la Giudice Cockerill in Busto, §§ 206 ss.); di qui, il Giudice Foxton si è chiesto se i requisiti di causa e oggetto possano costituire regole imperative ai sensi dell'art. 3, comma 3, della Convenzione di Roma, in quanto volti al perseguimento di una certa *public policy*, o meno, in particolare perché corrispondenti a principi per così dire tecnici, ma non politici, di un dato sistema. Nella sentenza non si dà risposta a tale quesito, esposto solo in un *obiter*: come si ricorderà, infatti, la decisione esclude l'applicazione al caso di specie dell'art. 3, comma 3, della Convenzione di Roma (v. il precedente § 6).

¹⁰⁷ Lo si dice guardando allo stato del diritto italiano: e pur senza negare che a chi scrive, per le motivazioni già indicate in A.M. GAROFALO, *Interest rate swap*, cit., 2020, 1345 ss., e a ID., *Un anno dopo*, cit., 472 ss., appare poco condivisibile la tesi della "causa aleatoria razionale" (sia per i suoi esiti pratici sproporzionati, sia per i suoi insostenibili riflessi sistematici). Come nota il Giudice Foxton, i problemi di invalidità degli *swap* sono stati sollevati, di regola, per superare i limiti connaturati al rimedio risarcitorio fondato, in particolare, sul difetto di informazione (§ 170), ritenuto inadeguato (sia perché coloro che chiedevano tutela contro le banche

Le Sezioni Unite, in effetti, hanno posto un requisito di causa, che talvolta è stato però collegato (dalla stessa sentenza Cattolica¹⁰⁸) all'oggetto e talaltra (almeno in dottrina¹⁰⁹) all'accordo: il che già fa emergere un certo margine di genericità, che apre spazi ricostruttivi all'interprete (e alla sua riqualificazione del vizio in parola). Ma vi è anche un altro punto, ancora più importante: la Cassazione ha innestato tutto il § 9 della sentenza Cattolica su altre tesi (sempre di derivazione dottrinale¹¹⁰), le quali impongono di leggere in una prospettiva parzialmente diversa il problema della mancata indicazione del MTM, degli scenari probabilistici e dei costi occulti.

Si legge infatti, in uno dei primi paragrafi di Cattolica, che lo *swap* è un contratto socialmente tipico, che di per sé sarebbe sovrapponibile a una scommessa¹¹¹, ma che, dovendo essere guardato con le lenti tipiche del mondo della finanza (in seno al quale esso è nato e nell'ambito del quale assume il suo senso), da una scommessa finisce per distinguersi. Questa distinzione – tra *swap* e scommessa – sarebbe lasciata a un criterio troppo vago, se il legislatore non avesse deciso di affidarla a un parametro rigido, dettato dall'art. 23, comma 5, t.u.f.: è *swap* quello che è concluso tra intermediari o tra un cliente e un intermediario; al di fuori, il contratto – anche strutturalmente identico – è scommessa.

Se è la presenza di un intermediario ad attrarre il contratto alla dimensione “finanziaria”, anche in chiave funzionale (ossia causale), ben si comprende che la mancata *disclosure* di certi elementi dello *swap*

apparivano il più delle volte quali operatori qualificati e comunque informati, sia perché il diritto al risarcimento è soggetto a prescrizione). Del resto, proprio al termine della sua decisione il Giudice Foxton ha ritenuto prescritti gli eventuali diritti risarcitori del Comune di Venezia (§ 459): ciò che, se può spiegare il successo pratico della tesi della “causa aleatoria razionale”, non lo giustifica teoricamente (tanto più che gli esiti ritenuti ingiusti potrebbero essere superati semplicemente spostando in avanti il *dies a quo* della prescrizione, come già spesso avviene per gli illeciti lungolattenti e come avviene ai sensi dell'art. 1442 c.c. per quei vizi informativi “completi” che sono dolo ed errore).

¹⁰⁸ Lo nota anche M. BARCELLONA, *La Cassazione e i derivati: tra pessime argomentazioni e condivisibili conclusioni*, in *Nuova giur. comm.*, 2022, 451 ss.

¹⁰⁹ V. D. MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, 1106.

¹¹⁰ Si permetta il rinvio a A.M. GAROFALO, *Aleatorietà*, cit., 275 ss., e spec. 284.

¹¹¹ §§ 5.1 ss., poi ripresi al § 9.4.

(a volerla ritenere un requisito rigidamente formale, ossia di forma informativa, o soltanto di informazione, e quindi suscettibile di equipollenti¹¹²) rileva per il fatto che non consente, al cliente, di entrare in quella dimensione “finanziaria” che di per sé non gli è propria. La conseguenza, secondo il diritto italiano, è in effetti quella dell’abuso del tipo e, quindi, del vizio causale.

Nell’ottica del diritto internazionale privato inglese, e quindi alla luce di una qualificazione “internazionalistica” della *capacity* e di una rilettura, in quest’ottica, delle norme della *lex incorporationis*, ci si potrebbe chiedere se la regola in parola – non conoscendo il sistema inglese le categorie dell’“abuso del tipo” e dell’“immeritevolezza” – debba essere vista come volta a sancire una sorta di incapacità giuridica speciale: l’incapacità, per l’appunto, di accedere al “tipo *swap*” in mancanza di certi elementi di fatto aggiuntivi (una sorta, cioè, di incapacità giuridica, come quella del minore di contrarre matrimonio e di accettare l’eredità senza beneficio di inventario)¹¹³. Del resto, in precedenza si è visto come le questioni di immeritevolezza di uno *swap*, concluso per finalità di copertura, ma nei fatti disassato da tale scopo,

¹¹² Il Giudice Foxton (al § 172) ha sposato la prima opinione; viceversa, la Giudice Cockerill, che affrontava in un *obiter* di Busto la questione (ai §§ 266 ss.), condivideva la seconda tesi (in modo, a parere di chi scrive, apparentemente contrario al *dictum* di Cattolica, che sembrerebbe optare per la prima ricostruzione, ma più condivisibile dal punto di vista dei principi e delle regole del diritto italiano: cfr. A.M. GAROFALO, *Un anno dopo*, cit., 479). La giurisprudenza successiva alla sentenza Cattolica per lo più non ha avvertito la necessità di prendere posizione sulla questione (negli *swap* conclusi negli anni Duemila di norma i requisiti in parola non solo non figuravano quali elementi formali del contratto, ma nemmeno erano stati indicati durante le fasi precontrattuali). Nondimeno, le decisioni più recenti appaiono più vicine alla tesi che collega i requisiti in esame a un’esigenza di forma; a tal riguardo si vedano, ad esempio, Cass., 10 agosto 2022, n. 24654, cit., e Trib. Milano, 31 gennaio 2023, n. 778, cit. (la quale, peraltro, intende l’esplicitazione del MTM come indicazione della formula per determinarlo, omettendo di considerare: i) che il MTM solitamente non è calcolato dalla banca, ma è il valore medio tra i valori di *bid* e *offer* di un certo derivato – o di una pluralità di derivati, nel caso di *swap* con *cap* e *floor* – in un dato momento; ii) che la necessità di individuare in contratto il criterio di calcolo del MTM non ha nulla a che vedere con la tesi della causa aleatoria razionale, ma piuttosto riguarda l’indeterminatezza del parametro su cui calcolare il costo di chiusura del derivato).

¹¹³ Applicando i *test* del Giudice Foxton (§§ 112 ss.), appare in effetti che le regole volte a imporre limitazioni all’accesso a un tipo non vietino di per sé la conclusione di certi contratti, né ne suppongano l’illiceità, ma sanciscano piuttosto una limitazione a carico di certi soggetti (per la loro stessa protezione).

siano state collegate dal Giudice Foxton a un *lack of capacity* dell'ente, impossibilitato a perfezionare *swap* di (sola) speculazione.

Se questo ragionamento fosse corretto e fosse accettato dalle Corti inglesi, si aprirebbero per i soggetti – il riferimento va qui, beninteso, agli enti tanto pubblici quanto privati¹¹⁴ – che hanno concluso *swap* sottoposti al diritto e alla giurisdizione inglese nuove prospettive di contenzioso: nell'attesa di sapere se il Giudice d'appello si pronuncerà sul caso dei derivati veneziani e confermerà, o ribalterà, le tesi del Giudice Foxton¹¹⁵.

¹¹⁴ Quanto alla capacità delle persone fisiche, sembra potersi adottare una soluzione analoga, quantunque su punto il diritto internazionale privato inglese non sia di univoca e pacifica interpretazione (cfr., per uno sguardo d'insieme, E.A. FREDERICKS, *Contractual Capacity in Private International Law*, Universiteit Leiden, 45 ss.).

¹¹⁵ Proprio con riferimento all'eccezione di *change of position* è lo stesso Giudice Foxton a rimettere la questione all'"inevitabile appello" (§ 425).

L'estinzione anticipata del credito: spunti di riflessione alla luce dei recenti orientamenti della giurisprudenza

SOMMARIO: 1. L'estinzione anticipata del credito al consumo. Cenni normativi – 2. L'impatto della sentenza Lexitor nel contesto nazionale – 3. L'applicazione dei principi europei nell'ordinamento italiano: l'art. 11 *octies* d.l. 73/2021 – 4. Segue. La sentenza della Corte Costituzionale n. 263/2022 – 5. Il diverso orientamento della giurisprudenza europea in materia di credito immobiliare – 6. Considerazioni conclusive.

1. L'estinzione anticipata del credito al consumo. Cenni normativi

Com'è noto, la Direttiva 87/102/CEE in materia di credito al consumo¹ riconosceva al cliente, il quale avesse estinto anticipatamente il contratto di finanziamento mediante il rimborso dell'importo erogato, il diritto ad una “*equa riduzione del costo complessivo del credito*” (art. 8).

Nel sostituire la disposizione citata, l'art. 16 della successiva Direttiva 2008/48/CE (cd. CDD)², tuttora vigente, ha ribadito che il consumatore può estinguere il contratto “*in qualsiasi momento*” adempiendo “*in tutto o in parte*” al proprio obbligo restitutorio; in tal caso, egli ha il diritto di ottenere “*una riduzione del costo totale del credito, che comprende gli interessi e i costi dovuti per la restante durata del contratto*”³. Il legislatore, dunque, sembra aver definito con

¹ Direttiva del Consiglio del 22 dicembre 1986 relativa al ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative degli Stati membri in materia di credito al consumo.

