

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

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

dottrina  
e giurisprudenza  
commentata

APRILE / GIUGNO

2024

[rivista.dirittobancario.it](http://rivista.dirittobancario.it)

## **DIREZIONE**

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

## **COMITATO DI DIREZIONE**

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

## **COMITATO SCIENTIFICO**

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

### **COMITATO ESECUTIVO**

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

### **COMITATO EDITORIALE**

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

### **COORDINAMENTO EDITORIALE**

UGO MALVAGNA

### **DIRETTORE RESPONSABILE**

FILIPPO SARTORI

## **NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE**

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

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

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

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

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

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

**SEDE DELLA REDAZIONE**

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



## SOMMARIO

SANDRO AMOROSINO, Le Autorità indipendenti “economiche” ed il prisma delle conformazioni dei contratti.....	253
LAURA ZOBOLI, Il <i>greenwashing</i> e la tutela della corretta comunicazione d’impresa.....	271
ANDREA CARRISI, Complessità contrattuale e perimetri applicativi. Questioni sul confine tra banca e finanza.....	329
FRANCESCO CAPRIGLIONE, Sostenibilità mercato ambiente. Una riflessione introduttiva.....	359
FRANCESCO SALERNO, L’abusiva erogazione di credito alle imprese in crisi e i problemi di impiego delle azioni di massa per il risarcimento del danno ai creditori.....	381
SIMONE MEZZACAPO, Antiriciclaggio e contrasto del finanziamento del terrorismo nel “settore del calcio professionistico” ai sensi del nuovo <i>EU Single Rulebook</i> AML/CFT di cui al Regolamento (UE) 2024/1624 .....	447
MAGDALENA KOZIŃSKA, PIERPAOLO MARANO, Looking into Pandora's box of banking crises: supervision and resolution in the EU regulation .....	479

## SOMMARIO

ENRICO MACRÌ, Il meccanismo autorizzativo all'attività bancaria come fattispecie a formazione progressiva, tra procedimento amministrativo e criterio della "sana e prudente gestione" ..... 73

NICOLÒ A. GAGGERO, Problematic aspects of MiCAR..... 91

MATTEO TARASCHI, Concessione del credito in violazione dell'ordinaria diligenza. Nota a Cass., 20 settembre 2023, n. 26867143

GIUSEPPE GALLUCCIO, La verifica di idoneità degli amministratori delle banche quotate "alla prova" del nuovo voto di lista: prime riflessioni alla luce delle recenti novità della legge 21/2024 (legge capitali). 169



## Le Autorità indipendenti “economiche” ed il prisma delle conformazioni dei contratti

**SOMMARIO:** 1. Coordinate essenziali. – 2. Le componenti strutturali delle conformazioni dei contratti (e di “zone collegate”). – 3. La varietà delle conformazioni contrattuali da parte delle Autorità indipendenti “economiche”. – 4. Caratteri e limiti, delle potestà precettive delle Autorità riguardo ai contratti.

### 1. *Coordinate essenziali*

In retrospettiva la costruzione dogmatica delle conformazioni imposte, o “indotte”, da Autorità indipendenti che sovrintendono ad attività economiche, (*breviter* “economiche”) si può far derivare dal “classico” studio di Rodotà, in *parte qua* trattava delle fonti pubblicistiche d’integrazione, leggi ma anche provvedimenti generali, ad esempio di determinazione autoritativa dei prezzi<sup>1</sup>.

Una derivazione da intendersi come origine (*incunabulum*)<sup>2</sup> di una tematica di teoria generale, ma non in senso propriamente *diacronico*, cioè di una problematica rinvenibile già in quel “classico” della dottrina civilistica.

*In primo luogo* per l’ovvio motivo che, all’epoca, di Autorità indipendenti nel nostro Paese non ne esistevano.

Ancora una dozzina d’anni dopo (1981) la stessa Banca d’Italia non era qualificabile tale, pur riconoscendosene, già allora, dagli studiosi avvertiti, la piena autonomia, per quanto atteneva la potestà monetaria, e l’egemonia tecnica, per la vigilanza bancaria, ma senza poteri diretti in materia di interventi straordinari o sanzionatori, al tempo riservati al Ministro del Tesoro<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> S. RODOTÀ, *Le fonti di integrazione del contratto*, Milano 1969, ristampa 2004, 40 ss.; coevo, a spettro tematico assai più ampio, P. BARCELLONA, *Intervento statale ed autonomia privata nella disciplina dei rapporti economici*, Milano 1969.

<sup>2</sup> M. T. CICERONE, *De oratore*, 1.23.

<sup>3</sup> Ma v. F. MERUSI, *La posizione costituzionale della banca centrale in Italia*, in *Riv. trim. dir. pubbl.* IV, 1981, 1081 ss., il quale sosteneva, *in allora*, la natura di organo costituzionale della Banca d’Italia in relazione alle sue funzioni di governo della moneta; tesi totalmente priva di riscontri nel disegno costituzionale, più fondata apparendo, all’epoca, quella della piena autonomia, anche alla luce del coevo

In *secondo luogo* perché, da allora, gli scenari generali sono mutati, più e più volte, da tutte le prospettive:

- a causa dell'andamento storicamente pendolare – in senso espansivo, poi restrittivo, da ultimo riespansivo – dei rapporti tra poteri (e normazioni) pubblici ed attività economiche private: dallo “Stato” (in senso lato) “dirigista”, a quello “regolatore”, all'attuale neointerventismo<sup>4</sup>;

- per la progressiva marginalizzazione, soprattutto nelle materie “economiche”, della legge nazionale<sup>5</sup> ad opera di regolamentazioni comunitarie, poi eurounitarie e della moltiplicazione di altri atti precettivi, sino alle regolazioni “tecniche”<sup>6</sup>;

- per l'erompere<sup>7</sup>, nell'ordinamento interno ed in quello eurounitario, di Autorità indipendenti (e, nell'UE, anche di Agenzie autonome), alle quali sono affidati i compiti di assicurare mercati concorrenziali ed efficienti, in senso sia settoriale che “trasversale”.

Più di lunghe retrospettive, due esempi, relativi ad epoche diverse, sono immediatamente evocativi di “quanta acqua sia passata sotto i ponti”, sino al progressivo, discusso, affermarsi dei variegati “poteri conformativi” delle Autorità indipendenti in materia di discipline contrattuali.

---

«divorzio» dal Ministero del Tesoro in materia di collocazione dei BOT; A. PREDIERI, *Il potere della banca centrale: isola o modello?*, Firenze, 1996, 219, a proposito della tesi di Merusi, affermò icasticamente «Non è ... utile, anzi può essere pericoloso, affermare che è organo costituzionale» perché metteva il percorso dell'indipendenza su una falsa pista.

<sup>4</sup> B. SORDI, *Diritto pubblico e diritto privato*, Bologna 2020, 211 ss.; sulle transizioni tra le varie fasi v., approfonditamente, C. ATTANASIO, *Profili ricostruttivi del diritto privato regolatorio*, Napoli, 2022, 25 ss; sul “reinterventismo” v., da ultimo, G. AMATO, *Bentornato Stato ma*, Bologna 2021.

<sup>5</sup> G. BERTI, *Diffusione della normatività e nuovo disordine delle fonti del diritto* in Aa. Vv., *L'autonomia privata e le autorità indipendenti*, G. Gitti (a cura di), Bologna, 2006, 25 ss.; RUGGERI, *Ha ancora un futuro la legge quale strumento primario di normazione di direzione politica?* in *Osservatorio sulle fonti*, 2021, II, 575 ss.

<sup>6</sup> S. AMOROSINO, *Le regolazioni pubbliche delle attività economiche*, Torino 2021, 3 ss.

<sup>7</sup> Piace ricordare A. PREDIERI, *L'erompere della autorità indipendenti*, Firenze, 1997.

Si pensi, da un lato, negli anni 70 del secolo scorso, alle discussioni sulla legge n. 392/1978, il cd “equo canone”<sup>8</sup>, con la contrastata predeterminazione legislativa di contenuti essenziali (quali il tasso di rendimento) dei contratti di locazione urbana.

Per l’attualità si pensi alle prescrizioni poste dall’AGCM, sovente “per le vie brevi”, a fronte degli “*impegni*” – presentati, o *presentandi*, da imprese nei confronti delle quali è in corso un procedimento sanzionatorio<sup>9</sup> – relativi ai *comportamenti contrattuali* da tenersi, in futuro, nel mercato.

Non sembra dubbio che si configuri un caso di “condizionamento” dell’autonomia contrattuale futura: per evitare la sanzione immanente l’operatore di mercato si impegna ad adottare specifici comportamenti contrattuali corretti che, nella fase procedimentale a ciò dedicata, sono stati ovviamente *negoziati* con l’Autorità.

Si è usata l’espressione generica “*condizionamento*” perché in queste fattispecie gli impegni sono formalmente formulati dall’operatore, ma in molte altre si ha una *eteroconformazione*<sup>10</sup> in senso proprio.

L’impegno, ove accettato dall’AGCM e formalizzato in un suo provvedimento, ha l’effetto di concludere il procedimento sanzionatorio ed ha, dunque, una doppia efficacia (*Doppelwirkung*): *pubblicistica* (di accordo procedimentale<sup>11</sup>, in seguito formalizzato nel

---

<sup>8</sup> AA. VV. *Equo canone*, in *Le nuove leggi civili commentate*, IV, C.M. Bianca, N. Irti, N. Lipari, A. Proto Pisani, G. Tarzia (a cura di), Padova 1978.

<sup>9</sup> F. GHEZZI, G. OLIVIERI, *Diritto antitrust*, Torino 2019, 311 ss.

<sup>10</sup> M. ANGELONE, *Diritto privato regolatorio, conformazione dell’autonomia negoziale e controllo sulle discipline eteronome dettate dalle authorities* in *Nuove autonomie*, 2017, 441 ss. L’uso della locuzione appare non solo appropriato a ricomprendere la multiforità del “fenomeno eterointegrativo”, ma anche dogmaticamente fondato: M. S. GIANNINI, *Diritto pubblico dell’economia*, Bologna 1995, 181 ss.

<sup>11</sup> F. TIGANO, *Gli accordi integrativi o sostitutivi del provvedimento* in Aa.Vv., *Codice dell’azione amministrativa*, M. A. Sandulli (a cura di), Milano, 2017, 655 ss.; come esattamente ha rilevato G. P. CIRILLO, *Sistema istituzionale di diritto comune*, Milano, 2021, 111, nel caso degli accordi amministrativi, delle varie specie, «*il procedimento, al pari delle facoltà prenegoziali per la conclusione del contratto, è l’insieme dei poteri e delle facoltà predisposti per l’ottenimento del provvedimento favorevole*». Non appare, dunque, convincente la qualificazione della sequenza “*impegni/accettazione*” come una fattispecie transattiva, proposta da G. GITTI,

provvedimento) e *privatistica*, nei futuri *rapporti contrattuali* con i clienti/consumatori, a favore dei quali determina una situazione di vantaggio.

I due esempi mostrano “a colpo d’occhio” come, da allora ad oggi, si siano moltiplicate e complicate le fattispecie di “condizionamento” dell’autonomia contrattuale mediante atti e comportamenti<sup>12</sup> di fonte pubblica; non solo – è il caso di ricordarlo – da parte di Autorità indipendenti; si pensi, ad esempio, alle *convenzioni*, stipulate tra il MIT e le società concessionarie, che disciplinano le gestioni di autostrade, nelle quali sono predeterminate le tariffe per gli utenti, com’è fisiologico trattandosi di concessioni *su* beni pubblici, con rilevanti profili finanziari<sup>13</sup>.

## 2. *Le componenti strutturali delle conformazioni dei contratti (e di “zone collegate”)*

Una sommaria panoramica delle fonti e delle modalità d’incidenza delle *decisioni*<sup>14</sup> delle Autorità di regolazione “economiche” sui contratti (ed anche su altri ambiti, ad essi funzionalmente collegati: v. *infra*) può utilmente iniziare da una messa a fuoco degli elementi strutturali che accomunano le *decisioni* stesse:

- *l’attribuzione – a monte – di poteri istituzionali*, relativi alle varie *funzioni* assegnate, dalle leggi o da norme eurounitarie, alle diverse Autorità;

- *la precettività* che accomuna gli eterogenei tipi di atti delle Autorità che incidono, anche mediatamente, sulla “libertà contrattuale”;

- *la forte tecnicità – inerente*, volta a volta, allo specifico mercato – che contraddistingue i precetti condizionanti i contratti (ad esempio: le

---

*Autonomia privata ed autorità indipendenti*, in *Enc. Dir., Annali*, Milano, V, 2012, 134 ss.