² Più in dettaglio, ci si riferisce alla 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.

³ Ai sensi dell'art. 3 CDD, per costo totale del credito deve intendersi l'insieme tutti i costi, compresi gli interessi, le commissioni, le imposte e tutte le altre spese che il consumatore deve pagare in relazione al contratto di credito e di cui il creditore è a conoscenza, escluse le spese notarili; sono inclusi anche i costi relativi a servizi accessori connessi con il contratto di credito, in particolare i premi assicurativi, se, in aggiunta, la conclusione di un contratto avente ad oggetto un servizio è obbligatoria per ottenere il credito oppure per ottenerlo alle condizioni contrattuali offerte.

modalità più precise, rispetto al passato, i criteri di determinazione dei costi dovuti al debitore in caso di rimborso *ante diem*⁴.

Com'è stato evidenziato in letteratura, in sede europea sembrava fosse stato riconosciuto ai legislatori nazionali un certo margine di discrezionalità in ordine alla determinazione delle voci di costo e degli importi da restituire in concreto al consumatore⁵. Conferma tale assunto la circostanza che gli Stati membri hanno recepito l'art. 16 della direttiva secondo modalità eterogenee tra loro⁶, di fatto dettando in materia norme parzialmente dissimili l'una dall'altra⁷.

In particolare, il legislatore italiano, nel recepire la direttiva in parola mediante il D.lgs. 141/2010, ha introdotto nel Testo Unico in materia bancaria e creditizia (T.U.B.) l'art. 125-*sexies*, il quale, nella propria originaria formulazione, prevedeva che il consumatore avesse diritto “a una riduzione del costo totale del credito, *pari* all'importo degli interessi e dei costi dovuti per la vita residua del contratto”⁸. Chiaro

⁴ In ordine alla qualificazione di tale facoltà, parte della dottrina discorre di «potere» del consumatore di adempimento anticipato. Cfr. F. OLIVIERO, *L'adempimento anticipato dell'obbligazione restitutoria nel credito ai consumatori*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2, 2014, 377.

⁵ In tal senso, *ex multis*, M. RABITTI, *Abf e Lexitor: estinzione anticipata e riduzione del costo del credito alla luce del principio di equità integrativa*, pubblicato su www.dirittobancario.it, gennaio 2020. In ordine alla discussa interpretazione dell'art. 16 CDD; in arg. cfr. altresì R. SANTAGATA, *Rimborso anticipato del credito e diritto del consumatore alla restituzione della quota parte dei costi indipendenti dalla durata del contratto (c.d. up front)*, in *Banca Borsa Tit. cred.*, 1, 2020, 18 ss.

⁶ Per un'analitica ricostruzione di tale profilo cfr. *ex multis*, F. MEZZANOTTE, *Il rimborso anticipato nei contratti di credito immobiliare ai consumatori*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1, 2020, 65 ss.; E. BATTELLI-F. PORCELLI, *Il diritto alla riduzione del costo totale del credito in caso di rimborso anticipato*, in *Giur. it.*, 7, 2020, 1597 ss., ma anche R. SANTAGATA, *Rimborso anticipato del credito*, cit.

⁷ A ben vedere, si potrebbe ritenere che nei Paesi in cui la disciplina in materia di rimborso è stata interpretata nel senso meno ampio, simile scelta di politica legislativa abbia risposto all'opportunità di assicurare al sistema creditizio l'applicazione discrezionale delle commissioni a carico dei clienti, in coerenza con le specifiche condizioni dei mercati nazionali. Con riguardo al mercato italiano, in tal senso si è espresso, in modo probabilistico G. ALPA, in un intervento scientifico disponibile al link <https://youtu.be/C3Er3YdcXZM>.

⁸ Siffatto costo totale è poi individuato al precedente art. 121 comma 1, lettera e) T.U.B., analogamente a quanto previsto nell'art. 3 della Dir. 2008/48/CE, negli “*interessi e tutti gli altri costi, incluse le commissioni, le imposte e le altre spese, a eccezione di quelle notarili, che il consumatore deve pagare in relazione al contratto*”

appare il differente tenore letterale esistente tra la disposizione europea e quella interna, tenuto conto che quest'ultima limita la ripetizione delle spese alle due voci (interessi e costi dovuti per la vita residua del contratto) che sono espressamente contemplate dalla stessa⁹.

Di qui, il contrasto interpretativo emerso a livello nazionale, con riferimento all'esatta *estensione* del contenuto del rimborso riconosciuto al consumatore in sede di estinzione *ante diem* del rapporto. A fronte di coloro che sostenevano il diritto alla restituzione di tutti i costi sostenuti¹⁰, infatti, si riscontra l'orientamento dell'Autorità di vigilanza, la quale ha ritenuto opportuno fornire specifiche indicazioni tecniche al fine di chiarire quali fossero i costi da restituire *pro quota*¹¹.

di credito e di cui il finanziatore è a conoscenza". Al comma 2 viene poi precisato che «[n]el costo totale del credito sono inclusi anche i costi relativi a servizi accessori connessi con il contratto di credito, compresi i premi assicurativi, se la conclusione di un contratto avente ad oggetto tali servizi è un requisito per ottenere il credito, o per ottenerlo alle condizioni offerte».

⁹ Cfr. U. MALVAGNA, *Cessione del quinto ed estinzione anticipata: la sorte delle «commissioni accessorie»*, pubblicato sul sito www.blog.ilCaso.it, documento n. 341/2013, 2.

¹⁰ Cfr. E. VENTURI, *Sub art. 125-sexies*, in *Commentario al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, F. Capriglione (diretto da), t. III, Milano, 2018, 2207 ss. *Contra, ex multis*, le decisioni delle Camere arbitrali con le quali è stato riconosciuto al cliente il diritto alla ripetizione dei soli costi *recurring* (*ex multis*, cfr. decisioni n. 707/2010 e n. 340/2011 dell'ABF Milano). Invero, le Commissioni arbitrali avrebbero giustificato siffatta posizione sulla base della violazione degli obblighi di buona fede da parte dell'intermediario, il quale non avrebbe costruito in maniera trasparente il contratto di credito, ingenerando una forma di responsabilità precontrattuale idonea a determinare un obbligo risarcitorio nei confronti del consumatore e non la ripetizione delle spese da quest'ultimo sostenute (cfr. sul punto le argomentazioni contenute nella decisione dell'Abf Roma, n. 707/2010). Per una disamina di tali pronunce, cfr. U. MALVAGNA, *Cessione del quinto ed estinzione anticipata*, cit.

¹¹ Ci si riferisce alla Comunicazione di Banca d'Italia del 7 aprile 2011, dal titolo "*Cessione del quinto dello stipendio o della pensione e operazioni assimilate (CQS)*", disponibile al sito www.bancaditalia.it, con cui l'Autorità di vigilanza ha nuovamente sollecitato gli intermediari a "*definire correttamente – in linea con le nuove disposizioni sul credito ai consumatori – la ripartizione tra commissioni up-front e recurring, includendo nelle seconde le componenti economiche soggette a maturazione nel tempo*" (p. 3); "*assicurare il pieno rispetto delle regole contabili nella rilevazione delle commissioni e degli oneri connessi con le CQS. L'Autorità di vigilanza ha sottolineato l'importanza di applicare correttamente il principio di*

Sicché, sul piano delle concretezze, gli intermediari finanziari hanno rimborsato al consumatore, *pro rata temporis*¹², i soli costi relativi ai servizi dei quali, in seguito all'adempimento anticipato, questi non avrebbe più fruito (cd. *recurring*)¹³. Per converso, i costi riconducibili

competenza economica nella rilevazione delle commissioni percepite in relazione alle operazioni all'operatività in CQS, distinguendo quelle che maturano in ragione del tempo (c.d. recurring), da rilevare pro rata temporis, dalle altre, da rilevare quando percepite" (p. 3). Cfr. anche l'Allegato alla medesima Comunicazione, rubricato "Aspetti rilevanti emersi dalla ricognizione effettuata dalla Banca d'Italia presso gli operatori e conseguenti indicazioni" il quale evidenzia testualmente che: "solo una parte delle commissioni pagate anticipatamente dalla clientela in via anticipata si riferisce a prestazioni non rimborsabili (come le spese d'istruttoria o di stipula del contratto) (c.d. quota up front), mentre la restante parte (c.d. quota recurring) è volta a coprire i rischi trattenuti (rischi di credito e di liquidità connessi con le garanzie prestate, quali ad esempio quella del 'non riscosso per riscosso') e gli oneri la cui maturazione è intrinsecamente connessa con il decorso del finanziamento (ad esempio, la gestione degli incassi e dei sinistri)" (p. 6).

Negli Orientamenti di vigilanza pubblicati, poi, il 30 marzo 2018, all'interno della Sezione III del documento (Rappresentazione dei costi), la Banca d'Italia ha chiarito che la documentazione precontrattuale e quella contrattuale debbano indicare "in modo chiaro i costi applicabili al finanziamento, in relazione al diritto del consumatore al rimborso anticipato", nonché le modalità di calcolo della riduzione del costo del credito, specificando gli oneri che maturano nel corso del rapporto (cd. *recurring*), i quali possono essere restituiti al recedente. Inoltre, la Banca d'Italia ha richiamato il principio secondo cui "gli oneri applicati al finanziamento e riportati nella documentazione di trasparenza con qualificazioni generiche e ambigue (in base, ad esempio, agli orientamenti consolidati dell'ABF), in sede di estinzione anticipata, vanno restituiti al cliente per la parte non maturata". Va da sé che debba trovare applicazione il criterio *pro rata temporis* "in caso di mancata indicazione delle modalità utilizzate per la restituzione".

¹² A tale stregua, l'importo di ogni singola voce deve essere moltiplicato per la percentuale di finanziamento estinto anticipatamente, individuata dal rapporto tra il numero totale delle rate e quelle residue. Cfr. A. RICCIARDI, *Il principio sancito dalla corte di giustizia nell'ambito del caso Lexitor e Decreto Sostegni bis: problematiche applicative passate, presenti e future*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2, 2022, 290.