<sup>12</sup> Sottolinea E. PICOZZA, *Introduzione al diritto amministrativo*, Milano, 2018, 271, nei *rapporti amministrativi*, quali sono quelli intercorrenti tra le Autorità ed i soggetti del mercato, vengono in rilievo i comportamenti di entrambe le parti; v. ora l’art. 1, comma 2 *bis*, l. n. 241/1990.

<sup>13</sup> M. S. GIANNINI, *Diritto amministrativo*, Milano, II, 1993, 673; per un’approfondita analisi v. D. MARESCA, *I parametri finanziari dello Stato imprenditore e committente*, Torino, 2020, 105 ss.

<sup>14</sup> Per una definizione lata di decisioni pubbliche v. G. CORSO, M. DI BENEDETTO, N. RANGONE, *Diritto amministrativo effettivo*, Bologna, ult. ed., 53 ss.

deliberazioni di ARERA in materia di tariffe del servizio idrico; o quelle dell’Autorità di Regolazione dei Trasporti in tema di condizioni contrattuali di utilizzo, da parte degli operatori di mercato, della rete ferroviaria di R.F.I., in forza dell’*Essential Facility Doctrine*);

- la *finalizzazione* delle “regole” e delle misure singolari conformative alla tutela dei clienti o utenti e, più in generale, all’*efficienza e correttezza* concorrenziale del mercato di riferimento<sup>15</sup>.

Naturalmente ciascuno degli elementi strutturali interagisce con gli altri ed assume configurazioni peculiari in funzione dei settori od oggetti da regolare.

Questi elementi comuni devono esser qualificati alla luce di tre *constatazioni di fatto*:

a) nel tempo si sono venuti ampliando gli ambiti od oggetti relativamente ai quali *decisioni* di Autorità indipendenti vengono ad incidere – si ripete: anche mediatamente – sull’autonomia contrattuale;

b) tali decisioni possono avere diversa natura giuridica: regolamenti veri e propri, regolazioni “terziarie” (sovente contenute in provvedimenti generali, variamente denominati: “deliberazioni”, “istruzioni”, “direttive”, “comunicazioni”), ma anche provvedimenti singolari, adottati nell’ambito di procedimenti di controllo/sanzione (come nel caso dell’accettazione degli “impegni” da parte dell’AGCM);

c) il tema della conformazione dei contratti è *strutturale e diffusivo*, soprattutto per quanto riguarda le attività economicamente rilevanti e le regolazioni di esse (nelle quali, si ricorda, sono comprese sia le regolamentazioni che le funzioni di controllo ed intervento); regolazioni che sono attribuite prevalentemente alle Autorità “economiche”, pur non mancando settori nei quali spettano ad amministrazioni “tradizionali” (alla già richiamata “convenzione tipo” tra il MIT e le concessionarie di autostrade si può aggiungere la predisposizione, da parte dell’Amministrazione delle Dogane e dei Monopoli, degli schemi di “contratti tipo” cui i concessionari dei giochi

---

<sup>15</sup> F. MERUSI, *Il potere normativo delle autorità indipendenti*, in Aa.Vv., *L’autonomia privata*, 43 ss.; sulla strumentalità della regolazione dei contratti al dispiegarsi della corretta concorrenza v. M. LIBERTINI, *Contratto e concorrenza* (voce), in Aa.Vv., *Contratto*, G. D’Amico (a cura di), *Enc. dir. – I tematici I*, Milano, 2021, 246.

e scommesse devono attenersi nei rapporti con gli operatori al dettaglio<sup>16</sup>).

Appare, dunque, indispensabile un *bagno di realtà*, un’immersione nello “stato effettuale delle cose”, vale a dire concentrarsi sulle molteplici modalità di “condizionamento” dei contratti, senza rimanere incagliati su risalenti questioni di principio come la tassonomia delle Autorità “economiche” (*in primis* se siano di regolazione o, invece, di garanzia)<sup>17</sup>, oppure l’ammissibilità, sotto il profilo dogmatico, di integrazioni, surroghe e/o deroghe di norme primarie ad opera di decisioni amministrative, di regolamentazione ed operative.

Quanto meno per quanto riguarda la tematica del “condizionamento” dei contratti, nella realtà effettuale la separazione tra garanzia e regolazione non è più assorbente.

Riguardo, poi al potere integrativo/derogatorio è necessario uno scrutinio puntuale delle non infrequenti violazioni di disposizioni, codicistiche e legislative settoriali, da parte di regole “terziarie” poste da Autorità; cioè dei casi in cui non può valere la giustificazione della loro “invadenza precettiva”, fondata sui fini istitutivi delle Autorità stesse e sui valori costituzionali “affidati” loro, quali la tutela della concorrenza e dei contraenti deboli.

Infine, è da considerare che le conformazioni operate dalle Autorità “economiche” si estendono, in molti settori, in ambiti apparentemente esterni ai contratti, ma in realtà ad essi strettamente interconnessi.

Ciò avviene *innanzitutto* per quanto attiene alla struttura organizzativa ed al funzionamento delle imprese, in forma societaria<sup>18</sup>, operanti nei mercati e può riguardare, ad esempio: i modelli organizzativi societari; le procedure relative all’acquisizione del controllo di società quotate; l’autorizzazione a concentrazioni, sovente condizionata, a tutela della concorrenzialità del mercato rilevante.

---

<sup>16</sup> A. FERRARI ZUMBINI, *La regolazione amministrativa del contratto*, Torino, 2016, 124 ss.; sulla figura del contratto tipo v. E. BATTELLI, *I contratti tipo: modelli negoziali per la regolazione del mercato: natura effetti e limiti*, Napoli, 2017.

<sup>17</sup> Giusta la nota distinzione di G. AMATO, *Le autorità indipendenti* (1998) ora in *Id.*, *Le istituzioni della democrazia*, Bologna, 2014, 309 ss.

<sup>18</sup> M. LAMANDINI, *Società (nozione di)*, in *Il diritto Enciclopedia giuridica*, Milano, XV, 2007, 100 ss., icasticamente definisce la società come congiunto di contratto ed organizzazione.

E' superfluo sottolineare come in questi casi la conformazione strutturale, *organizzatoria, condizioni* i contenuti dei contratti di società (e degli statuti) ed anche dei contratti di acquisizione/cessione di partecipazioni.

Un *secondo versante* riguarda la conformazione e la circolazione dei *prodotti* destinati a particolari mercati.

Ci si limita, anche qui, a due esempi, in apparenza lontanissimi: i prodotti assicurativi ed i cosmetici.

Una direttiva (2016/97) ed un Regolamento IVASS (n. 45/2020) disciplinano la *Product Oversight and Governance – POG*, definibile – schematizzando al massimo – come una proceduralizzazione analitica dell'elaborazione, “sperimentazione”, autoapprovazione, gestione e *revisione/correzione* dei prodotti assicurativi<sup>19</sup>.

La *proceduralizzazione* “spinta”, imposta dall'Autorità, comporta nuovi obblighi di organizzazione e di predeterminazione di sequenze operative che devono essere osservati dalle imprese di assicurazione già nella fase anteriore all'autoapprovazione e commercializzazione del prodotto e proseguono in quella successiva, di distribuzione; obblighi che si “riversano” sull'oggetto del contratto di assicurazione, “*divenendo fonte di un'ulteriore responsabilità in caso di inadempimento*”<sup>20</sup>.

Analogamente, la normativa eurounitaria (Regolamento 1223/2009 CE) che disciplina minutamente la *circolazione controllata* dei prodotti cosmetici ha evidenti ricadute sul contenuto dei contratti della filiera distributiva, che devono definire e ripartire, “a cascata”, le responsabilità<sup>21</sup>.

Nel primo esempio i poteri di intervento, in caso di “disfunzioni”, sono in capo ad IVASS; nel secondo sono in capo alle autorità sanitarie,

<sup>19</sup> In tema v., diffusamente, R. LO CONTE, *La “Product Oversight and Governance” nel diritto assicurativo*, Milano, 2022, 132 ss.; per gli altri due mercati finanziari v. G. BERTI DE MARINIS, *I poteri conformativi delle autorità di vigilanza in ambito bancario e finanziario: l'impatto della product governance sulle imprese e sui contratti*, in Aa.Vv., *Conformazione degli atti di autonomia e disciplina dei mercati*, M. Angelone e M. Zarro (a cura di), Napoli, 2022, 123 ss.

<sup>20</sup> *ibidem*, 295; adde M. RABITTI, *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione in questa rivista*, 2020, IV, 147 ss.

<sup>21</sup> C. CAMARDI, *La distribuzione “vigilata” dei cosmetici nel mercato unico. Aspetti contrattuali*, in Aa.Vv., *Cosmetici. Diritto, regolazione, bioetica*, V. Zeno Zencovich (a cura di), Roma TrE-Press, 2014, 61 ss.

nazionali ed europee, ma in entrambi le discipline pubblicistiche del prodotto, o della sua circolazione – poste a tutela di interessi “costituzionali”, nazionali ed eurounitari – si riverberano sul contenuto e sulla struttura dei rapporti contrattuali intessuti nei rispettivi mercati.

Con un’immagine: la conformazione del *prodotto* assicurativo e della *circolazione* dei prodotti cosmetici – due modelli ben noti al diritto pubblico dell’economia “classico”<sup>22</sup> – discende “per li rami” dei rapporti di mercato sino a conformare i contratti.

### 3. *La varietà delle conformazioni contrattuali da parte delle Autorità indipendenti “economiche”*

Il preannunciato “*bagno di realtà*” impone di concentrarsi sullo scenario attuale delle conformazioni, accantonando alcune questioni apicali che in passato hanno appassionato molti studiosi, ma sono ormai superate od appaiono “passate di moda” (ancorché parzialmente irrisolte).

Appare, viceversa, necessario “fissare” alcuni punti fermi cui è arrivata, da ultimo, la dottrina:

I) la derivabilità della conformazione da regolamentazioni, provvedimenti generali e singolari; tutti e tre i tipi di decisioni possono dispiegare *efficacia precettiva* (cogente) di tipo conformativo (mentre *nudges*, *moral suasion* e *soft law* hanno natura suppletiva o di indirizzo);

II) la “stabilizzazione” della nozione di conformazione, riferita ai contratti;

III) il già accennato superamento – grazie al concorso di sopravvenienze normative ed approfondimenti dottrinali – dell’originaria, pretesa, separazione tra (poteri di) regolazione e (funzione di) tutela della concorrenza, con l’originaria esclusione dei primi in capo all’AGCM;

IV) la questione dell’attribuzione del potere di conformare attività economiche alle autorità indipendenti, pur in buona misura irrisolta sul piano costituzionale, è stata sopravanzata, sul piano effettuale, da un’“ondata di piena” di precetti conformativi delle più varie strutture e nature, la cui applicazione è spesso intesa estensivamente non solo

---

<sup>22</sup> M. S. GIANNINI, *Diritto pubblico dell’economia*, Bologna, 1995, 207 ss.



dall’Autorità di settore (ad esempio: l’ARERA), ma anche, “trasversalmente”, da quella di tutela della concorrenza e dei consumatori (l’AGCM).

Il profilo *sub IV* verrà ripreso nel successivo paragrafo 4.

Sui primi tre ci si limita a rapide chiose.

*Sub I*) Vi è sostanziale convergenza sul superamento della tesi che l’attribuzione, alle Autorità, di funzioni *normative* (regolamentari o, almeno, di adozione di norme tecniche) sarebbe l’unico presupposto legittimante del potere conformativo.

E’ una tesi opinabile sotto diversi profili:

a) *in teoria generale*, ricordando – con Giannini – come la nozione (dei procedimenti e) degli *atti precettivi* sia più ampia, e comprensiva, di quella di atti normativi (una formula di sintesi può essere: “*tutti gli atti normativi sono precettivi, ma non tutti gli atti precettivi sono normativi*”)<sup>23</sup>;

b) *specularmente* Clemente di San Luca<sup>24</sup> ha dimostrato – una ventina d’anni fa – che fonte di diritto obiettivo possono ben essere atti amministrativi;

c) *ancora*, in un’ottica istituzionale, Berti, parlava di *diffusione della normatività* rilevando che lo Stato, avendo frazionato la sua capacità decisoria, in materia di mercati, “*tra soggetti pubblici creati ad hoc (autorità indipendenti) ha riservato a sé solo una parte della sua intera capacità*”<sup>25</sup> ...;

d) *infine*, due acute studiosi<sup>26</sup> hanno convergentemente dimostrato come atti amministrativi precettivi siano sovente fonte della

---

<sup>23</sup> M. S. GIANNINI, *Introduzione al diritto costituzionale*, Roma, 1983.

<sup>24</sup> G. CLEMENTE DI SAN LUCA, *L’atto amministrativo fonte di diritto obiettivo*, Napoli, 2003.

<sup>25</sup> G. BERTI, *Diffusione della normatività*, 36 ss.; F. MERUSI, *Il potere normativo delle autorità indipendenti* (nel medesimo volume collettaneo, Aa.Vv., *L’autonomia privata*, 46 ss.) sottolinea la peculiarità dell’attribuzione alle Autorità – *in primis* dalla “costituzione economica” UE – di garantire la libertà economica “sistemica”; E. DEL PRATO, *Dieci lezioni sul contratto*, Milano, 2011, 23, ha rilevato come si configuri, in capo alle Autorità, un principio di competenza che si affianca a quello di gerarchia delle fonti.

<sup>26</sup> C. SOLINAS, *Il contratto “amministrato”*, Napoli, 2018, 92-95 e 193 ss., nel quale si delinea tale categoria; A. FERRARI ZUMBINI, *La regolazione amministrativa*, cit.

conformazione contrattuale (come riconosce, da una dozzina d’anni, anche la Cassazione)<sup>27</sup>.

*Sub II*) Il “mutamento di paradigma” è avvenuto tra l’“originaria” *integrazione* e la *conformazione* del contratto.

Studi recenti si interrogano sulla qualificabilità dei contratti *conformati* (o *regolati*) come “*amministrati*”<sup>28</sup> (a sottolineare l’invasività delle discipline precettive).

Al di là della “fascinazione definitoria” sottesa ai *nomina juris* il punto sostanziale è *se e quanto* di autonomia negoziale sopravviva in questi contratti, anche perché i precetti conformativi si riferiscono sovente a contratti *standard*, ai famosi “scambi senza accordo”. L’opinione prevalente è che rimanga in capo ai privati, il più delle volte operatori professionali, non solo la scelta *se* operare nel contesto regolatorio dato, ma anche *come* costruire, sulla base delle “griglie” di precetti autoritativi, modelli di *business* innovativi (si pensi, da ultimo, all’“ambientalizzazione” dei processi e delle scelte).

*Sub III*) Sul fatto che l’AGCM sia divenuta, prima per via indiretta, poi per vie dirette – tra loro complementari – *anche* autorità di regolazione nell’ambito della “costituzione economica sostanziale”<sup>29</sup> italiana non vi dovrebbero esser dubbi.

L’Autorità esercita multiformi poteri regolatori, in forza di una pluralità di norme primarie, come hanno posto in luce vari studiosi<sup>30</sup>, attenti all’“espansione” dei suoi compiti d’intervento in vari campi delle attività private.

L’ormai risalente<sup>31</sup> contrapposizione tra regolazione e tutela della concorrenza appare attenuata, innanzitutto sotto il profilo propriamente concettuale definendosi «*la regolazione quale fascio di interventi*

---

<sup>27</sup> Cass. Civ., ord. 22 luglio 2011, n. 16141, in *Giur. it.*, 2012, 1559 ss. e ord. 27 luglio 2011, n. 16401 in *Rass. dir. civ.* 2012, 897 ss.

<sup>28</sup> A. SOLINAS cit. alla nota 26 *adde*; C. PRUSSIANI, *La conformazione contrattuale nei settori regolati dalle autorità amministrative indipendenti*, Milano, 2022, 179 ss.

<sup>29</sup> S. AMOROSINO, *La “costituzione economica”* in Aa. Vv., *Diritto pubblico dell’economia*, M. Pellegrini (a cura di), Milano, 2023, 95 ss.

<sup>30</sup> C. ATTANASIO, *Profili ricostruttivi*, 92 ss. sottolinea la pluralità e latitudine di significati della locuzione “regolazione”; *adde* F. TRUBIANI, *Poteri regolatori dell’AGCM ed efficacia conformativa del contratto* in Aa.Vv., *Conformazione degli atti di autonomia*, 13 ss.

<sup>31</sup> S. CASSESE, *Regolazione e concorrenza* in Aa.Vv., *Regolazione e concorrenza*, G. Tesaurò, M. D’Alberti (a cura di), *Regolazione e concorrenza*, Bologna 2000, 12.

*normativi (rectius: precettivi) diretti ad operare sul piano del mercato generale non limitatamente a specifici settori»<sup>32</sup>.*

Innanzitutto, l'AGCM adotta regolamenti con efficacia esterna (in tema di *rating* di legalità; conflitto di interessi; lavori, forniture e servizi in economia, etc.).

*In secondo luogo*, produce regole in via indiretta, attraverso la *stratificazione* e *progressiva articolazione* e *specificazione* delle decisioni relative a tematiche generali o a singole fattispecie.

L'accumulo dei "precedenti conformi", compone un insieme di "linee guida", per tipologie di comportamenti, cui si accompagnano, vari "breviari" di settore", con valenza quanto meno *predittiva* se non precettiva, dei tipi di condotte ritenute illecite nei rapporti contrattuali di mercato.

La "giurisprudenza dei precedenti", una volta relativamente stabilizzata (com'è ormai) costituisce una sorta di *regolamentazione riflessa* che condiziona le condotte contrattuali degli operatori di mercato.

All'obiezione che tale "giurisprudenza" è per sua natura mutevole – in relazione alle peculiarità delle fattispecie, al mutare dell'assetto dei mercati, alle evoluzioni degli indirizzi normativi – è agevole rispondere che altrettanto accade – com'è di comune esperienza – per quanto riguarda le altre regolazioni di fonte normativa, in particolare di natura tecnica.

Si discute variamente di *regulation by litigation*, o, se si vuole, "*by adjudication*", o, ancora, di criptoregolazione<sup>33</sup> o di *dissuasion*<sup>34</sup>; in tutti i casi, il punto di caduta "sostanziale" è un effetto di condizionamento delle pratiche contrattuali.

Com'è stato notato tra regolazione e soluzione delle controversie non vi è cesura, ma «*una linea continua*»<sup>35</sup>.

---

<sup>32</sup> C. ATTANASIO, *ibidem*.

<sup>33</sup> M. ANGELONE, *Diritto privato regolatorio, conformazione dell'autonomi*, cit.

<sup>34</sup> C. PRUSSIANI, *La conformazione contrattuale*, cit., 25.

<sup>35</sup> G. NAPOLITANO, *Regulation and Litigation. La linea continua tra regolazione e soluzione delle controversie*, in Aa.Vv., *Tra giurisdizione e regolazione: in ricordo di Antonio Preto*, A. Zoppini (a cura di), Roma, 2017, 139 ss.

E pur se «*Regolare by Litigation non può significar cogliere l'occasione per porre (surrettiziamente) regole nuove*»<sup>36</sup> è pur vero che la *litigation* è il *locus proprius* per l'interpretazione specificativa di regole esistenti e la formulazione di principi di criteri applicativi (proconcorrenziali e riequilibratori) aderenti alla fattispecie in esame.

In sintesi, vi è una sommatoria, in capo all'AGCM:

- sia di poteri regolatori (in senso stretto), attribuitile da disposizioni di vario tipo (l. n. 287/1990 e successive integrazioni, leggi annuali sulla concorrenza, Codice del consumo, etc.);

- sia di poteri di condizionamento dei comportamenti degli operatori professionali, derivanti dai suoi indirizzi costanti "similgiurisprudenziali".

L'esercizio di entrambi i poteri, il loro "cumularsi", ha prodotto e produce una sorta di "quasi sistema" regolatorio, eterogeneo ma convergente agli effetti pratici che, com'è stato acutamente notato<sup>37</sup>, *sembra coinvolgere almeno due tipologie di livelli;*

a) *un primo livello «procedimentale» nel quale vengono dettati obblighi di condotta, relativi alla fase precontrattuale, contrattuale e di esecuzione;*

b) *di tipo «sostanziale» ... ove la regolazione autoritativa individua una serie di clausole che ... plasmano il contenuto «minimo» dell'accordo regolato.*

#### 4. Caratteri e limiti, delle potestà precettive delle Autorità riguardo ai contratti

La soprarichiamata suddistinzione dei poteri regolatori dell'AGCM, in tema di contratti, in "procedimentali" e "sostanziali" si attaglia, a ben vedere, anche alle Autorità di regolazione "settoriali"<sup>38</sup>.

---

<sup>36</sup> E. BRUTI LIBERATI, *Regolazione e contratto nelle comunicazioni elettroniche*, in *Riv. reg. merc.*, 2014, I, 63.

<sup>37</sup> F. TRUBIANI, *Poteri regolatori dell'AGCM ed efficacia conformativa del contratto* in *Aa.Vv.*, *Conformazione degli atti di autonomia*, 18.

<sup>38</sup> In realtà le Autorità "economiche" sono quasi tutte "multisetoriali": dalla CONSOB, alla Banca d'Italia, all'IVASS (dalla RCA ai prodotti assicurativi/finanziari), all'AGCM, all'ARERA, all'ART. L'ANAC merita un cenno a parte.

Ciò in quanto ai fini regolatori (nel senso lato, qui accolto) viene in rilievo essenzialmente *l'operazione economica*:

*“Al tempo delle autorità indipendenti la latitudine dell'intervento pubblico appare poi estesa non solo alla morfologia del contratto, ma all'intera operazione economica cui lo stesso contratto accede”*<sup>39</sup>.

Da questa constatazione – e fatte salve le peculiari “modalità regolatorie” dell'ACGM e dell'ANAC – si possono trarre alcuni *minimi comuni denominatori* delle eteroconformazioni dei contratti da parte delle Autorità:

I) la *focalizzazione sull'operazione economica*, comporta che oggetto delle decisioni precettive siano: *i*) la definizione progressiva di *modelli* contrattuali ritenuti conformi rispetto agli obiettivi “canonizzati” per le singole Autorità; *ii*) tali modelli disciplinano diacronicamente tutte le fasi extracontrattuali (promozionali) precontrattuali, contrattuali e del dispiegarsi del rapporto, ivi comprese le procedure di “fuoriuscita” da esso (ad esempio: il passaggio ad altro operatore);

II) la struttura dei precetti o indirizzi, a seconda dei casi conformativi o condizionanti;

III) i tipi d'incidenza sull'autonomia contrattuale, che si riscontra, volta a volta, nelle discipline relative ai diversi settori o a “tematiche trasversali”;

IV) comune a tutte le regolazioni conformative “dirette” è la delicata, irrisolta questione dei limiti di ammissibilità dei precetti “prodotti” dalle Autorità “economiche” che talvolta derogano o palesemente violano norme primarie o principi generali del diritto civile.

Degli enunciati che precedono il primo è una mera constatazione del contenuto/obiettivo delle decisioni conformative di cui ci occupiamo.

Qualche rapida notazione meritano, invece, le questioni relative alla natura delle decisioni conformative, ai vari modi di possibile incidenza sui contratti ed alla validità ed ai limiti di efficacia delle decisioni conformative delle Autorità.

Quanto alla struttura logica delle regole – “condizionanti” o propriamente conformatrici dei contratti – occorre discernere.

---

<sup>39</sup> C. PRUSSIANI, *La conformazione contrattuale*, 58.

Nel caso della regolazione indiretta o mediata, qual è, *in parte*, come si è visto, quella dell'AGCM ed, *in toto*, invece, quella dell'ANAC (con l'entrata in vigore del nuovo “Codice dei contratti pubblici”, d.lgs. n. 36/2023) – ci si interroga se si è in presenza – in una graduazione ascendente d'incidenza – di *nudges*<sup>40</sup>, di indirizzi più o meno articolati e cristallizzati (condizionanti in senso dissuasivo) o di una sostanziale criptoregolazione<sup>41</sup>.