¹³ Ci si riferisce ai costi, su base continuativa, funzionali a remunerare il finanziatore per la gestione del rapporto; a titolo esemplificativo, si considerano in tal senso le polizze assicurative. Cfr. B. CAMPAGNA, *Sentenza Lexitor: quali risvolti alla luce degli inadempimenti degli intermediari alle decisioni dell'Arbitro Bancario Finanziario*, pubblicato su www.dirittobancario.it, 20 agosto 2020.

ad attività finalizzate alla concessione del prestito (cd. *up-front*)¹⁴ non venivano restituiti, essendo stati corrisposti in relazione a prestazioni integralmente eseguite prima dell'estinzione del rapporto¹⁵.

Si era, dunque, consolidata una distinzione tra tipologie di costi sostenuti dal consumatore alla quale corrispondevano due regimi giuridici distinti, ciascuno dei quali trovava diversa applicazione a seconda della natura delle spese poste a carico del debitore¹⁶.

Detta bipartizione tra costi è stata a lungo considerata “*conforme al diritto ed all'equità sostanziale*”¹⁷; tuttavia, gli intermediari hanno

¹⁴ Sulla distinzione tra costi *up-front* e *recurring* cfr. *ex multis* U. MALVAGNA, *Nel focus del credito al consumo: gli oneri economici della “cessione del quinto”*, in *Riv. dir. civ.*, 2, 2015, 1532 ss.

¹⁵ In giur. cfr. Trib. Napoli, 4 dicembre 2018, secondo cui “[...] la concreta applicazione del principio di equa riduzione del costo del finanziamento determina la rimborsabilità delle sole voci soggette a maturazione nel tempo (c.d. *recurring*) che – a causa dell'estinzione anticipata del prestito – costituirebbero un'attribuzione patrimoniale in favore del finanziatore ormai priva della necessaria giustificazione causale; di contro non sono rimborsabili le voci di costo relative alle attività preliminari e prodromiche alla concessione del prestito, integralmente esaurite prima della eventuale estinzione anticipata (c.d. *up-front*)”.

In dottrina cfr. V. QUARTA, *Estinzione anticipata dei finanziamenti a tempo determinato e modulazioni del costo del credito (commissioni di intermediazione, oneri assicurativi e penalità)*, in *www.dirittobancario.it*, 2013, 6.

¹⁶ Occorre evidenziare che, tanto in sede europea quanto in sede nazionale, era fatta salva l'ipotesi di violazione degli obblighi di trasparenza, in presenza della quale poteva essere giudizialmente riconosciuto al consumatore il rimborso di tutte le spese che, indipendentemente dalla natura delle stesse, erano state escluse dal rimborso in sede di estinzione contrattuale del rapporto. Cfr. *ex multis*, ABF Milano, decisione n. 3197 del 28 aprile 2016, nella quale si legge che “*relativamente all'estinzione anticipata, la Banca d'Italia ha stigmatizzato la prassi, seguita dagli intermediari, di indicare cumulativamente, nei contratti e nei fogli informativi, l'importo di generiche spese, non consentendo quindi una chiara individuazione degli oneri maturati e di quelli non maturati*”; nella giurisprudenza ordinaria, cfr. Trib. Torino, 24 aprile 2018.

¹⁷ In tali termini si è espresso l'ABF, Collegio di Coordinamento, con la decisione n. 6167 del 9 dicembre 2014, ma tale orientamento è stato diffusamente condiviso in sede arbitrale. Cfr. ABF Napoli, n. 3051/2012; ABF Napoli, n. 349/2011; ABF Napoli, n. 1071/2011; ABF Napoli, n. 2204/2011; ABF Napoli, n. 1187/2011; ABF Napoli, n. 2533/2012. Di recente, v. tra le altre ABF Napoli, n. 8567/2018; ABF Roma, n. 15784/2017.

Anche la giurisprudenza di merito, pur non essendo corposa, ha a lungo riconosciuto unanimemente ai clienti, in caso di adempimento *ante diem*, il diritto alla restituzione dei soli costi *recurring* che sarebbero maturati nel lasso di tempo successivo rispetto alla data di esercizio del diritto di recesso. Cfr., *ex multis*, Trib.

talvolta adottato condotte opportunistiche, volte ad alterare la qualificazione dei costi in parola al fine di limitare l'obbligo di rimborso a proprio carico, abusando della libertà di determinare unilateralmente talune condizioni negoziali¹⁸. In altre parole, come è stato evidenziato in sede tecnica¹⁹, talune banche senza scrupoli hanno ricompreso determinati costi che avrebbero dovuto essere considerati *recurring* all'interno di quelli *up-front*, al fine di sottrarsi all'obbligo di restituzione degli stessi. Non è un caso infatti che, in seguito al recepimento della cd. CDD, si sia verificato un significativo incremento delle controversie in materia (con particolare riferimento al settore della cessione del quinto), dovuto tra l'altro alla mancanza di trasparenza da

Torino, sentenza del 28 novembre 2018, n.5532; Trib. Napoli, sentenza del 4 dicembre 2018.

¹⁸ In tal senso, cfr. M. RABITTI, *Abf e Lexitor: estinzione anticipata e riduzione del costo totale del credito alla luce del principio di equità integrativa*, www.dirittobancario.it; U. MALVAGNA, *Cessione del quinto ed estinzione anticipata: la sorte delle «commissioni accessorie»*, cit., 3, il quale sottolinea la carenza di trasparenza nella qualificazione dei costi da parte dell'intermedio finanziario; Comunicazione 7 aprile 2011, avente ad oggetto “*Cessione del quinto dello stipendio*”, cit.

¹⁹ Cfr. la Comunicazione della Banca d'Italia del 10 novembre 2009, 5, nella quale è scritto che: “*Relativamente all'estinzione anticipata e al connesso rinnovo delle operazioni di finanziamento, è stata altresì riscontrata la prassi, seguita dagli intermediari, di indicare cumulativamente, nei contratti e nei fogli informativi, l'importo di generiche spese, non consentendo quindi una chiara individuazione degli oneri maturati e di quelli non maturati. Tale prassi comporta la difficoltà, e talvolta l'impossibilità, per il cliente di individuare quali oneri debbano essere rimborsati in casi di estinzione anticipata della cessione*”. Cfr., inoltre, la Delibera 145/2018 di Banca d'Italia, dal titolo *Operazioni di finanziamento contro cessione del quinto dello stipendio o della pensione. Orientamenti di Vigilanza*, la quale ha messo in evidenza che il mercato del credito al consumo è caratterizzato da “*comportamenti impropri rilevati tra gli operatori del comparto, con riflessi sulla clientela per lo più fragile*”; in particolare, la mancanza di chiarezza nella rappresentazione dei costi da parte di certe banche avrebbe potuto provocare un ingiustificato innalzamento del livello complessivo dei costi.

Ex multis, cfr. sul punto la decisione del Consiglio di Coordinamento dell'ABF n. 6167 del 22 settembre 2014.

In dottrina, cfr. A. A. DOLMETTA, *Anticipata estinzione e riduzione del costo totale del credito. Il caso della Cessione del quinto*, in *Banca borsa tit. cred.*, 6, 2019, 650.

parte degli operatori nella rappresentazione degli oneri posti a carico del prenditore²⁰.

Nel delineato contesto, ha impattato la decisione della Corte di Giustizia europea (CGUE) cd. *Lexitor*²¹, secondo cui l'art. 16 CDD garantisce il consumatore dal rischio di abuso di potere negoziale da parte dell'intermediario. Tale pronuncia suggerisce alcuni spunti di riflessione critica in materia di credito al consumo, ancor più alla luce del differente orientamento giurisprudenziale adottato di recente dalla CGUE con riguardo all'estinzione anticipata del finanziamento a scopo immobiliare.

2. *L'impatto della sentenza Lexitor nel contesto nazionale*

Occorre preliminarmente prendere le mosse dalla citata sentenza *Lexitor*, con la quale, com'è noto, la CGUE si è espressa nel 2019 in ordine alla "*riduzione del costo totale del credito*", individuandone il contenuto²².

²⁰ La Relazione della Banca d'Italia all'attività dell'ABF del 2011 (p. 42 s.) già segnalava un incremento dei ricorsi presentato in materia del 158% rispetto a quelli del 2010 (da 58 e 150, su un totale di 3.578 per il 2011). In prosieguo di tempo, l'incremento è cresciuto in via esponenziale: nel 2017 i ricorsi proposti nella materia della cessione del quinto (in genere) hanno quasi raggiunto il numero di 22 mila, a rappresentare il 72% del complessivo dei presentati. Pur riportando una regressione, anche il 2018 ha enunciato dati impressionanti: i ricorsi relativi alla cessione costituendo il 64% di quelli presentati, nel complesso giunti a 27.041 (con un decremento del 12%). Di contro il contenzioso giudiziario è risultato piuttosto scarso, probabilmente in ragione della modestia delle somme erogate nei singoli contratti di finanziamento in parola, ma anche di quella delle somme contese.

Sul punto, cfr. A. A. DOLMETTA, *Estinzione anticipata della cessione del quinto: il segno della corte di giustizia*, www.blog.ilcaso.it, 13 ottobre 2019.

²¹ Ci si riferisce alla causa C-383/18, EU:C:2018:702, (*Lexitor c. SKOK, Santander Consumer Bank s.a., e mBank*) la cui sentenza è stata emessa l'11 settembre 2019 (cd. *Sentenza Lexitor*).

²² Il giudice del rinvio, ricorrendo all'art. 267 TFUE, ha formulato alla CGUE il seguente quesito: "*se la disposizione contenuta nell'art. 16 §1, in combinato disposto con l'art.3 lett. g) della direttiva (...) debba essere interpretata nel senso che il consumatore, in caso di adempimento anticipato degli obblighi che gli derivano dal contratto di credito, ha diritto ad una riduzione del costo totale del credito, compresi i costi il cui importo non dipende dalla durata del contratto di credito in questione*". Il quesito, dunque, riguarda il collegamento tra il "costo totale" e i costi che non dipendono dalla durata del contratto e in particolare il giudice di Lublino chiedeva se

In particolare, la Corte ha chiarito che, in ipotesi di estinzione anticipata del finanziamento, il rimborso spettante al debitore *include tutti* i costi posti a carico del consumatore (punto 36); sicché, al fine di assicurare la piena armonizzazione tra le disposizioni dei Paesi dell'UE (considerando n. 9), essa ha inteso fissare un criterio uniforme di interpretazione dell'art. 16 Dir. 2008/48/CE, funzionale alla tutela degli interessi del contraente debole (par. 26 della sentenza)²³. In altri termini, esercitando la propria funzione nomofilattica, l'autorità giurisdizionale europea ha riconosciuto al cliente la ripetibilità di tutti i costi posti a suo carico e non soltanto di quelli cd. *recurring*²⁴, sul presupposto che il legislatore sovranazionale non avesse effettuato alcuna distinzione sul punto.

Com'è stato osservato da autorevole dottrina²⁵, tuttavia, il percorso argomentativo offerto dai giudici di Lussemburgo non si è dimostrato sempre lineare. Occorre osservare che la Direttiva 2008/48/CE sembrava riconoscere al legislatore nazionale, in sede di recepimento,

la riduzione del costo totale del credito debba essere calcolata tenendo conto della durata del rapporto. Nel caso di specie, la CGUE ha dichiarato l'incompatibilità della normativa polacca in materia di credito al consumo con la CDD.

²³ Autorevole dottrina ha sottolineato che la sentenza in parola fa riferimento al solo credito al consumo, senza quindi coinvolgere, in astratto, l'ipotesi in cui il finanziamento sia stato concesso per soddisfare esigenze professionali del prestatore e che, tuttavia, nel nostro ordinamento, il credito al consumo potrebbe avere anche l'obiettivo di finanziare esigenze professionali. Cfr. A. A. DOLMETTA, *Anticipata estinzione e riduzione del costo totale del credito*, cit., 645.

²⁴ La CGUE ha precisato che talvolta gli intermediari esercitano abusi del diritto ai danni dei consumatori gonfiando i costi up-front e diminuendo quelli *recurring*, con "il rischio che il consumatore si veda imporre pagamenti non ricorrenti più elevati al momento della conclusione del contratto di credito, poiché il soggetto concedente il credito potrebbe essere tentato di ridurre al minimo i costi dipendenti dalla durata del contratto". Cfr. RICCIARDI, *Il principio sancito dalla Corte di Giustizia*, cit., 2.

²⁵ Ci si riferisce alle considerazioni svolte da Guido Alpa in un intervento scientifico pubblicato al seguente link <https://youtu.be/C3Er3YdcXZM>. In tal senso cfr. altresì F. MAIMERI, *Credito al consumo: quali commissioni sono rimborsabili*, in *FCHub*, pubblicato il 15 ottobre 2019 e consultabile al link https://fchub.it/wpcontent/uploads/2019/10/credito_al_consumo.pdf, nonché F. MEZZANOTTE, cit., 84, il quale afferma che "stante la sostanziale inconcludenza dell'analisi sin qui riportata, rilievo assorbente è invece assunto dal criterio d'interpretazione teleologica adottato dalla Corte".

ampia *adattabilità* alle caratteristiche proprie di ciascun ordinamento²⁶; sotto tale profilo appare dunque criticabile l'impostazione di fondo assunta dalla CGUE, la quale ha fornito un'interpretazione dell'art. 16 CDD che non tiene conto delle specificità proprie dei singoli ordinamenti nazionali.

Nondimeno, il riferimento effettuato dalla sopra citata disposizione alla “*restante durata del contratto*” è stato interpretato dalla Corte quale unico parametro per poter determinare il rimborso dell'importo spettante al consumatore tralasciando di valutare criteri di calcolo ulteriori²⁷.

²⁶ Cfr. G. ALPA, *Il caso Lexitor e l'estinzione anticipata del debito nel rapporto di credito al consumo*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2, 2021, 226, il quale evidenzia che, da un lato, le versioni in lingua neerlandese, polacca e rumena dell'art. 16 CDD suggeriscono una riduzione dei costi correlati alla restante durata del contratto (“*een verlaging van de totale kredietkosten, bestaande uit de interesten en de kosten gedurende de resterende duur van de overeenkomst*»), «*obniżki całkowitego kosztu kredytu, na którą składają się odsetki i koszty przypadające na pozostały okres obowiązywania umowy*») e «*o reducere a costului total al creditului, care constă în dobânda și în costurile aferente duratei restante a contractului*»); dall'altro lato, le versioni in lingua tedesca e inglese sono caratterizzate da una sicura ambiguità e fanno pensare che i costi correlati a tale periodo residuo servono come indicazione per il calcolo della riduzione (“*das Recht auf Ermäßigung der Gesamtkosten des Kredits, die sich nach den Zinsen und den Kosten für die verbleibende Laufzeit des Vertrags richtet*») e «*reduction consisting of the interest and the costs for the remaining duration of the contract*»). La versione in lingua italiana della medesima disposizione evoca, al pari della versione in lingua francese, interessi e costi “dovuti” (“*dus*”) per la restante durata del contratto. Infine, la versione in lingua spagnola dell'articolo 16, paragrafo 1, della Direttiva 2008/48/CE prescrive una riduzione che includa i costi che corrispondono alla restante durata del contratto (“*una reducción del coste total del crédito, que comprende los intereses y costes correspondientes a la duración del contrato que quede por transcurrir*”).

²⁷ Sul punto, assumono rilievo le conclusioni dell'Avvocato Generale, che si fondarono sull'esplicito presupposto per cui “*la direttiva 2008/48 non armonizza il metodo di calcolo da utilizzare per determinare la riduzione applicabile nel caso di un rimborso anticipato del credito, ma enuncia i principi che gli Stati membri devono rispettare nella determinazione di tale metodo*” (Conclusioni, par. 38).

Precedentemente, in arg., cfr. F. QUARTA, *Estinzione anticipata dei finanziamenti a tempo determinato e modulazioni del costo del credito (commissioni di intermediazione, oneri assicurativi e penalità)*, pubblicato sul sito www.dirittobancario.it, 2013, 6; W.G. CATURANO, *Estinzione anticipata e diritti del consumatore: l'impatto della Corte di Giustizia sul “Caso Italiano”* pubblicato il 18 ottobre 2019 e consultabile al link www.expartecreditoris.it/provvedimenti/estinzione

La soluzione adottata dalla CGUE, dunque, ha ingenerato un fervido dibattito in letteratura, tenuto conto che essa collide tanto con il tenore letterale del disposto di cui all'art. 16 Dir. 2008/48/CE, quanto con la formulazione della norma interna di recepimento²⁸. In tal senso, si considerino i rilievi mossi dalla dottrina in ordine alle differenze che contraddistinguono l'impianto normativo nazionale da quello polacco (alla luce del quale si è pronunciata la Corte) e al difetto di efficacia cd. diretta (*rectius* orizzontale) della Dir. 2008/48/CE²⁹.

Non è un caso dunque che, all'indomani della decisione in discorso, la Banca d'Italia abbia avvertito la necessità di fornire nuove indicazioni operative³⁰ al fine di conformare il quadro disciplinare nazionale alle indicazioni fornite dalla Corte di Giustizia e di preservare la qualità delle relazioni con la clientela ai sensi dell'art. 6 T.U.B.

Nella sopra menzionata *nota*, l'Autorità di vigilanza sollecitò gli intermediari a rimborsare “*tutti i costi a carico del consumatore, ad eccezione delle imposte*”, in caso di estinzione anticipata del contratto di credito per volontà del debitore, senza effettuare dunque alcuna distinzione tra costi *up-front* e *recurring*.

Con riguardo ai contratti in corso al momento del deposito della sentenza menzionata, la Banca d'Italia suggerì che la determinazione del criterio di restituzione dei costi “*chiaramente definiti e indicati nei contratti come non rimborsabili in caso di estinzione anticipata del finanziamento (cc.dd. up-front)*” fosse rimessa “*al prudente*

anticipata-e-diritti-del-consumatore-limpatto-della-corte-di-giustizia-ue-sul-casoitaliano.

²⁸ Cfr. R. SANTAGATA, *Prime note sulla nuova disciplina del rimborso anticipato del credito ai consumatori (e del credito immobiliare)*, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, 2, 2022, 179 ss.; A. TINA, *Il diritto del consumatore alla riduzione del costo totale del credito in caso di rimborso anticipato del finanziamento ex art. 125-sexies, primo comma, t.u.b. Prime riflessioni a margine della sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione europea*, in *Riv. dir. banc.*, 2019, 163.

²⁹ Cfr. W.G. CATURANO, *Estinzione anticipata e diritti del consumatore*, cit.; F. MAIMERI, *Credito al consumo: quali commissioni sono rimborsabili*, in *FCHub*, del 15 ottobre 2019, consultabile al link https://fchub.it/wpcontent/uploads/2019/10/credito_al_consumo.pdf; A. TINA, *Il diritto del consumatore*, cit., 168.

³⁰ Cfr. la nota di Banca d'Italia del 4 dicembre 2019 n. 1463869/19 dal titolo “*Credito ai consumatori. Rimborso anticipato dei finanziamenti*”, consultabile al sito www.bancaditalia.it.

apprezzamento degli intermediari”³¹. Di contro, la giurisprudenza dell’ABF non è stata univoca sul punto; significativa al riguardo è stata la decisione del Collegio di Coordinamento dell’ABF³² il quale chiarì che, in caso di estinzione anticipata del contratto di finanziamento, il consumatore avesse diritto ad ottenere la riduzione di *tutte* le componenti del costo totale del credito, inclusi i costi *up-front*, “*al di là di ogni differenza nominalistica o sostanziale, pur esistente, con gli altri costi*”, precisando che la lettura dell’articolo menzionato fosse tale “*fin dalla sua origine*”. Il medesimo organo, inoltre, ritenne che alla differenza lessicale tra gli artt.16 CDD e 125-*sexies* T.U.B. non “*potesse attribuirsi alcun significativo rilievo*”, non ravvisandosi alcuna violazione del dato testuale; di tal che, venne escluso in sede arbitrale che l’interpretazione dell’art. 125-*sexies* T.U.B. in senso conforme alla sentenza Lexitor potesse tradursi in una esegesi, di fatto, *contra legem*.

Sotto altro profilo, il medesimo Collegio chiarì che, in assenza di un criterio unico di riduzione dei costi fornito dalla CGUE, i principi espressi nella sentenza *de qua* non avrebbero potuto essere applicati ai ricorsi già decisi, pena la violazione del principio del *ne bis in idem*; analogamente era a dirsi per le controversie in corso che attecchivano ai soli costi *recurring*, tenuto conto che la presentazione di una nuova domanda avente ad oggetto i costi *up-front* sarebbe stata contraria al principio di infrazionabilità della pretesa. Per converso, alcuna preclusione avrebbe potuto essere sollevata con riguardo ai *nuovi* ricorsi, anche qualora gli stessi fossero stati relativi a contratti conclusi prima dell’intervento della Corte di Giustizia (salvo ovviamente il limite della prescrizione del diritto).