In punto appare convincente l'opinione giusta la quale gli indirizzi cristallizzati e specificati nella stratificazione dei precedenti costituiscono un condizionamento più incisivo rispetto ad una “spinta gentile”, concretandosi in “*avvertimenti*” sulle conseguenze pregiudizievoli che deriverebbero da comportamenti “disallineati”, in quanto l'Autorità da cui promanano gli indirizzi stessi ha potestà sanzionatoria.

Appaiono, viceversa, riconducibili al *nudging* i bandi tipo e gli altri atti amministrativi generali adottabili dall'ANAC (ex art. 222, comma 1, d.lgs. n. 36/2023) per promuovere “*l'efficienza, la qualità dell'attività delle stazioni appaltanti*” e favorire “*lo sviluppo delle migliori pratiche*”.

Ad evitare tentazioni “*panregolatorie*” – cui l'ANAC ha ceduto in passato con le discusse “Linee Guida” e con una “cascata” di comunicazioni prescrittive – il legislatore ha circoscritto la funzione degli atti generali da essa adottabili alla *promozione* dell'efficienza e qualità delle stazioni appaltanti.

Venendo ai precetti propriamente conformativi appare persuasiva la tesi<sup>42</sup> della loro inderogabilità relativa (o derogabilità solo *in melius* per le controparti contrattuali degli operatori di mercato).

Appare dunque poco utilizzabile, per quanto qui interessa, la risalente distinzione tra norme cogenti e dispositive.

La tematica delle varie tipologie di interventi “sulla sfera contrattuale” è stata ampiamente “arata” dalla dottrina civilistica, che

---

<sup>40</sup> Tema ben sceverato, in relazione alle regolazioni, da C. ATTANASIO, *Profili ricostruttivi*, 175 ss.

<sup>41</sup> M. ANGELONE, *Diritto privato “regolatorio”*, 453.

<sup>42</sup> v. ancora C. PRUSSIANO, *La conformazione*, 67-69.

ha messo in risalto la molteplicità<sup>43</sup> dei punti d'incidenza andandosi – “per teste di capitolo” – da quelli concernenti la libertà di contrarre, a quelli sulla forma (in particolare a fini informativi) nel procedimento contrattuale<sup>44</sup>, a quelli – numerosi – sul contenuto, in particolare sul regolamento contrattuale, sulla trasparenza, e poi sulle vicende del rapporto e sui rimedi<sup>45</sup>.

Rimane per ultimo – *in cauda venenum* – la questione dei limiti alla profusione e varietà di atti precettivi delle Autorità “economiche” che conformano i contratti.

In altre parole: esiste, e in caso positivo qual' è, la *soglia di ammissibilità* delle discipline derogatorie o *creative* (ad esempio in materia di contratti bancari, da parte di Banca d'Italia) emanate “a cascata” dalle Autorità?

Fino a che punto può valere la “copertura” assicurata a queste regolazioni un po' solipsistiche, dalla “foglia di fico” procedurale della consultazione degli operatori di settore e dall’“ombrello” della funzione istituzionale, attribuita alle Autorità, di promuovere e tutelare la correttezza (nei confronti dei contraenti” non professionali”) e la piena concorrenzialità dei mercati?

Sotto il profilo dogmatico queste coperture “*bonnes a tout faire*” sono molto discusse<sup>46</sup> ma sotto quello effettuale – del “condizionamento” delle contrattualistiche di settore – si rivelano difficilmente scalfibili.

Ancora una volta torna utile un esempio di attualità, che riguarda la decorrenza della prescrizione biennale dell’obbligo di pagamento delle fatture da parte degli utenti.

---

<sup>43</sup> G. VILLA, *Autorità indipendenti e conformazione cogente e non del regolamento contrattuale*, relazione al Convegno SISDIC, *Conformazione del contratto e Autorità indipendenti*, ha fatto riferimento ad 11 modi di interferenza.

<sup>44</sup> Che le fasi precontrattuale e contrattuale siano state proceduralizzate, a fini di trasparenza e correttezza, è innegabile, v. S. LANDINI, *Formalità e procedimento contrattuale*, Milano, 2008.

<sup>45</sup> Si rinvia, per brevità, agli eccellenti studi di C. PRUSSIANI, *La conformazione contrattuale*, 70 ss., per i profili analitici delle varie tipologie di incidenza (e per l'inquadramento nelle problematiche d'apice, ad esempio in tema di oggetto del contratto) e di C. ATTANASIO, *Profili ricostruttivi*, 119 ss. per la collocazione centrale nel diritto privato regolatorio.

<sup>46</sup> A. TRAVI, *Atti normativi delle Authorities, sistema delle scalfibili e controllo giurisdizionale*, relazione al Convegno SISDIC cit.

Tale obbligo, in passato, era soggetto alla prescrizione quinquennale, ai sensi dell'art. 2948 cod. civ.

Successivamente, l'art. 1 della l. n. 205/2017 ha riconosciuto ad alcune categorie di utenti il diritto di eccepire la prescrizione biennale del diritto del creditore al pagamento degli importi indicati nelle fatture (relative al servizio idrico) emesse a partire dal 1 gennaio 2020), per quanto riguarda le fatture emesse nei confronti degli utenti domestici o delle microimprese.

L'art. 1, comma 4, della legge ha attribuito all'Autorità di regolazione di settore, l'ARERA, il compito di definire “*le misure in materia di tempistiche di fatturazione tra gli operatori della filiera*”.... [In tema l'Autorità, con deliberazione n. 655/2015, aveva stabilito che il documento di fatturazione deve essere emesso entro il quarantacinquesimo giorno successivo alla scadenza del periodo di consumo]. L'ARERA ha *deborato* dal compito assegnatole dalla l. n. 205/2017 – che riguardava unicamente le *tempistiche della fatturazione* – in quanto, con Deliberazione n. 547/2019, ALL. B, paragrafo 2.3., ha disciplinato anche la decorrenza della prescrizione stabilendo che “*La prescrizione biennale di cui alla legge n. 205/17 decorre dal termine entro il quale il gestore è obbligato ad emettere il documento di fatturazione, come individuato dalla regolazione vigente*” [decorre, cioè, dal quarantaseiesimo giorno successivo alla scadenza del periodo di consumo (ad esempio: il bimestre gennaio/febbraio di un determinato anno)].

L'aver fatto decorrere il termine biennale di prescrizione non dalla data effettiva di emissione della fattura, ma dalla data entro la quale la fattura stessa – per prescrizione di ARERA – avrebbe dovuto essere emessa, viola il principio generale enunciato dall'art. 2935 del codice civile: «*La prescrizione comincia a decorrere dal giorno in cui il diritto [di credito del gestore] può essere fatto valere*», cioè dalla data di emissione (e di ricevimento) della fattura.

In pratica il combinato disposto delle soprariportate prescrizioni delle Delibere ARERA n. 547/2019 e n. 665/2015 ha determinato la retroattività dell'applicabilità della prescrizione biennale, alla data nella quale la fattura avrebbe dovuto essere emessa, in contrasto con quanto previsto dalle norme primarie: l'art. 2935 c.c. e l'art. 1 della l. n. 205/2017.



Sulla questione si è aperto un vivace contenzioso risolto dai giudici ordinari nel senso, ovvio dell'applicazione dell'art. 2935. Da ultimo la (Presidente della) Cassazione con ordinanza n. 12522 del 10 maggio 2023 ha dichiarato inammissibile la questione in punto ad essa rimessa da un giudice di merito con la dirimente motivazione che la l. n. 205/2017 *«determina esplicitamente l'evento temporalmente rilevante ai fini della decorrenza del regime prescrizione biennale, individuandolo nella data di scadenza del pagamento delle fatture e non nella erogazione od effettuazione dei consumi»*.

Gli esempi si potrebbero moltiplicare.

Gli studiosi che si dedicano a settori/mercati a maggiore tasso di tecnica ed innovazioni tecnologiche ben sanno che per "fronteggiarle" le Autorità "economiche" e, prima, quelle dell'UE devono costruire combinazioni "regolatorie/contrattuali" inedite.

Se, tuttavia, alle obiettive difficoltà dei contesti si aggiunge lo zelo regolatorio venato di onnipotenza possono sortirne effetti perversi.



## Il *greenwashing* e la tutela della corretta comunicazione d'impresa

**SOMMARIO:** 1. Introduzione. – 2. Gli obblighi informativi UE in tema di sostenibilità. – 2.1. (*segue*) e loro rilevanza ai fini della tutela della corretta comunicazione d'impresa. – 3. Inquadramento del fenomeno del *greenwashing*. – 4. *Greenwashing* e tutela dell'interesse pubblico alla circolazione di un'informazione corretta nel mercato. – 4.1. Il *greenwashing* come pratica commerciale scorretta. – 4.2. Il *greenwashing* come pubblicità ingannevole. – 5. *Greenwashing* e tutela dell'interesse privato a una concorrenza leale. – 6. Spunti conclusivi: il ruolo dei marchi di sostenibilità nella prevenzione del *greenwashing*.

### 1. Introduzione

“La pubblicità è l'anima del commercio”<sup>1</sup> è un motto divenuto popolare negli anni Settanta del secolo scorso, ossia in un periodo storico che nell'immaginario collettivo evoca ancora parole come consumo, profitto, concorrenza e deregolamentazione. Del resto, è in quegli anni che venne consacrata la teoria secondo cui la grande impresa, sotto forma di società per azioni, dovrebbe avere come suo scopo precipuo quello di fare gli interessi dei suoi soci, massimizzandone il benessere o *shareholder value*<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Le attribuzioni della prima formulazione del motto sono varie e risalgono sino al periodo della rivoluzione industriale del XIX secolo. Molti ascrivono il motto a Henry Ford negli anni '30, mentre altri ne trovano le radici negli studi di Thomas Smith sulla pubblicità di successo del 1885. Ciò che è certo è che questo motto è ricorrente nella letteratura scientifica e non ed è diventato un concetto consolidato e condiviso – per alcuni, addirittura, un luogo comune – almeno sin dagli anni '70 del secolo scorso. Al riguardo, si vedano, *ex multis*, A. MORTARA, *La pubblicità è ancora l'anima del commercio?: vecchie e nuove strategie per vendere i prodotti*, in *Sociologia del lavoro*, 2009, 1-8; A. Ferrigolo, *Pubblicità in tv: se sfori non paghi. Arriverà il “Sic”, ma oggi gli spot televisivi non hanno limiti reali*, in *Problemi dell'informazione, Rivista quadrimestrale*, 2004, 3-18.