Anche la giurisprudenza di merito ha assunto posizioni discordanti in materia; in particolare, a fronte dell’orientamento che ha ritenuto possibile interpretare *statim* l’art. 125-*sexies* T.U.B. (nella propria preminente formulazione) coerentemente con i principi stabiliti in sede

³¹ Cionondimeno, anche i costi *up-front* avrebbero potuto essere rimborsati al consumatore che ne avesse fatto richiesta in fase di estinzione del rapporto, in ipotesi di violazione degli obblighi di trasparenza da parte dell’intermediario, analogamente a quanto precedentemente stabilito dalla normativa di riferimento.

³² Ci si riferisce alla decisione n. 26525 del 17 dicembre 2019 del Collegio di Coordinamento ABF.

europea³³, hanno fatto riscontro le diverse decisioni le quali hanno considerato, sotto molteplici aspetti, inconciliabili le differenze esistenti tra il contenuto della disposizione da ultimo citata e l'art. 16 CDD³⁴.

È solo il caso di precisare che, qualora l'interpretazione fornita dalla CGUE fosse accolta e trovasse generale applicazione nell'ordinamento italiano, potrebbe sussistere il pericolo, *in primis*, di incrementare le pendenze dinanzi alle corti di merito e di legittimità tra intermediari e clienti e, *in secundis*, di innescare una crisi sistemica del settore bancario-finanziario (con specifico riferimento al segmento delle cessioni del quinto)³⁵. Infatti, gli intermediari finanziari potrebbero essere tenuti a sostenere ingenti esborsi di liquidità per soddisfare le pretese della clientela, in caso di estinzione *ante diem*. E' evidente che taluni istituti di credito non sarebbero in grado di far fronte ad un cospicuo numero di richieste di rimborso, il quale potrebbe comportare il pericolo di dissesti delle banche (in specie di piccola dimensione) e, nella migliore delle ipotesi, la necessità di revisionare le *policies* di investimento e di concessione del credito (da parte degli istituti più

³³ Cfr., *ex multis*, Trib. Napoli, 29 giugno 2020, n. 4433; Trib. Roma, 16 settembre 2020, n. 12470; Trib. Milano, ord. 3 novembre 2020; Trib. Bologna, 7 gennaio 2021, n. 26; Trib. Palermo, 14 gennaio 2021, n. 111, tutte pubblicate sul sito www.monopolistudiolegali.it. Tale orientamento sembrava fondarsi sulla considerazione espressa dal Collegio di Coordinamento dell'ABF, che è stata descritta.

³⁴ In tal senso, cfr. Trib. Napoli, 22 novembre 2019, sent. n. 10489, il quale ha ritenuto che la sentenza della CGUE non fosse direttamente invocabile dal cliente nei confronti della banca mutuante. Tanto, sul rilievo che, trattandosi di pronuncia interpretativa, è alla fonte "interpretata" che occorre riferirsi per sancire l'applicabilità immediata della norma ai rapporti c.d. orizzontali e non sembra che la direttiva oggetto di interpretazione possa annoverarsi tra quelle *self-executing*, come tali direttamente idonee a regolare rapporti interprivatistici.

³⁵ Con preoccupazione in ordine alle possibili conseguenze della sentenza Lexitor si era pronunciato anche l'Organismo degli Agenti e Mediatori (OAM) con nota del 27 gennaio 2020, il quale ritenne che la lettura dell'art. 16 CDD fornita dalla CGUE avrebbe potuto causare la fuoriuscita dal mercato di molti operatori, i quali non sarebbero stati in grado di sostenere gli effetti dell'onere restitutorio in commento. Di qui, l'ipotesi pessimistica, prospettata dall'Organismo, del pericolo di una riacutizzazione dell'esercizio abusivo dell'intermediazione creditizia e della contrazione del numero di operatori coinvolti, con conseguente incremento dei compensi provvigionali unilateralmente determinati. Cfr. la nota, pubblicata su www.organismo-am.it.

grandi), con l'ovvia conseguenza di prevedere consistenti accantonamenti, volti ad arginare i rischi derivanti dal possibile aumento del volume delle pendenze giudiziarie.

Va da sé che tali evenienze inciderebbero, in misura significativa, sulla ripresa economica nazionale, soprattutto in un contesto, come quello attuale, provato dagli effetti negativi prodotti dalle restrizioni emergenziali, dovute alla pandemia da Covid-19, e dalle tensioni geopolitiche attualmente in corso.

3. *L'applicazione dei principi europei nell'ordinamento italiano: l'art. 11 octies d.l. 73/2021*

In considerazione dei rischi sistemici prospettati e dei diffusi rilievi critici sollevati nel contesto nazionale, era avvertita l'urgenza di un provvedimento chiarificatore del legislatore italiano per uniformare la disciplina interna alle indicazioni provenienti dalla cd. sentenza *Lexitor*; ciò in applicazione del consolidato principio di diritto europeo secondo cui il vincolo posto al giudice interno da una pronuncia pregiudiziale deve sempre rispettare i limiti dell'interpretazione conforme, la quale è preclusiva di soluzioni ermeneutiche *contra legem*³⁶. Si consideri, infatti, che le sentenze della Corte di Giustizia sono pienamente vincolanti per il giudice nazionale e costituiscono *regula iuris* che scavalca i confini del giudizio di rinvio, risultando applicabili in ogni stato e grado della causa, per solito con valenza retroattiva³⁷.

³⁶ Cfr. R. SANTAGATA, *Prime note sulla nuova disciplina del rimborso anticipato*, cit., il quale, tra l'altro, rinvia sul punto a DE CRISTOFARO, *Estinzione anticipata del debito e quantificazione della "riduzione del costo totale del credito" spettante al consumatore: considerazioni critiche sulla sentenza "Lexitor"*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2020, 287. In argomento cfr. altresì S. PAGLIANTINI, *Lexitor atto secondo: il (prezioso) decalogo della Consulta sull'interpretazione euroconforme*, in *Giur. it.*, 2, 2023, 280; in giur. *ex multis* cfr. le ordinanze n. 255 del 1999 e n. 132 del 1990 della CGUE, le quali evidenziano che la funzione svolta dalla Corte di Giustizia europea deriva direttamente dall'art. 19 del TFUE.

³⁷ Sul rinvio pregiudiziale, in generale, v. TIZZANO - FORTUNATO, *La tutela dei diritti*, in Tizzano, *Il diritto privato dell'Unione europea*, Torino, 2006, 1271 ss.; G. TESAURO, *Diritto comunitario*, Milano, 2002, 302; A. ADINOLFI, *L'accertamento in via pregiudiziale della validità di atti comunitari*, Milano, 1997. Cfr. altresì la Relazione di R. CONTI dal titolo "*Le questioni ancora aperte nei rapporti tra le Corti*

In risposta alle esigenze di chiarezza menzionate, il Governo è intervenuto mediante l'art. 11-*octies* del D.L. 25 maggio 2021 n. 73 (recante misure urgenti connesse all'emergenza da COVID-19 per imprese, lavoro, giovani, salute e servizi territoriali, cd. decreto *Sostegni-bis*), convertito con modifiche nella L. 106/2021. Riformulando l'art. 125-*sexies* del T.U.B.³⁸, in materia di estinzione anticipata del credito, siffatta norma ha precisato che il consumatore ha “diritto alla riduzione, in misura proporzionale alla vita residua del contratto, degli interessi e di *tutti* i costi compresi nel costo totale del credito, escluse le imposte”³⁹.

È stato chiaro l'intento del legislatore italiano di applicare il principio di onnicomprensività del rimborso dei costi stabilito dalla CGUE nel 2019 e, dunque, di assicurare il puntuale adeguamento dell'ordinamento nazionale alle indicazioni provenienti dai giudici di Lussemburgo⁴⁰, con l'obiettivo ultimo di arginare il rischio di una

Supreme Nazionali e le Corti di Strasburgo e di Lussemburgo”, nell'ambito del Convegno organizzato dalle Strutture territoriali di formazione decentrata della Corte di Cassazione e della Corte d'Appello di Roma, dal titolo “*Il rinvio pregiudiziale alla Corte UE: risorsa, problema e principio fondamentale di cooperazione al servizio di una nomofilachia europea*”, tenutosi nei giorni 23 e 29 ottobre 2014 presso la Corte di Cassazione, i cui atti sono pubblicati sul sito www.cortedicassazione.it. Più recentemente, inoltre, G. TESAURO, *Sui vincoli del giudice nazionale prima e dopo il rinvio pregiudiziale*, in *Federalismi.it*, 6, 2020, 189 ss.; cfr. altresì A. TINA, *Il diritto del consumatore*, cit., 163.

In questo contesto, anche la Corte di Cassazione ha affermato che le sentenze emesse dalla CGUE costituiscono un'«*ulteriore fonte del diritto della UE, non nel senso che esse creino “ex novo” norme comunitarie, bensì in quanto ne indicano il significato ed i limiti di applicazione, con efficacia “erga omnes” nell'ambito dell'Unione*» (cfr. sent. Cass., 8 febbraio 2016, n. 2468).

³⁸ Per converso, l'art. 120-*quaterdecies*. T.U.B. è rimasto inalterato, prevedendo il diritto del consumatore alla riduzione del costo totale del credito immobiliare in una “*misura pari all'importo ... dei costi dovuti per la vita residua del contratto*”.

³⁹ Cfr. art. 11-*octies* co. 1 lett. c) decreto *Sostegni-bis*.

⁴⁰ Com'è stato evidenziato in letteratura, è noto che la funzione dichiarativa delle sentenze delle CGUE emesse ex art. 267 TFUE si risolve nell'efficacia vincolante *erga omnes* dell'interpretazione dalla stessa resa; in altri termini, la CGUE emette sentenze aventi contenuto precettivo, consistente nell'interpretazione che avrebbe dovuto avere la norma sin dalla propria entrata in vigore; in giur., in tal senso, cfr. Cass., 11 dicembre 2012, n. 22577, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2013, 835, con nota di ROSSI DAL POZZO, *Obbligo d'interpretazione conforme al diritto dell'Unione europea e principi generali a tutela del contribuente: alla ricerca di un difficile equilibrio fra*

procedura d'infrazione cui l'Italia si sarebbe, probabilmente, altrimenti esposta. In tale contesto, la stessa Banca d'Italia ha dovuto adattare le proprie linee guida alle prescrizioni del legislatore, in quanto considerate ormai “*superate*”⁴¹.