<sup>2</sup> La teorizzazione della *shareholder theory* è attribuita a Milton Friedman e, in particolare, a un suo *essay* comparso sul *New York Times* il 13 settembre 1970 intitolato *The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits* (p. 17). Tale teoria è stata poi definita come consolidata nell'ambito dello scritto di Henry Hansmann e Reinier Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, «Discussion Paper No. 280, Harvard Law School», 2000, <[http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/papers/pdf/280.pdf](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/280.pdf)> ove, tra

l'altro, si legge: «The triumph of the shareholder-oriented model of the corporation over its principal competitors is now assured» (p. 33). Per una ricostruzione della *shareholder theory*, si rinvia a F. DENOZZA, *Consumer welfare e shareholder value: le comuni radici, i limiti e i difetti di due teorie neoliberali*, in *Orizzonti*, 2023, 3, 587 ss. Così, anche la riforma italiana delle società di capitali del 2003 è fondata sulla *shareholder theory* (in tal senso, M. LIBERTINI, *Gestione "sostenibile" delle imprese e limiti alla discrezionalità imprenditoriale*, in *Contr. Impr.*, 2023, 1, 54, cui si rinvia anche per la ricostruzione della precedente tesi "istituzionalistica" e della successiva teoria della *corporate social responsibility*, ossia della «teoria normativa dell'impresa, secondo cui chi ha il compito di gestire la stessa dovrebbe curare non solo l'interesse, pur primario, degli azionisti, ma anche gli interessi degli stakeholder, cioè di tutti coloro (dipendenti, fornitori, clienti, comunità locali, ecc.) che sono titolari di interessi stabilmente coinvolti, in vario modo, nell'attività dell'impresa»; così sempre M. LIBERTINI, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2009, 1). In termini generali, con riguardo al tema dello *scopo della società* e alle sue evoluzioni più recenti, anche alla luce degli interventi legislativi nazionali ed europei intervenuti, si rinvia a P. MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, 303 ss.; G.B. PORTALE, *Diritto societario tedesco e diritto societario italiano in dialogo*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, 597 ss.; U. TOMBARI, *Poteri e interessi*, Milano, 2019, 36 ss.; G. FERRARINI, *An Alternative View of Corporate Purpose: Colin Mayer on Property*, in *Riv. soc.*, 2020, 27 ss.; C. FRIGENI, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Emergenza pandemica e restrizioni alle distribuzioni a favore degli azionisti: spunti in tema di corporate purpose*, in *Riv. soc.*, 2020, 482 ss.; M. VENTORUZZO, *Brief Remarks on «Property» by Colin Mayer and the often Misunderstood Notion of Corporate Purpose*, in *Riv. soc.*, 2020, 43 ss.; F. DENOZZA, *Lo scopo della società tra short-termism e stakeholder empowerment*, in G. COSTA *et al.* (a cura di), *Studi di Diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, Torino, 2021, 281-307; G. FERRARINI, *Redefining Corporate Purpose: Sustainability as a Game Changer*, in D. Busch *et al.* (a cura di), *Sustainable Finance in Europe: Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, Cham, 2021, 85-150; U. TOMBARI, *Corporate Power and Conflicting Interests: What Purpose and Whose Interests Should Corporate Directors Pursue?*, Milano, 2021, *passim*; U. TOMBARI, *Corporate purpose e diritto societario: dalla «supremazia degli interessi dei soci» alla libertà di scelta dello «scopo sociale»?*, in *Riv. soc.*, 2021, 2 ss.; M. COSSU, *Stakeholders Theory, obiettivi ESG e interesse sociale*, in *Orizzonti*, 2023, 3, 783 ss.; A. PERRONE, D. SEMEGHINI, *Oltre lo shareholder value. Verso nuove regole per la composizione degli interessi nella grande impresa azionaria*, in *Orizzonti*, 2023, 3, 805 ss., nonché, H. Fleischer, *Corporate Purpose: A Management Concept and its Implications for Company Law*, in *ECFR*, 2021, 18, 161 ss.; V. KNAPP, *Sustainable Corporate Governance: A Way Forward?*, in *ECFR*, 2021, 18, 218 ss.; B. SJÄFKJELL, *Reforming EU Company Law to Secure the Future of European Business*, in *ECFR*, 2021, 18, 190 ss.; F. MÖSLEIN, K.E. Sørensen, *European Company Law*, 2021,

Ma il nostro presente è diverso. La paura alimentata dal cambiamento climatico, l'insoddisfazione originata dalla diseguale distribuzione della ricchezza, l'incertezza occupazionale legata alla delocalizzazione e all'avvento dell'intelligenza artificiale spingono a guardare con crescente scetticismo alla società dei consumi (e degli sprechi), nonché a voler proteggere (anche dalla concorrenza) le comunità e le imprese locali con disposizioni giuridiche sempre più pervasive. Non per caso, attualmente, anche le imprese<sup>3</sup> sono chiamate a definire le proprie strategie tenendo in considerazione il benessere dell'ecosistema ambientale e sociale con cui esse, intese come "sistemi aperti", interagiscono<sup>4</sup>. Di più, il c.d. "valore sostenibile" è divenuto

---

<[https://ecgi.global/sites/default/files/working\\_papers/documents/mosleinsorrensensfinal.pdf](https://ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/mosleinsorrensensfinal.pdf)>.

<sup>3</sup> Il movimento verso un operare sostenibile da parte delle imprese (*corporate social responsibility - CSR*) «should nevertheless not be seen as a substitute to regulation or legislation concerning social rights or environmental standards, including the development of new appropriate legislation. In countries where such regulations do not exist, efforts should focus on putting the proper regulatory or legislative framework in place in order to define a level playing field on the basis of which socially responsible practices can be developed»; così Commissione europea, *Green Paper - Promoting a European framework for Corporate Social Responsibility*, DOC/01/9, Bruxelles, 18 luglio 2001.

<sup>4</sup> Come si vedrà, la sostenibilità – soprattutto nella sua dimensione ambientale che costituisce il fulcro del presente contributo – rappresenta uno dei principali pilastri della politica legislativa dell'Unione europea. Indipendentemente dalla meritevolezza di questa politica, la dimensione sociale dello scopo d'impresa è sempre più influenzata dalle necessità di sostenibilità, non limitandosi esclusivamente a quelle di natura ambientale. Al riguardo, a completamento dei riferimenti bibliografici di cui alla nt. 2, si rinvia, *ex multis*, a C. ANGELICI, *Divagazioni sulla «responsabilità sociale» d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2018, 7. G. FERRARINI, *Corporate Purpose and Sustainability*, ECGI Working Paper Series in Law, Working Paper No. 559/2020, dicembre 2020, 10 ss.; E. RICCIARDIELLO, *Sustainability and going concern*, in *Riv. soc.*, 2022, 58 ss.; D. Stanzione, *Scopo e oggetto dell'impresa societaria sostenibile*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 1031 ss.; M.S. SPOLIDORO, *Interesse, funzione e finalità. Per lo scioglimento dell'abbraccio tra interesse sociale e Business Purpose*, in *Riv. soc.*, 2022, 361 ss.; M. LIBERTINI, *Gestione «sostenibile»*, cit., 54 ss.; C. AMATUCCI, *Responsabilità sociale dell'impresa e nuovi obblighi degli amministratori. La giusta via di alcuni legislatori*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 612 ss.; M. RESCIGNO, *Note sulle regole dell'impresa sostenibile. Dall'informazione non finanziaria all'informativa sulla sostenibilità*, in *Analisi giur. econ.*, 2022, 166 ss.; G.B. PORTALE, *La Corporate Social Responsibility alla ricerca di effettività*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2022, I, 952 ss.

centrale nella determinazione dell'utilità complessiva che un'impresa può raggiungere per mezzo di relazioni contrattuali con altre imprese<sup>5</sup> al punto che, persino nelle società per azioni, esso viene associato al più tradizionale “valore economico” quale punto focale della loro *governance*<sup>6</sup>.

Questa mutata sensibilità potrebbe dunque far risuonare il motto “la pubblicità è l'anima del commercio” come sorpassato, se non del tutto inopportuno – quasi *politically incorrect*.

In realtà non è così. Nel contesto della *sostenibilità ambientale*, che rappresenta il fulcro del presente contributo<sup>7</sup>, la scelta del legislatore euro-unitario di acuire la funzione sociale delle imprese – facendo delle stesse il motore del *Green Deal* a fronte di poteri pubblici che da soli non dispongono di sufficienti risorse per finanziare la transizione verde<sup>8</sup> – ha reso cruciale la promozione che le imprese fanno delle loro scelte sostenibili, secondo i più consueti (e liberisti) schemi dell'economia di mercato basata sulla circolazione delle informazioni.

---

<sup>5</sup> Cfr. F. BERTELLI, *I green claims tra diritti del consumatore e tutela della concorrenza*, in *Contr. Impr.*, 2021, 1, 293.

<sup>6</sup> Al riguardo, si veda, più diffusamente, A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile dell'impresa azionaria. Fra Regole e contesto*, Bologna, 2023, 13 ss.; nonché *supra* nt. 2.

<sup>7</sup> Come noto, il concetto di sostenibilità è articolato e la dimensione ambientale è solo una delle sue componenti, potendo essere ricondotto a tutto ciò che è necessario per soddisfare «the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs» (così recita il cosiddetto Brundtland Report, comunemente considerato come il primo manifesto per lo sviluppo sostenibile; *Report of the UN World Commission on Environment and Development: Our Common Future*, 1987, 37). Tuttavia, il presente contributo – ponendo al suo centro il fenomeno del *greenwashing* – si limita alla sostenibilità ambientale.

<sup>8</sup> Non solo, la necessità di un coinvolgimento attivo dei soggetti privati deriva anche dai limiti intrinseci di un intervento pubblico, che difficilmente è in grado di condizionare in modo radicale il processo decisionale delle imprese e, in ogni caso, fatica a stare al passo con i mutamenti del contesto economico e sociale. Inoltre, non esiste un'unica decisione sostenibile corretta, potendosi raggiungere risultati nel senso di una maggiore sostenibilità in molti modi, diventando ancora una volta preferibile l'adozione di principi che orientino le azioni degli imprenditori. Al contempo, però, «[c]orporations do not have the ability to take over the role of governments in contributing to social welfare simply because their basic function (the rhetoric of triple bottom line aside) is inherently driven by economic needs» (così, S.B. BANERJEE, *Corporate Social Responsibility: The Good, the Bad and the Ugly*, in *Critical Sociology*, 2008 34, 74).

Inoltre, dal 2000 ad oggi, le istituzioni dell'Unione europea (UE) hanno agito nel senso di riformare la *governance* delle imprese nella direzione della sostenibilità anche ambientale, imponendo<sup>9</sup> – tra l'altro – pregnanti obblighi informativi in capo a talune società di grandi dimensioni. In tal modo, dette istituzioni hanno consacrato il valore che “l'essere *green*” può avere per investitori e consumatori, non solo mimando i comportamenti virtuosi di alcune (anche medie) imprese che autonomamente e volontariamente avevano già adottato modelli di gestione ambientalmente sostenibili<sup>10</sup>, ma altresì alimentando la più generale domanda di beni, servizi e attività *green*. E così anche imprese per nulla sottoposte agli obblighi informativi euro-unitari hanno trovato e possono trovare vantaggio nel promuovere le proprie attività sostenibili per raccogliere finanziamenti ed aumentare le proprie vendite<sup>11</sup>. Detto altrimenti – escludendo la Direttiva sulla

---

<sup>9</sup> Tali obblighi saranno oggetto di indagine *infra*, § 2. In termini generali, si vedano, *ex multis*, A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile dell'impresa azionaria*, cit. 19 ss. e *supra* nt. 2.

<sup>10</sup> Proprio nell'ambito dell'adozione volontaria di modelli di gestione sostenibili trova le sue radici la c.d. *corporate social responsibility*, su cui più diffusamente *supra* nt. 2, che è definita nell'ambito del *Green Paper - Promoting a European framework for Corporate Social Responsibility*, cit., 5, come «a concept whereby companies decide voluntarily to contribute to a better society and a cleaner environment».

<sup>11</sup> Una tale prospettiva trova sostegno nella politica del diritto dell'UE, che parte dal presupposto che per realizzare una reale transizione verde sia necessario spingere le imprese ad adottare pratiche sostenibili. Questo assunto rimane valido indipendentemente dal fatto che, in concreto, una maggiore sostenibilità ambientale porti o meno al successo dell'impresa. Anzi, è certamente da escludere che esista un'equazione diretta tra la sostenibilità aziendale e l'aumento dei profitti. Al riguardo, si veda tra l'altro S.B. BANERJEE, *op. cit.*, 51 ss. Con riferimento, invece, alla *ratio* della strategia normativa intervenuta a livello UE sui temi della *sustainable corporate governance*, si veda L. SACCONI, *Governo d'impresa sostenibile e nuova analisi economica del diritto*, in *Orizzonti*, 2023, 3, 642 ss. Con riguardo alla compatibilità tra la teoria della CSR e il conseguimento del massimo profitto proprio dell'economia liberista, si rinvia a M. LIBERTINI, *La comunicazione pubblicitaria e l'azione delle imprese per il miglioramento ambientale*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 334-335, il quale afferma: «(...) alcune posizioni critiche (...) hanno rilevato una insuperabile contraddizione tra la teoria della CSR, che porta a privilegiare gli interessi di lungo periodo dell'impresa, a costo di sacrificare i livelli di profitto nell'immediato, e la teoria dello *shareholder value*, che impone di guardare prioritariamente ai risultati di breve termine, secondo il ritmo inesorabile delle relazioni trimestrali. Si è detto perciò che i meccanismi di concorrenza portano necessariamente a rafforzare quest'ultima

rendicontazione societaria di sostenibilità, il cui ambito di applicazione è già di per sé ampio – l'intervento euro-unitario, sebbene rivolto a ben specifiche imprese, ha coinvolto e influenzato una platea assai più vasta di operatori commerciali. Ciò avviene non solo perché tali operatori possono far parte della catena del valore di imprese di grandi dimensioni, e quindi sono integrati nelle loro politiche sostenibili<sup>12</sup>, ma anche perché la normativa europea ha dato conferma e ulteriore impulso all'attenzione che occorre dare alla sostenibilità, stabilendo che *essere sostenibili è un merito* per cui le imprese dovrebbero essere finanziate

---

prospettiva, sicché gli impegni delle imprese sul versante della CSR si ridurrebbero ad enunciazioni di facciata (spesso insincere), incidenti solo marginalmente sul reale comportamento delle imprese. Queste critiche hanno trovato consenso, in Italia, nella maggioranza della dottrina giuridica, al punto che la teoria della CSR non è stata affatto presa in considerazione dalla riforma del diritto societario del 2003. Tuttavia, il trend mondiale è differente, e vede crescere i riconoscimenti legislativi della CSR, i codici di condotta (soprattutto per le società quotate) che riconoscono doveri di CSR, e soprattutto la tendenza delle grandi imprese ad impegnarsi in programmi di CSR. A mio avviso, l'atteggiamento migliore consiste nel prendere sul serio la CSR, ma nel riconoscere che essa ha bisogno di essere sostenuta anche da giusti incentivi, che possono essere di tipo premiale (p.e. sconti fiscali alle imprese con i migliori bilanci ambientali) o di tipo punitivo (p.e. rafforzamento del private enforcement nella disciplina del danno ambientale); e possono essere anche indiretti (p.e. incentivi alle imprese di certificazione della qualità sociale o ambientale dell'attività d'impresa)».

<sup>12</sup> M. CAPELLI, R. PENNAZIO, *Dalla Corporate sustainability reporting directive alla Corporate Responsibility Due Diligence: comunicazione di sostenibilità e impatto ambientale*, in *Nuovo dir. soc.*, 2023, 7, 1162. Con riguardo, alla CSDR (su cui *infra*), Confindustria, *Corporate sustainability reporting directive - Nota di Aggiornamento*, 21 dicembre 2021, 3.



dagli investitori<sup>13</sup> e preferite dai consumatori<sup>14</sup> rispetto a quelle che sostenibili non sono<sup>15</sup>.

E – come è ragionevole attendersi nelle economie di mercato – il mezzo che consente all’impresa di giovare di un beneficio economico, in termini di crescita della reputazione tanto verso gli investitori quanto verso i consumatori e, indirettamente, dei finanziamenti raccolti e del fatturato realizzato, è la comunicazione delle proprie politiche sostenibili, ossia la diffusione di *informazioni* sulle proprie scelte *green*<sup>16</sup>. Così, la divulgazione (o pubblicizzazione) dell’impatto ambientale di un’impresa o dei prodotti o servizi che immette sul mercato sta diventando sempre più rilevante anche quale leva competitiva<sup>17</sup> e molte imprese stanno aumentando il relativo apparato

---

<sup>13</sup> Con riguardo all’interesse degli investitori rispetto alla sostenibilità, si rinvia, *ex multis*, a D.C. ESTY, Q. KARPILOW, *Harnessing Investor Interest in Sustainability: The Next Frontier in Environmental Information Regulation*, in *Yale Journal on Regulation*, 2019, 36, 625 ss.

<sup>14</sup> Il successo dei prodotti eco-sostenibili dipende in gran parte dalla propensione all’acquisto dei consumatori; in tale senso, si veda il *Consumer market study on environmental claims for non-food products* della Commissione Europea del luglio 2014 ([https://commission.europa.eu/publications/environmental-claims-non-food-products\\_en](https://commission.europa.eu/publications/environmental-claims-non-food-products_en)) ove si legge: «Green products have the advantage of combining societal benefits of reduced environmental damage with higher satisfaction of consumers. There can be also relevant economic benefits for consumers, notably through more efficient use of resources, energy savings or a longer lifetime of products».

<sup>15</sup> Si è usata la formula «dovrebbero» e non, invece, «devono», poiché si tratta come ricordato *supra* nt. 11 di un assunto, che può essere condiviso o meno, ma che è stato senz’altro posto al centro della politica del diritto dell’UE in materia.

<sup>16</sup> F. BERTELLI, *I green claims*, cit. 286; M. CAPELLI, R. PENNAZIO, *Dalla Corporate sustainability reporting directive*, cit., 1187. In termini generali, il binomio fondamentale per la sostenibilità di impresa è composto da attività di *reporting* e di *disclosure*. Si veda G. STRAMPELLI, *L’informazione non finanziaria tra sostenibilità e profitto*, in *Analisi giur. econ.*, 2022, 1, 147, ove si legge: «(...) un’adeguata disciplina del *sustainability reporting* costituisce un necessario presupposto per far sì che il dibattito sullo scopo della società ovvero, secondo un’alternativa prospettata, sulla dicotomia tra *stakeholders* e *shareholders*, possa assumere effettiva concretezza ed incidere sulla condotta delle società. (...) [I]noltre, appare innegabile che, in assenza di una *disclosure* in grado di dimostrare il valore creato dalle politiche ispirate a obiettivi ESG, di fatto, queste non sono attuabili, in quanto non troverebbero il consenso di un’ampia parte dei soci, molti dei quali sono prevalentemente orientati al profitto».

<sup>17</sup> Così M. LIBERTINI, *La comunicazione pubblicitaria*, cit., 322 ss. che discute de «l’impegno sociale dell’impresa in una prospettiva di competizione fra imprese per la

informativo diretto al mercato<sup>18</sup>. Proprio in questo contesto guadagnano rilevanza le dichiarazioni di sostenibilità ambientale formulate dalle imprese, le quali mirano a focalizzare l'attenzione del pubblico sulle proprie pratiche, prodotti e servizi sostenibili. Tale informazione “verde” può essere diffusa per mezzo di vari canali, tra cui bilanci di sostenibilità, dichiarazioni non finanziarie, codici etici e codici di condotta, o messaggi pubblicitari<sup>19</sup>. Le asserzioni ambientali possono poi essere veicolate da una singola impresa o dipendere dall'uso di marchi ambientali (o di sostenibilità) – che si presentano nelle forme di marchi di fiducia, marchi di qualità o marchi equivalenti – volti a distinguere e promuovere prodotti, processi o imprese, per via dei loro aspetti *green*<sup>20</sup>.

Naturalmente, fintantoché alle dichiarazioni ambientali corrisponde un collegamento con politiche imprenditoriali sostenibili effettivamente adottate non vi è nulla di critico. Un loro uso

---

costruzione di *best practices* e per la conquista del maggior consenso sociale possibile (...))»

<sup>18</sup> In argomento, C. MAGLI, *Pratiche commerciali scorrette e rimedi civilistici nel contesto della responsabilità sociale d'impresa*, in *Contr. Impr.*, 2019, 2, 716; A. Troisi, *La comunicazione ambientale: il greenwashing dietro la sostenibilità*, in *Analisi giur. econ.*, 2022, 1, 353 ss.

<sup>19</sup> La definizione di *green claims* – in italiano, asserzioni ambientali o dichiarazioni ecologiche – è rinvenibile in Commissione europea, *Orientamenti per l'attuazione/applicazione della direttiva 2005/29/ce relativa alle pratiche commerciali sleali*, COM(2016) 320 final, § 5, che recita: «Le espressioni “asserzione ambientale” e “dichiarazione ecologica” si riferiscono alla pratica di suggerire o in altro modo dare l'impressione (nell'ambito di una comunicazione commerciale, del marketing o della pubblicità) che un prodotto o un servizio abbia un impatto positivo o sia privo di impatto sull'ambiente o sia meno dannoso per l'ambiente rispetto a prodotti o servizi concorrenti». Al riguardo, si vedano poi, *ex multis*, B. POZZO, *I green claims, l'economia circolare e il ruolo dei consumatori nella protezione dell'ambiente: le nuove iniziative della Commissione UE*, in *Riv. giur. amb.*, 2020, 4, 707 ss.; G. GREGORI, *I Green Claim e la deriva del “Greenwashing”: gli orientamenti delle autorità competenti per contrastare il fenomeno*, in *Rassegna di diritto farmaceutico e della salute*, 2020, 239 ss.; F. BERTELLI, *I green claims*, cit., 286 ss.; G. MARCATAJO, *Trasparenza del mercato, tutela del consumatore e greenwashing*, in *Jus*, 2022, 6, 184 ss.

<sup>20</sup> In tal senso, si esprime anche la Commissione europea nell'ambito della Relazione di accompagnamento della Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio sull'attestazione e sulla comunicazione delle asserzioni ambientali esplicite (direttiva sulle asserzioni ambientali), COM(2023) 166 final, 4.

strumentale, volto per l'appunto ad avere un ritorno di immagine ingiustificato, può invece provocare un effetto distorsivo tanto sul processo decisionale dei consumatori quanto sul mercato in cui si trovano ad operare i concorrenti<sup>21</sup>. Più in generale, come noto, mercati efficienti e una concorrenza che possa dirsi corretta richiedono un'informazione accurata e veritiera<sup>22</sup>. La convergenza di interessi rispetto ad un agire sostenibile solleva dunque rischi di condotte da parte delle imprese che si rappresentano come «sostenibili» pur non essendolo, o essendolo solo parzialmente. Questo fenomeno, noto come *greenwashing*<sup>23</sup>, rappresenta un problema di rilevanza sempre maggiore. Negli ultimi anni, l'attenzione verso le imprese che si attribuiscono indebitamente un'immagine di responsabilità ambientale è aumentata significativamente, anche grazie al clamore risultato da alcuni casi eclatanti. Un esempio emblematico è il cosiddetto scandalo *Dieselgate*, che ha coinvolto la casa automobilistica Volkswagen<sup>24</sup>. L'impresa di Wolfsburg è stata infatti accusata di manipolare i dati sulle emissioni inquinanti dei propri veicoli diesel, presentandoli come conformi agli standard ambientali quando in realtà non lo erano<sup>25</sup>. Questa discrepanza tra le affermazioni sostenute e le reali prestazioni dei prodotti evidenzia il rischio concreto di distorsione delle informazioni, rientrando perfettamente nella sfera dei cosiddetti *green claims*.

---

<sup>21</sup> In argomento, M.E. PORTER, M.R. KRAMER, *Strategy & Society. The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility*, in *Harv. Bus. Rev.*, 2006, 80 ss.; A. BECKERS, *The Regulation of Market Communication and Market Behaviour: Corporate Social Responsibility and the Directives on Unfair Commercial Practices and Unfair Contract Terms*, in *Common Mark. Law. Rev.*, 2017, 475 ss.

<sup>22</sup> In tal senso, si vedano, *ex multis*, M. ARMSTRONG, Z. JIDONG, *Consumer Information and the Limits to Competition*, in *Am. Econ. Rev.*, 2022, 112, 534 ss.

<sup>23</sup> Per un inquadramento del fenomeno e un'analisi dell'origine del termine *greenwashing*, si veda *infra*, § 3.

<sup>24</sup> Agcm, provvedimento PS10211 - *Volkswagen-Emissioni inquinanti autoveicoli Diesel*, 4 agosto 2016, §§ 91-93.

<sup>25</sup> Al riguardo, si vedano A. SIANO *et Al.*, *'More than Words': Expanding the Taxonomy of Greenwashing after the Volkswagen Scandal*, in *J. Bus. Research*, 2017, 71, 27 ss.; S. GOBBATO, *Dieselgate: The Italian Chapter*, in *Eu. Comp. and Reg. L. Rev.*, 2021, 5, 407 ss.; F. BERTELLI, *Dealing with the Dieselgate Scandal in the US and EU*, in *It. L. J.*, 2021, 7, 619 ss.

In definitiva, il motto “la pubblicità è l’anima del commercio”, che pur si è affermato con valori di riferimento dell’impresa in parte diversi, mantiene la sua validità anche nel contesto imprenditoriale e culturale attuale. Infatti, il crescente valore attribuito alla sostenibilità ambientale fa sì che le imprese siano sempre più incentivate a mettere in mostra la propria eco-sostenibilità, accanto a – o addirittura al posto di – altre caratteristiche più tradizionali. Inoltre, negli anni della sostenibilità, resta concreta anche l’eventualità che le imprese facciano un uso opportunistico delle comunicazioni con cui si rivolgono al mercato, diffondendo informazioni false e fuorvianti pur di apparire *green*.