È bene precisare che il nuovo testo dell'art. 125-*sexies* T.U.B. prevede l'adeguamento ai *principi Lexitor* soltanto con riferimento ai contratti sottoscritti in data successiva al 24 luglio del 2021 (*i.e.* all'entrata in vigore della legge di conversione)⁴²; di tal che, ai rimborsi *ante diem* intervenuti tra l'entrata in vigore del D.lgs. 141/2010 e quella della legge di conversione del decreto Sostegni-*bis* si sarebbe dovuto applicare il regime normativo previgente. In tale ultimo caso, i contratti di finanziamento sarebbero stati sottoposti, di conseguenza, anche alle Disposizioni di Trasparenza e Vigilanza emesse dalla Banca d'Italia nel 2011⁴³, le quali stabiliscono, come si è detto in precedenza, la non ripetibilità dei costi *up-front*.

interessi (talora) contrapposti. Cfr. U. MALVAGNA, *La nuova disciplina dell'estinzione anticipata dei contratti di credito ai consumatori: tra legge, ABF e Corte Costituzionale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1, 2022, nt. 3, 51.

⁴¹ Cfr. la Comunicazione della Banca d'Italia dal titolo *Credito ai consumatori. Modifiche alla disciplina primaria in tema di rimborso anticipato dei contratti di credito al consumo*, pubblicata sul sito www.bancaditalia.it, 1 dicembre 2021.

⁴² L'art. 11-*octies* della legge 25 maggio 2021 detta, nel proprio comma secondo, la seguente disposizione di diritto intertemporale: “*l'articolo 125-*sexies* del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, di cui al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, come sostituito dal comma 1, lettera c), del presente articolo, si applica ai contratti sottoscritti successivamente alla data di entrata in vigore della legge di conversione del presente decreto*»; mentre «*alle estinzioni anticipate dei contratti sottoscritti prima della data di entrata in vigore della legge di conversione del presente decreto continuano ad applicarsi le disposizioni dell'articolo 125-*sexies* del testo unico di cui al decreto legislativo n. 385 del 1993 e le norme secondarie contenute nelle disposizioni di trasparenza e di vigilanza della Banca d'Italia vigenti alla data della sottoscrizione dei contratti*”.

⁴³ Ci si riferisce al provvedimento emesso da Banca d'Italia il 9 febbraio 2011, dal titolo “*Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari – Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti – Recepimento della Direttiva sul credito ai consumatori*” (pubblicato nella Gazzetta Ufficiale del 16 febbraio 2011, serie generale, n. 38 – supplemento ordinario n. 40), che ha emendato il precedente provvedimento del 29 luglio 2009. Nella Sezione VII di tali disposizioni (Credito ai consumatori, paragrafo 5.2.1, lettera q, nota 3) si legge che “[*n*]ei contratti di credito con cessione del quinto dello stipendio o della pensione e nelle fattispecie assimilate, le modalità di calcolo della riduzione del costo totale del credito a cui il consumatore

Alla luce di tale difformità di trattamento tra fattispecie assimilabili sotto il profilo ontologico, si sono formati orientamenti giurisprudenziali⁴⁴ che hanno fornito interpretazioni contrastanti della normativa. Dirimente sul punto è stata la decisione del Collegio di Coordinamento dell'ABF⁴⁵ secondo cui la disposizione in parola

ha diritto in caso di estinzione anticipata includono l'indicazione degli oneri che maturano nel corso del rapporto e che devono quindi essere restituiti per la parte non maturata, dal finanziatore o da terzi, al consumatore, se questi li ha corrisposti anticipatamente al finanziatore". In successive Sezioni si precisa poi che le procedure interne dell'intermediario devono quantificare *"in maniera chiara, dettagliata e inequivoca gli oneri che maturano nel corso del rapporto e che, in caso di estinzione anticipata, sono restituiti per la parte non maturata, dal finanziatore o da terzi, al consumatore, se questi li ha corrisposti anticipatamente al finanziatore"* (Sezione VII-bis, *"Cessione di quote dello stipendio, del salario o della pensione"*, e Sezione XI, *"Requisiti organizzativi"*, paragrafo 2, comma 1, terzo alinea, nota 1).

Tale provvedimento è stato aggiornato prima con il documento *"Trasparenza dei servizi bancari e finanziari"*, del 9 febbraio 2011 (sez. VII, § 5.2.1) e, successivamente, con il Provvedimento della stessa Autorità n. 145/2018 in tema di *"Operazioni di finanziamento contro cessione del quinto dello stipendio o della pensione"* (§§ 11, 12, 20 e 62 e relativo Allegato).

⁴⁴ Da una parte, si annoverano decisioni che hanno interpretato la norma nel senso che: *"alle estinzioni anticipate dei contratti sottoscritti prima della data di entrata in vigore della legge di conversione continuano ad applicarsi le disposizioni dell'art. 125 sexies del testo unico di cui al decreto legislativo n. 385 del 1993 e le norme secondarie contenute nelle disposizioni di trasparenza e di vigilanza della Banca d'Italia vigenti alla data della sottoscrizione dei contratti"* (così letteralmente si è espresso il G.D.P. di Piombino il 16 agosto 2021 con nota di CATURANO, *Cessioni del quinto: la riforma dell'art. 125-sexies T.U.B. neutralizza l'effetto "Lexitor" sui "vecchi" contratti*, pubblicato sul sito www.expartecreditoris.it). Nello stesso senso il G.D.P. di Nola che, con sentenza n. 5472 del 13 dicembre 2021, ha dichiarato inapplicabile il criterio di "interpretazione conforme" della disciplina nazionale (i.e. del "vecchio" art. 125-sexies T.U.B.) a quella europea (i.e. alla Dir. 2008/48/CE, oggetto della pronuncia pregiudiziale di Lussemburgo), proprio alla luce della netta cesura temporale voluta dal legislatore del decreto Sostegni-bis. Sicché, spese come quelle "di istruttoria" e di quelle dovute a titolo di "Commissioni di attivazione", come chiaramente espresse in contratto, essendo remunerative di attività preliminari ed esaurendo il proprio scopo con l'erogazione del prestito, andrebbero classificate come "up-front" e, di conseguenza, non sarebbero retrocedibili.

Dall'altra parte, si riscontra la tesi secondo cui occorre *"procedere ad una lettura del nuovo art. 125-sexies T.U.B. più attenta e armonica rispetto alla Direttiva 2008/48/CE, così come interpretata dalla CGUE"* (in tal senso cfr. Così Trib. Savona, 15 settembre 2021, n. 680 consultabile all'indirizzo www.centroanomaliiebancarie.it).

⁴⁵ Con decisione del 15 ottobre 2021, n. 21676.

sarebbe stata in grado, comunque, di raggiungere un corretto bilanciamento tra i contrapposti interessi coinvolti. Essa avrebbe consentito, infatti, di modulare adeguatamente le esigenze di politica economica, certezza del diritto e tutela del legittimo affidamento dei contraenti⁴⁶.

Per converso, taluni dubbi di legittimità sono stati sollevati dal Tribunale di Torino, in virtù della circostanza che una siffatta interpretazione della disciplina finirebbe per determinare opinabili differenze applicative della medesima sulla base di mere ragioni *temporali*.

4. *Segue. La sentenza della Corte Costituzionale n. 263/2022*

Con ordinanza del 2 novembre 2021, il Tribunale di Torino ha sollevato la questione di legittimità costituzionale dell'art. 11-*octies* co. 2 D.L. 73/2021 per violazione degli artt. 3, 11 e 117 co. 1 Cost.⁴⁷. In particolare, il giudice di rinvio aveva rilevato che, con l'emendamento contenuto nella legge di conversione del decreto *Sostegni-bis*, il legislatore interno avrebbe recepito il principio espresso nella sentenza *Lexitor*, limitandone però “*l'efficacia nel tempo ai soli contratti successivi all'entrata in vigore della legge*” e mantenendo “*lo status quo ante per i contratti anteriori al 25 luglio 2021*”. Pertanto, il citato Tribunale ha ritenuto che l'art. 125-*sexies* T.U.B. violi le sopramenzionate norme costituzionali nella parte in cui prevede che, alle estinzioni anticipate dei contratti sottoscritti prima del 25 luglio 2021, continuino ad applicarsi le previgenti disposizioni primarie e secondarie.

⁴⁶ Il Collegio osserva che un'eventuale antinomia tra diritto europeo e nazionale non sarebbe superabile nemmeno con la disapplicazione della norma interna confliggente, tenuto conto che la disapplicazione presupporrebbe l'efficacia diretta della norma europea in contrasto. Di contro, a parere del Collegio, la direttiva, com'è quella fonte con cui si ravvisa il contrasto, pur potendo produrre effetti diretti nei rapporti c.d. verticali ovvero tra individuo e Stato, non può spiegare i medesimi effetti nelle relazioni c.d. orizzontali, nell'ambito delle quali pacificamente si riconduce il rapporto tra banca e cliente. Cfr. A. RICCIARDI, *Il principio sancito dalla corte di giustizia*, cit., 8.

⁴⁷ Cfr. il testo dell'ordinanza al link <https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/2021/11/Tribunale-di-Torino-2-novembre-2021.pdf>.

Si è in presenza, dunque, della presa d'atto da parte del Tribunale di Torino della disparità di trattamento tra consumatori derivante dalla normativa descritta, che non sarebbe giustificata da prevalenti ragioni di interesse collettivo, né da precise indicazioni di provenienza europea.