L’uso strumentale di *green claims*, ossia di informazioni connesse alla responsabilità sociale nella sua dimensione di sostenibilità ambientale, verrà dunque discusso nel presente contributo in una prospettiva di tutela dell’informazione che deve circolare nel mercato, affinché quest’ultimo possa dirsi efficiente<sup>26</sup>.

Il lavoro prende le mosse da un rapido esame delle misure adottate o proposte a livello europeo sull’informazione al mercato relativa alla sostenibilità ambientale, nel senso dell’introduzione di obblighi in capo a determinate società. Tale disamina da un lato conferma la crucialità del portato informativo rispetto a una svolta verso la sostenibilità della *governance* societaria e, dall’altro lato, consente di tracciare una correlazione tra obblighi informativi – e, in particolare, la comunicazione dell’operare sostenibile *al* mercato – e la tutela *del* mercato. Successivamente ci si sofferma sulla definizione del fenomeno del *greenwashing* e sulle direttive che, nell’ambito della tutela e della responsabilizzazione dei consumatori, mirano direttamente a contrastarlo. Ci si concentra poi sugli strumenti giuridici a tutela del mercato che indirettamente possono contribuire ad arginare le condotte di *greenwashing*, la cui rilevanza aumenta di pari passo a quella della *governance* sostenibile. Anche grazie al commento di

---

<sup>26</sup> Si userà nel prosieguo anche l’espressione più generale «tutela del mercato». Si è scelto di non approfondire il ruolo del diritto antitrust, partendo dall’assunto che la manipolazione dell’informazione come discussa nel presente contributo possa rappresentare una violazione di tale settore normativo – e, in particolare, un abuso di posizione dominante o un cartello – in circostanze limitate, non attenendo all’offerta, bensì alla domanda. Al riguardo, si rinvia a M. COLANGELO, M. MAGGIOLINO, *La manipolazione dell’informazione come illecito antitrust*, in *Riv. dir. comm.*, 2019, 1, 159 ss.

alcune decisioni italiane ed estere, si discute nello specifico del ruolo delle normative relative alle pratiche commerciali scorrette (prendendo a riferimento la normativa a tutela dei consumatori, ma facendo altresì cenno ai rimedi privatistici che trovano fondamento nel Codice di Autodisciplina della Comunicazione Commerciale), alla pubblicità ingannevole e alla concorrenza sleale. Il lavoro si conclude considerando l'attuale interazione degli strumenti a tutela del mercato nella lotta al *greenwashing*, valutandone i punti di forza e di debolezza, e vagliando, al contempo, il possibile ruolo dei marchi di sostenibilità. In breve, il presente lavoro illustra come l'intervento euro-unitario abbia alimentato il valore dei *green claims* e come, complementariamente, sia sorto un incentivo alla diffusione di *green claims* falsi o fuorvianti. A fronte di questo contesto, procede dunque con una valutazione degli strumenti normativi a tutela del mercato, recenti e passati, che possono essere utilizzati per contrastare il fenomeno del *greenwashing*.

L'analisi muove dalla consapevolezza che – ad eccezione delle Direttive sulla responsabilizzazione dei consumatori per la transizione verde e sull'attestazione e sulla comunicazione delle asserzioni ambientali di prossima adozione<sup>27</sup> – non sono previste, nell'alveo della tutela del mercato, specifiche norme giuridiche a contrasto del *greenwashing*; tuttavia, gli strumenti richiamati pocanzi, volti a garantire, in termini generali, un'informazione accurata e, quindi, un corretto funzionamento dei mercati, possono senz'altro contribuire al contrasto di questa forma di distorsione dell'informazione.

È poi importante ricordare che non si tratta degli unici strumenti offerti dall'ordinamento giuridico nel senso di una prevenzione o di una condanna del *greenwashing* ma, per mantenere coerenza interna, il presente lavoro si concentrerà esclusivamente sugli strumenti a tutela del mercato, senza discutere di altri rimedi civilistici – si pensi ai profili

---

<sup>27</sup> Si potrebbe obiettare che tali direttive siano (*rectius* saranno) la soluzione al problema discusso. Tuttavia, il loro impatto è limitato, poiché esse di fatto intervengono sulla disciplina delle pratiche commerciali scorrette, senza introdurre principi generali diversi da quelli già esistenti. Al riguardo, si rinvia *infra*, al § 3.

risarcitori derivanti, ad esempio, dalla diffusione di informazioni false al pubblico<sup>28</sup> – o di rimedi di altra natura<sup>29</sup>.

## 2. Gli obblighi informativi UE in tema di sostenibilità

In sede euro-unitaria, almeno sin dal 2001<sup>30</sup>, si è affermata l'esigenza di rendere conto al pubblico della gestione sostenibile (e, quindi, anche “verde”) delle imprese<sup>31</sup>. Esigenza che è andata

---

<sup>28</sup> Al riguardo, si veda F. CESAREO, G. PIROTTA, *Il greenwashing nella lotta al climate change. Fondamenti sostanziali giusprivatistici e tutela risarcitoria collettiva*, in *Riv. di BioDiritto*, 2023, 2, 217 ss., ove più completi riferimenti bibliografici. Una disamina di alcuni dei rimedi civilistici offerti dal nostro ordinamento rispetto al *greenwashing* è reperibile in M. Tommasini, *Green claim e sostenibilità ambientale. Le tutele ed i rimedi apprestati dall'ordinamento contro le pratiche di greenwashing*, in *Il diritto di famiglia e delle persone*, 2023, 2, 858 ss.

<sup>29</sup> Si pensi, ad esempio, alla possibilità che una condotta di *greenwashing* configuri un reato (in particolare reato di frode *ex art.* 515 c.p.). In tal senso, tra l'altro, Cass., sez. pen., 22 marzo 2016, n. 35387, ove si legge: «Integra il reato di frode in commercio la vendita di un prodotto con certificazione di produzione biologica ma non tale – nella specie arance – ed è irrilevante il profitto o il danno, che risultano estranei alla struttura del reato, ed è perciò ininfluenza che al compratore sia consegnata merce il cui costo di produzione sia pari o anche superiore al costo di quella dichiarata ed abbia lo stesso o un maggiore potere nutritivo»; nonché, al di fuori del nostro ordinamento, Cour de cassation, Chambre criminelle, 6 octobre 2009, 08-87.757. Al riguardo, si rinvia a I. RIVA, *Comunicazione di sostenibilità e rischio di Greenwashing*, in *Riv. dir. alim.*, 2023, 1, 59, ove più completi riferimenti bibliografici.

<sup>30</sup> Ancor prima, si veda, ad esempio, Parlamento europeo, *Risoluzione sulle norme comunitarie applicabili alle imprese europee che operano nei PVS: verso un codice di condotta europeo*, in GU C 104, 14.04.1999, p. 0180, ove al § 6 si legge «[...] in base ai codici di condotta volontari, le aziende europee dovrebbero ottemperare alle norme comunitarie in materia di ambiente, benessere degli animali e sanità».

<sup>31</sup> Nel 2001, la Commissione europea ha pubblicato un *Green Paper* (Commissione europea, *Green Paper - Promoting a European framework for Corporate Social Responsibility*, cit.) volto a promuovere un modello di *corporate social responsibility* per le imprese operanti nell'UE, che comprende, nella sua dimensione *esterna*, anche la tutela dell'ambiente. In tale documento, si identificava l'esigenza di un'attività di *reporting* sociale e ambientale per rendere le imprese responsabili e riconoscibili e, più nello specifico, di standardizzare le informazioni fornite ai primi fondi di investimento socialmente responsabili. È interessante evidenziare come tra le motivazioni per le quali un'impresa dovrebbe essere interessata in investire nella propria *corporate social responsibility*, la Commissione identificava la crescita della sua competitività.

rafforzandosi negli anni tanto nel senso di un incremento della divulgazione da parte delle imprese di informazioni sociali e ambientali che debbono essere concrete ed efficaci, quanto nel senso di un riconoscimento dell'importanza di detta divulgazione come elemento di responsabilità verso il pubblico (consumatori e investitori) e verso le altre imprese<sup>32</sup>.

Senza pretesa di esaustività si intendono ora brevemente richiamare i più importanti obblighi informativi connessi alla sostenibilità ambientale posti in capo ad imprese a livello europeo<sup>33</sup>, poiché essi,

---

<sup>32</sup> Nel 2011, la Commissione ha pubblicato una comunicazione volta a definire una strategia rinnovata per la *corporate social responsibility*, dove ha, tra l'altro, formulato una nuova definizione di CSR come «the responsibility of enterprises for their impacts on society» e ha identificato come fondamentale la necessità di incrementare la divulgazione da parte delle imprese di informazioni sociali e ambientali, concrete e efficaci, in quanto rappresenta un elemento di responsabilità tanto rispetto al pubblico quanto rispetto alle altre imprese; European Commission, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, *A renewed EU strategy 2011-14 for Corporate Social Responsibility*, COM(2011) 681 final, § 4.5. Sono poi intervenute, nel 2013, due Risoluzioni del Parlamento europeo in relazione alle politiche di divulgazione delle informazioni, che stabiliscono che le imprese dovrebbero diffondere informazioni sulla sostenibilità, anche ambientale, al fine di identificare i rischi di sostenibilità e aumentare la fiducia degli investitori e dei consumatori. Ciò poiché la divulgazione di informazioni non finanziarie è fondamentale per gestire il cambiamento verso imprese sostenibili all'interno di un'economia globale sostenibile, combinando la redditività a lungo termine con la giustizia sociale e la protezione dell'ambiente; *Risoluzione del Parlamento europeo del 6 febbraio 2013 sulla responsabilità sociale delle imprese: promuovere gli interessi della società e un cammino verso una ripresa sostenibile e inclusiva* (2012/2097(INI)), in GU, 22.1.2016, 33–48; e *Risoluzione del Parlamento europeo del 6 febbraio 2013 sulla responsabilità sociale delle imprese: comportamento commerciale trasparente e responsabile e crescita sostenibile* (2012/2098(INI)), in GU, 22.1.2016, 28–33.

<sup>33</sup> Prima ancora delle misure oggetto di commento, sono state adottate altre previsioni, come la quarta direttiva sui conti annuali (Direttiva 2003/51/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2003 che modifica le direttive 78/660/CEE, 83/349/CEE, 86/635/CEE e 91/674/CEE relative ai conti annuali e ai conti consolidati di taluni tipi di società, delle banche e altri istituti finanziari e delle imprese di assicurazione 2003/51/CE), che impone alle società di capitali di divulgare nelle relazioni annuali informazioni riguardanti l'ambiente nella misura necessaria per comprendere l'andamento, le prestazioni o la situazione dell'impresa. Si tratta di un'obbligazione di natura estremamente generica e priva di mordente che è stata recepita, nell'ordinamento italiano, tramite il D.lgs. 32/2007, nell'art. 2428, co. 2, c.c.

come si vedrà, rappresentano a tutti gli effetti il quadro di riferimento per un'impresa che voglia dirsi sostenibile, anche tramite messaggi pubblicitari<sup>34</sup>. In altre parole, il presente lavoro considera tali norme come 'cornice' entro la quale valutare le pratiche di *greenwashing*, viste come deviazioni distorsive dal corretto funzionamento del mercato.

Un primo intervento significativo può essere rinvenuto nella cosiddetta Direttiva sulla dichiarazione non finanziaria (NFRD)<sup>35</sup>, che introduce disposizioni in materia di informazione non finanziaria<sup>36</sup> applicabili a determinati tipi di imprese, ossia alle imprese di grandi

---

<sup>34</sup> Se, anche a livello nazionale, sono presenti norme che impongono obblighi di rendicontazione – si pensi, ad esempio, alla c.d. Legge sulle Società Benefit, L. 28-12-2015 n. 208, Commi 376-384, pubblicata in Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge di stabilità 2016), in G.U. 30 dicembre 2015, n. 30 – il quadro regolamentare cui fare riferimento è senz'altro quello UE. Per un inquadramento della legislazione europea, si rinvia a A. Brozzetti, *La transizione verde europea e lo sviluppo sostenibile: rinnovate coordinate di fondo per sistema finanziario e imprese*, in *Dir. banc. fin.*, 2022, 3, 411 ss.