Investita del caso, la Consulta ha dichiarato l'illegittimità del comma 2 dell'art. 11-*octies* D.L. 73/2021 in quanto le disposizioni di trasparenza e di vigilanza della Banca d'Italia, espressamente richiamate nel nuovo testo della disposizione, contrastano con i principi delineati dalla CGUE nella sentenza *Lexitor*⁴⁸. In particolare, la Corte costituzionale ha rilevato che siffatto rinvio integrerebbe un'ipotesi di completamento prescrittivo della norma primaria, con la peculiarità che, nel caso in discorso, la norma oggetto di censura è una disposizione primaria successiva, volta ad integrare il contenuto normativo di una precedente, mediante il rinvio a norme di rango secondario. Alla luce di tale considerazione, la Corte ha affermato che applicare le disposizioni secondarie sopra menzionate ai contratti conclusi prima dell'entrata in vigore della L. 106/2021 impedirebbe di interpretare l'*intera* norma in discorso in maniera conforme ai principi fissati nella sentenza *Lexitor*. Di qui, la condivisibile conclusione cui sono pervenuti i giudici nel provvedimento in parola, secondo cui dalla disposizione censurata andrebbe eliminato il riferimento alle "*norme secondarie contenute nelle disposizioni di trasparenza e di vigilanza della Banca d'Italia*".

Dunque, la Corte ha chiarito che i principi dettati dalla CGUE nella sentenza *Lexitor* vanno applicati a tutti i contratti, antecedenti e successivi alla pubblicazione della medesima, tenuto conto che, in

⁴⁸ Occorre precisare che l'art. 134 Cost. limiterebbe il sindacato della Corte Costituzionale alle sole leggi ordinarie e agli atti aventi forza di legge. Tuttavia, nel caso di specie, la Corte si è indirettamente pronunciata sulla illegittimità di talune norme secondarie, in considerazione di un costante orientamento della giurisprudenza costituzionale la quale ammette che, in presenza di norme primarie applicabili in concreto soltanto attraverso le specificazioni contenute in fonti secondarie, anche queste ultime possono essere sottoposte al vaglio costituzionale. In tal senso, in giur. cfr. sent. Corte Cost. 3 del 2019, 200 del 2018, n. 178 del 2015; meno recentemente cfr. sent. Corte Cost. 1104 del 1988; in ambito europeo, cfr. sent. CGUE C-177/20 "Caso Grossman". Per un approfondimento in materia di sindacato di legittimità costituzionale delle norme secondarie, cfr. A. MELANI, *Riflessioni sul controllo "indiretto" di costituzionalità dei regolamenti*, pubblicato il 24 ottobre 2011 sul sito www.forumcostituzionale.it.

assenza di una deroga espressa da parte della Corte, la pronuncia dispiega effetti retroattivi non modulabili dagli Stati membri⁴⁹.

Sebbene i Tribunali ordinari abbiano immediatamente ispirato le proprie decisioni ai principi contenuti nel provvedimento della Corte Costituzionale⁵⁰, si è dell'avviso che la decisione della Consulta non abbia *sciolto* tutti i dubbi interpretativi sollevati in letteratura. Si ha riguardo, ad esempio, all'ipotesi in cui i consumatori dovessero richiedere il rimborso dei costi *up-front*, in violazione del principio di legittimo affidamento sul quale gli intermediari fanno assegnamento. Perplesità, poi, sorgono anche con riferimento all'evenienza che la Consulta ha dichiarato incostituzionale l'art. 125-*sexies* T.U.B. con riferimento al solo primo comma, con ciò tralasciando di soffermarsi sulla problematica relativa all'individuazione del criterio di calcolo dell'importo dovuto a titolo di rimborso al consumatore, nonché al diritto di regresso riconosciuto alla banca nei confronti dell'intermediario per la quota rimborsata al cliente relativamente alla commissione di intermediazione finanziaria.

Incerti sono, inoltre, gli eventuali profili di responsabilità civile cui sarebbe esposto lo Stato italiano per l'ipotesi di inesatto/errato recepimento dei principi comunitari, che la Consulta appare ravvisare⁵¹ nel comportamento del legislatore italiano, il quale non si sarebbe conformato adeguatamente alle indicazioni fornite dalla CGUE.

⁴⁹ Cfr. B. SBORO, *Una modulazione degli effetti temporali della sentenza Lexitor? Brevi riflessioni a margine della sent. n. 263/2022 della Corte costituzionale*, pubblicato il 7 febbraio 2023 sul sito www.diritticomparati.it.

⁵⁰ Cfr. Trib. Monza, 4 gennaio 2023, n. 20, pubblicata sul sito www.dirittobancario.it; Trib. Nocera Inferiore, 5 gennaio 2023, pubblicata sul sito www.dirittobancario.it, nella quale il giudice di merito ha ribadito che i principi contenuti nella sentenza Lexitor hanno efficacia vincolante per il giudice nazionale e che tale interpretazione non può essere scalfita neanche dall'entrata in vigore del nuovo art. 125-*sexies* T.U.B.

⁵¹ Cfr. il testo della sentenza in commento, la quale letteralmente afferma, a pag. 20, che: “[...] il legislatore del 2021, prevedendo una disposizione (l'art. 11-*octies*, comma 2) che cristallizza il contenuto normativo dell'originaria formulazione dell'art. 125-*sexies* co. 1 T.U.B., in senso difforme rispetto al contenuto della sentenza Lexitor, così inibendo l'interpretazione conforme al diritto dell'Unione europea, ha integrato un inadempimento agli obblighi «derivanti dall'ordinamento comunitario» (art. 117, primo comma, Cost.)”.

5. *Il diverso orientamento della giurisprudenza europea in materia di credito immobiliare*

Alla luce di quanto si è detto, appare opportuno considerare il diverso orientamento della CGUE espresso con riferimento alla fattispecie relativa all'estinzione anticipata del finanziamento a scopo immobiliare, al fine di meglio valutare le conclusioni cui si è pervenuti in sede giurisprudenziale in materia di credito al consumo. Il caso sottoposto al vaglio dei giudici riguardava la validità della clausola, contenuta in un contratto di credito per l'acquisto di un immobile residenziale, la quale prevedeva, in ipotesi di estinzione anticipata del finanziamento, il rimborso proporzionale degli interessi nonché dei costi dipendenti dalla durata del credito, senza contemplare alcuna forma di rimborso per le spese di gestione indipendenti dalla durata del rapporto⁵². Ebbene, parte ricorrente riteneva che anche queste ultime avrebbero dovuto essere ridotte proporzionalmente in seguito al rimborso anticipato, tenuto conto del tenore letterale dell'art. 25 par. 1 Dir. 2014/17/CE (cd. MCD)⁵³, che non ne esclude espressamente la ripetibilità.

La Corte suprema austriaca ha rimesso, dunque, la questione alla Corte di Giustizia europea affinché quest'ultima chiarisse se tale norma fosse stata ostativa ad una disposizione nazionale che avesse riconosciuto il diritto del consumatore alla riduzione del costo totale del credito, relativamente ai soli interessi e costi dipendenti dalla durata del rapporto.

È solo il caso di precisare che, ai sensi dell'art. 25 MCD, in ipotesi di rimborso *ante diem* del credito, il consumatore ha diritto “ad una riduzione del costo totale [...], che *riguarda* gli interessi e i costi dovuti per la restante durata del contratto”. Evidenti sono, da una parte, la similarità testuale della disposizione in discorso con quella di cui all'art. 16 CDD, della quale si è dato conto in precedenza, dall'altra parte, l'ambiguità del dato letterale della norma dettata in materia di credito

⁵² Ci si riferisce alla sentenza del 9 febbraio 2023, causa C-555/21 UniCredit Bank Austria.

⁵³ Ci si riferisce alla Direttiva 2014/17/CE sui contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali e recante modifica delle direttive 2008/48/CE e 2013/36/UE e del regolamento (UE) n. 1093/2010, (Mortgage Credit Directive, cd. MCD).

immobiliare, la quale ha favorito la formazione di orientamenti esegetici difformi tra loro con riferimento al criterio di rimborso da adottare in presenza di un consumatore che richieda di estinguere *ante diem* il rapporto.

Ebbene, la CGUE ha escluso che l'art. 25 Dir. 2014/17/CE sia ostativo all'applicazione di una normativa nazionale la quale riconosca al consumatore il rimborso proporzionale del costo totale del credito immobiliare con esclusivo riferimento ai cd. costi *recurring*. Non si ravviserebbero, in tale contesto, le peculiari esigenze di salvaguardia degli interessi del consumatore avvertite nell'ambito del credito al consumo, nel quale si riscontra la necessità di predisporre adeguati presidi in favore del medesimo avverso possibili condotte opportunistiche poste in essere dagli intermediari. In particolare, i giudici hanno rilevato che, a differenza dell'ipotesi di credito al consumo, nel caso qui in discorso l'intermediario potrebbe con difficoltà qualificare i costi *a proprio vantaggio*, tenuto conto che i finanziamenti a scopo immobiliare “*implicano generalmente numerose spese che non dipendono dalla durata del contratto e il cui importo sfuggirebbe al controllo dell'ente creditizio*” (par. 18)⁵⁴.

Sembra, dunque, che a parere della Corte, non sia necessario predisporre, in materia di credito immobiliare, appositi strumenti di tutela analoghi a quelli previsti per il caso di credito al consumo in quanto, in siffatto ambito, questi ultimi sarebbero di per sé idonei a garantire adeguata protezione del contraente debole; ci si riferisce agli obblighi informativi precontrattuali di cui all'art. 14 MCD, i quali sono previsti al fine di consentire al consumatore di assumere decisioni il più consapevole possibile.

Ad avviso della Corte di Giustizia, il peculiare trattamento riservato al consumatore in caso di mutuo ipotecario sarebbe giustificato alla luce dello specifico contesto disciplinare nel quale operano le norme di riferimento⁵⁵. Il diritto alla riduzione dei costi previsto dall'art. 25 MCD, infatti, non avrebbe l'obiettivo di porre il consumatore nella situazione in cui si sarebbe trovato qualora il contratto avesse avuto una durata più breve, elargito un importo minore o, generalmente,

⁵⁴ In dottrina cfr. in tal senso R. SANTAGATA, *Prime note sulla nuova disciplina del rimborso anticipato*, cit.

⁵⁵ La Corte, al punto 37, cita in proposito il caso *Bundesverband der Verbraucherzentralen und Verbraucherverbände*, C-649/17, EU:C:2019:576.

previsto condizioni diverse da quelle sottoscritte, bensì il diverso scopo di “*adattare tale contratto in funzione delle circostanze del rimborso anticipato*” (par. 30 della sentenza). Pertanto, non sarebbero ripetibili le spese poste a carico del consumatore, ed in favore del creditore e di terzi, che sarebbero già state integralmente eseguite al momento del rimborso anticipato⁵⁶.

Può dirsi, dunque, che secondo la CGUE le disposizioni di cui agli artt. 16 CDD e 25 MCD perseguono differenti *finalità*, donde il diverso trattamento riconosciuto al consumatore che intenda estinguere anticipatamente il rapporto di credito. Si comprende, pertanto, il recente orientamento del Collegio di Coordinamento dell’ABF, secondo cui dovrebbero essere respinte le istanze presentate da parte di consumatori, le quali siano fondate sull’estensione dei cd. *principi Lexitor* ai casi di estinzione anticipata dei contratti di credito immobiliare⁵⁷.

Ad opinione di chi scrive, l’approccio adottato in materia dalla giurisprudenza della Corte non appare del tutto condivisibile. È vero, infatti, che i *contesti disciplinari* qui in discorso sono evidentemente differenti, ma le fattispecie considerate in sede normativa presentano significativi elementi di similarità. In primo luogo, occorre rilevare che la formulazione letterale delle disposizioni appare pressoché identica, donde le difficoltà di giungere a conclusioni differenti sulla base di una mera interpretazione letterale delle stesse. In secondo luogo, le richiamate diverse esigenze di tutela del consumatore non appaiono determinanti al fine di valutare la ripetibilità o meno di taluni costi non dipendenti dalla durata del contratto, sostenuti dal prestatore. A ben considerare, infatti, non sembra dirimente, al fine di stabilire l’ampiezza del diritto alla riduzione dei costi spettante al contraente debole, la circostanza che quest’ultimo, nell’ambito del credito immobiliare,

⁵⁶ Alla luce di tale impostazione, rientrano nella nozione di costo totale credito, ma non nel calcolo dello stesso ai fini del rimborso, le spese notarili (*ex art. 3 lett. g) CDD*) o quelle di autenticazione delle firme ai fini dell’iscrizione dell’ipoteca nel registro; le eventuali penali dovute dal consumatore per la mancata esecuzione degli obblighi stabiliti nel contratto di credito (*ex art. 4, punto 13 Direttiva 2014/17 ed art. 19, par. 2 Direttiva 2008/48*); i costi di registrazione fondiaria relativi al trasferimento della proprietà dell’immobile (*ex art. 4, punto 13 Direttiva 2014/17* diversi dai costi relativi alla registrazione della garanzia ipotecaria).

⁵⁷ Cfr. in tal senso la decisione del Collegio di Coordinamento dell’ABF del 13 febbraio 2023, la quale ha confermato, dunque, i criteri per il rimborso alla clientela fissati nella decisione n. 26525/2019.

possa beneficiare di *rafforzate* forme di protezione, predeterminate dalla normativa europea e di settore.

6. Considerazioni conclusive

In conclusione, può dirsi che il diverso orientamento della CGUE in materia di credito al consumo e a scopo immobiliare non convince anche sotto un ulteriore profilo. Ci si riferisce al difficile raccordo tra le disposizioni di cui agli artt. 16 CDD e 25 MCD, così come tradotte in italiano, e il corrispondente testo ufficiale in lingua inglese.

Nella versione italiana, infatti, la formulazione letterale delle norme risulta apparentemente coincidente, distinguendosi soltanto per i diversi predicati verbali utilizzati al fine di individuare i criteri di calcolo del rimborso spettante al debitore in caso di estinzione *ante diem* del rapporto. Come si è già ricordato, nell'ambito del credito al consumo, l'art. 16 CDD prevede che la riduzione "... *comprende* gli interessi e i costi dovuti per la restante durata del contratto" laddove, nell'ambito del finanziamento a scopo immobiliare, l'art. 25 MCD stabilisce che il rimborso "... *riguarda* gli interessi e i costi dovuti per la restante durata del contratto".

Volendo condividere l'orientamento della Corte, con il termine "*comprende*" il legislatore europeo avrebbe riconosciuto ai singoli legislatori nazionali la facoltà di considerare ulteriori voci di spesa oltre a quelle espressamente contemplate; di contro, con il vocabolo "*riguarda*" questa possibilità sarebbe stata preclusa⁵⁸. Da questo angolo

⁵⁸ Per tale via, sarebbe risultato altresì corretto l'intervento legislativo di riforma con il quale, a livello nazionale, è stato modificato l'art. 120-*noviesdecies* T.U.B. in materia di estinzione *ante diem* del credito immobiliare. Tale riforma, infatti, è intervenuta ad opera del menzionato art. 11-*octies* decreto Sostegni-*bis*, in seguito alle indicazioni fornite dalla sentenza Lexitor, al fine di chiarire il diverso criterio di rimborso dettato per il caso di estinzione *ante diem* di tale tipologia di finanziamento. Sul punto, è appena il caso di precisare che l'art. 120-*noviesdecies* T.U.B. in seguito alla citata modifica legislativa ha eliminato il rinvio alle previsioni di cui all'art. 125-*sexies* co. 1 T.U.B., il quale è applicabile soltanto al contratto di credito al consumo. Sicché, il rimborso anticipato del credito immobiliare è contemplato specificamente dall'art. 120-*quaterdecies* T.U.B. che riproduce il 1° comma del previgente art. 125-*sexies* T.U.B.: disposizione, quest'ultima, fino alla sentenza Lexitor interpretata nel senso della spettanza, al consumatore, di un diritto al rimborso consistente nella sola quota parte degli oneri destinati a remunerare prestazioni ricorrenti dell'intermediario

visuale, il legislatore nazionale avrebbe dovuto prevedere, in materia di credito al consumo, il rimborso anticipato dei costi cd. *up-front* e *recurring* e, in caso di credito immobiliare, la ripetizione soltanto di questi ultimi. Accogliendo tale impostazione, andrebbero approfonditi, poi, gli eventuali profili di responsabilità cui sarebbe esposto lo Stato italiano per erroneo recepimento delle disposizioni europee sopra citate⁵⁹.

Ciò che, invece, si intende rilevare in detta sede è la circostanza che la formulazione in lingua inglese del disposto di cui agli artt. 16 CDD e 25 MCD è identica e assume il seguente tenore letterale: “the consumer shall be entitled to a reduction in the total cost of the credit to the consumer, *such* reduction consisting of the interest and the costs for the remaining duration of the contract”. Come è facilmente desumibile dalla lettura del testo riportato, ai differenti predicati verbali (“*comprende*” e “*riguarda*”) con cui vengono individuate le voci del rimborso in parola nella versione italiana, corrisponde l’uso di un unico termine (“*such*”) in quella inglese. Di qui, la conclusione cui è possibile pervenire, secondo la quale è probabile che il legislatore europeo non avesse voluto effettuare alcun distinguo tra le fattispecie di estinzione del contratto di credito al consumatore, il quale sembra pertanto frutto di un equivoco interpretativo verificatosi in sede legislativa e giurisprudenziale⁶⁰.

Alla luce delle considerazioni su esposte, deve evidenziarsi che il testo degli artt. 16 CDD e 25 MCD nella versione ufficiale in lingua

non ancora (in tutto o in parte) eseguite (cd. *recurring*). Cfr. R. SANTAGATA, *Prime note sulla nuova disciplina del rimborso anticipato*, cit., 179 ss.

⁵⁹ Il rimborso anticipato del finanziamento immobiliare, a ben considerare, è specificamente contemplato dall’art. 120-*quaterdecies* co. 1 T.U.B., il cui testo reitera quanto previsto nel primo comma del previgente art. 125-*sexies* T.U.B. In detto ambito, dunque, diversamente da quanto previsto dall’attuale formulazione dell’art. 125-*sexies* T.U.B. con riferimento al credito al consumo, gli oneri relativi alle attività preliminari alla stipulazione (costi *up-front*) di un contratto di credito immobiliare sarebbero da considerarsi irripetibili. Per un approfondimento, cfr. R. SANTAGATA, *Prime note sulla nuova disciplina del rimborso anticipato*, cit., 179 ss.

⁶⁰ Per un approfondimento in materia di rapporto tra produzione normativa europea e linguaggi nazionali, cfr. gli Atti del Convegno tenutosi a Palazzo Madama il 7 novembre 2016, dal titolo “*Il linguaggio giuridico nell’Europa delle pluralità. Lingua italiana e percorsi di produzione e circolazione del diritto dell’Unione europea*”, pubblicata nella Collana Studi e ricerche del Senato e disponibile al sito www.senato.it

inglese si presta ad essere tradotto in molteplici modalità, dando luogo ad interpretazioni talvolta confliggenti tra loro. Tale evenienza giustifica la considerazione espressa in sede tecnica⁶¹ in ordine al parziale fallimento degli obiettivi perseguiti in materia di tutela del consumatore, cui consegue la necessità di uniformare la disciplina in discorso in sede UE⁶². Significativa al riguardo è la bozza di direttiva⁶³ che la Commissione europea ha recentemente pubblicato, al fine di sostituire la disciplina vigente (nel contesto della Dir. 2008/48/CE).

A ben considerare, siffatta proposta di riforma si prefigge, tra gli altri, l'obiettivo di superare la frammentazione normativa ancora sussistente nei Paesi dell'UE in materia di credito al consumo; tuttavia, essa non appare fornire una risposta alle problematiche di cui si è dato conto nel corso della presente trattazione e si auspica pertanto che, in sede di discussione, possa essere delineata una disciplina in materia che non dia adito ad interpretazioni fuorvianti.

⁶¹ Cfr. la *Relazione Della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio sull'attuazione della Direttiva 2008/48/CE relativa ai contratti di credito ai consumatori*.

⁶² Come evidenziato dalla Commissione UE nella Relazione citata, ci si riferisce, *inter alia*, alla limitatezza dell'ambito di applicazione della CCD e all'inadeguatezza degli obblighi di informazione nei confronti del consumatore rispetto all'evoluzione del mercato.

⁶³ Ci si riferisce alla bozza COM 2021 347 final (2021/0171(COD)), il cui testo è stato elaborato anche in considerazione dei risultati dell'ampia consultazione pubblica aperta dalla Commissione UE nel 2020, al fine di raccogliere i pareri di una vasta gamma di parti interessate in ordine a quattro iniziative di politica economica che l'istituzione europea intendeva proporre tra il 2020 ed il 2021. Le informazioni sulla consultazione citata sono disponibili al link https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12465-Consumer-Credit-Agreement-review-of-EU-rules/public-consultation_it