<sup>35</sup> Direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 22 ottobre 2014, recante modifica della direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni (NFRD), in G.U. L 330, 15.11.2014, p. 1–9. Con riguardo alla disciplina dell'informazione non finanziaria, si veda E. Bellisario, *Rischi di sostenibilità e obblighi di disclosure: il d.lgs. n. 254/16 di attuazione della dir. 2014/95/UE*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2017, 1, 19 ss.; S. BRUNO, *Dichiarazione «non finanziaria» e obblighi degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2018, 63, 974 ss.; M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019, 64, 993 ss.; S. FORTUNATO, *L'informazione non-finanziaria nell'impresa socialmente responsabile*, in *Giur. comm.*, 2019, 46, I, 415 ss., ove si legge «indubbiamente la divulgazione delle informazioni non finanziarie con riguardo ai temi ambientali, sociali, di personale dipendente, di diritti umani e diversificazione dei componenti degli organi di *governance* solleva, a livello microeconomico, una delicata questione di *trade-off* tra costi e benefici»; A. GENOVESE, S. ROSSI, *Considerazioni conclusive sulle funzioni dell'informazione non finanziaria*, in *Orizzonti*, 2023, 3, 698 ss.; M. RESCIGNO, *L'evoluzione e il ruolo dell'informazione non finanziaria fra doveri informativi e obblighi gestori*, in *Orizzonti*, 2023, 3, 630 ss.; Si veda altresì l'analisi di E.R. DESANA, *Politiche di dialogo con gli azionisti, equilibrio di genere e fattori ESG: appunti*, in *Governance e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, a cura di M. Callegari, S.A. Cerrato, E.R. Desana, Torino, 2022, 295 ss.

<sup>36</sup> La qualificazione dell'informazione come «non finanziaria» è considerata da molti operatori non corretta «in quanto lascia erroneamente intendere che essa non abbia rilievo sul piano finanziario. Per tale ragione la CSRD utilizza esclusivamente il termine «di sostenibilità». Così G. STRAMPELLI, *op. cit.*, 145-146.



dimensioni<sup>37</sup> che costituiscono enti di interesse pubblico<sup>38</sup>. Una delle principali novità della NFRD è l'introduzione dell'obbligo di fornire informazioni riguardanti (anche) l'ambiente nella misura necessaria per comprendere lo sviluppo, le prestazioni, la posizione e l'impatto delle attività dell'impresa<sup>39</sup>. Ciò significa che le imprese devono non solo comunicare l'impatto delle questioni di sostenibilità sulle loro attività ("rischi interni"), ma anche l'impatto delle loro attività sulla società e sull'ambiente ("rischi esterni"), concetto noto come "doppia rilevanza" (*double materiality*)<sup>40</sup>. Inoltre, la *dichiarazione di carattere non finanziario* prevista dalla NFRD, che può anche essere separata dalla relazione di gestione, deve includere una serie di informazioni, tra cui una concisa esposizione del modello di business dell'impresa, una descrizione delle politiche adottate per affrontare le questioni di sostenibilità, i risultati ottenuti tramite tali politiche, i principali rischi legati a tali questioni e gli indicatori chiave di prestazione non finanziaria<sup>41</sup>.

---

<sup>37</sup> I parametri per qualificare un'impresa come "di grandi dimensioni" sono rinvenibili nella Direttiva (UE) 34/2013, con l'eccezione del numero dei dipendenti che è stato elevato dalla Direttiva (UE) 95/2014 a 500.

<sup>38</sup> La nozione di ente di interesse pubblico si rinviene anch'essa nella Direttiva (UE) 34/2013 e include le imprese con valori mobiliari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato; enti creditizi; imprese di assicurazione; imprese designate dagli Stati membri quali enti di interesse pubblico, ad esempio le imprese che presentano un interesse pubblico significativo per via della natura della loro attività, delle loro dimensioni o del numero di dipendenti (per il nostro ordinamento cfr. art. 16, co. 1, D.lgs. 39/2010, ai sensi del quale sono qualificati come enti di interesse pubblico le società italiane con valori mobiliari negoziati su mercati regolamentati UE, banche e imprese di assicurazione o riassicurazione). Al riguardo, C. MOSCA, C. PICCIAU, *Commento all'art. 2428 (Relazione sulla gestione) Codice Civile, Sezione II: la dichiarazione non finanziaria e la relazione sulla gestione*, in *Comm. c.c. Scialoja Branca*, Galgano, Bologna-Roma, Libro quinto, a cura di M. Irrera, 2022, 452. Con riguardo alla scelta di limitare l'ambito di applicazione dell'obbligo di predisporre la dichiarazione non finanziaria, si vedano M. MAUGERI, *op. cit.*, 1026 ss.; C. ANGELICI, *op. cit.*, 18 ss.

<sup>39</sup> La NFRD è stata definita da C. MOSCA, C. PICCIAU, *op. cit.*, 445, come la prima strategia messa in atto a livello UE avente quale fine ultimo proprio quello di indurre le imprese ad adottare comportamenti responsabili per una crescita sostenibile.

<sup>40</sup> Al riguardo, *ex multis*, S. FORTUNATO, *op. cit.*, 422.

<sup>41</sup> A meno che la divulgazione di tali informazioni sia seriamente pregiudizievole per la posizione commerciale dell'impresa; cfr. Art. 29 *bis* NFRD.

Tra le molteplici criticità riscontrate riguardo alla NFRD, va evidenziato che essa identifica solo un numero contenuto di informazioni minime che debbono essere condivise<sup>42</sup>, non richiede l'uso di uno standard o di un quadro di riferimento specifico per la relazione non finanziaria e non impone ai revisori di assicurare la veridicità delle informazioni divulgate/riportate, rendendo l'informazione veicolata incerta e difficile da confrontare<sup>43</sup>.

Per risolvere alcuni dei problemi della NFRD<sup>44</sup>, è quindi stata adottata nel 2022 la Direttiva sulla rendicontazione societaria di

---

<sup>42</sup> Si rinvia, in particolare, a S. Fortunato, *op. cit.*, 423 ss.

<sup>43</sup> Generando dunque spazi di manovra per pratiche di *greenwashing*. Al riguardo, F. Denozza, A. STABILINI, *Informazione non finanziaria e stakeholder empowerment*, in *Il caleidoscopio dell'informazione*, a cura di P. Marchetti, F. Ghezzi, R. Sacchi, Milano, 2020, 240 ss. Ad ogni buon conto, vi è chi registra una maggiore chiarezza nella NFRD quantomeno per confronto al concetto di sostenibilità applicato all'operato degli amministratori delle società; in questo senso, C. MOSCA, C. PICCIAU, *op. cit.*, 450. Al riguardo, si veda anche G. ALPA, *Responsabilità degli amministratori di società e principio di «sostenibilità»*, in *Contr. impr.*, 2021, 721 ss.; N. CIOCCA, *Sostenibilità dell'attività d'impresa e doveri degli amministratori*, in *Sostenibilità. Profili giuridici, economici e manageriali delle PMI italiane*, a cura di F. MASSA, Torino, 2019, 77 ss. Più in generale, rispetto alle complessità derivanti dalle genericità dei concetti di *corporate social responsibility* e sostenibilità, si rinvia a M. VENTORUZZO, *op. cit.*, 46 ss.; M. Stella RICHTER Jr., *Long-Termism*, in *Riv. soc.*, 2021, 28 ss. È opportuno ricordare che gli obblighi di divulgazione oggetto di discussione non incidono sulla natura dei doveri in capo agli amministratori; al riguardo si rinvia a C. ANGELICI, *op. cit.*, 14 ss.; U. TOMBARI, *Potere e interessi*, cit., 78 ss.; M. MAUGERI, *op. cit.*, 1002 ss.; G. Marasà, *informazione non finanziaria*, in *Il caleidoscopio dell'informazione*, cit., 257 ss.; S. BRUNO, *Dichiarazione «non finanziaria» e obblighi degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2018, 979 ss.; P. SFAMENI, *Disciplina dell'informazione a carattere non finanziario e mercati regolamentati. Problemi e prospettive*, in *L'impresa sostenibile*, a cura di D. Caterino e I. Ingravallo, Bari, 2020, 219 ss.

<sup>44</sup> Peraltro nel 2020 era già intervenuta la c.d. *Taxonomy Regulation* su cui *infra* e, in particolare, l'art. 8 che impone a qualsiasi impresa soggetta all'obbligo di pubblicare informazioni di carattere non finanziario ai sensi della NFRD l'obbligo di includere, nella dichiarazione di carattere non finanziario o nella dichiarazione consolidata di carattere non finanziario, informazioni su come e in che misura le attività dell'impresa sono associate ad attività economiche considerate ecosostenibili.

sostenibilità (CSRD)<sup>45</sup>, che appunto modifica la NFRD<sup>46</sup>, estendendo, in primo luogo, il campo degli obblighi di divulgazione agli enti qualificabili come di interesse pubblico anche se imprese di piccole e medie dimensioni (ad eccezione delle microimprese) e a tutte le società di grandi dimensioni anche se non di interesse pubblico. In secondo luogo, la CSRD interviene sulle informazioni che devono essere divulgate e riportate, incrementandone il livello di dettaglio, rafforzandone la standardizzazione e richiedendo la loro verifica da parte di un revisore legale o di un'impresa di revisione contabile, al fine di rendere le informazioni divulgate affidabili<sup>47</sup>. Questa forma più puntuale e standardizzata di individuazione delle informazioni che una gamma più ampia di imprese devono rendere note non è di poco momento<sup>48</sup>. Per quanto è più rilevante ai fini del presente lavoro, essa contribuisce a definire cosa significhi essere sostenibili, aiutando a sviluppare quella che potrebbe essere una nozione condivisa di sostenibilità, con ciò riducendo i margini di ambiguità che, come tali, possono prestarsi a forme – più o meno volute – di inaccuratezza e manipolazione informativa.

Tornando allo sforzo euro-unitario in tema di obblighi informativi nel senso della sostenibilità, occorre aggiungere che detto intervento ha investito anche i mercati finanziari. A tale riguardo, è importante

---

<sup>45</sup> 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 (CSRD), in G.U. L 322 del 16.12.2022, 15–80.

<sup>46</sup> Con riguardo alla CSRD, di vedano, *ex multis*, A. GENOVESE, *L'armonizzazione del reporting di sostenibilità delle imprese azionarie europee dopo la CSRD*, in *Contr. impr.*, 2023, 88 ss.; G. STRAMPELLI, *op. cit.*, 148 ss.; M. RESCIGNO, *Note sulle regole dell'impresa sostenibile*, cit., 166 ss.

<sup>47</sup> Con riguardo alla doppia materialità, la CSRD, al considerando 29, identifica anche la necessità di «chiarire che le imprese dovrebbero considerare ciascuna prospettiva di rilevanza singolarmente e comunicare sia informazioni che sono rilevanti da entrambe le prospettive sia informazioni che sono rilevanti da una sola prospettiva».

<sup>48</sup> In particolare, le imprese destinatarie crescono di quattro volte, passando da 11.653 a 49.138, stando al Commission Staff Working Document, Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2013/34/EU, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Regulation (EU) No 537/2014, SWD/2021/150 final, § 6.3.5.

menzionare il Regolamento relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari del 2019 (SFDR)<sup>49</sup>, ai sensi del quale i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari, come ivi definiti, sono tra l’altro tenuti a pubblicare sul proprio sito web una serie di informazioni riguardanti le loro politiche sull’integrazione dei fattori di sostenibilità, anche ambientali, nei processi decisionali relativi agli investimenti.

Nel 2020, è stata poi introdotta il cosiddetto Regolamento Tassonomia (Taxonomy Regulation)<sup>50</sup> che, modificando il SFDR, stabilisce i criteri per determinare se un’attività economica possa considerarsi *ecosostenibile*, al fine di individuare il grado di ecosostenibilità di un investimento. Si tratta dunque di una normativa che contribuisce a ulteriormente definire i confini della sostenibilità nella sua accezione ambientale. In particolare, un’attività economica è considerata ecosostenibile se: *i*) contribuisce in modo sostanziale al raggiungimento di uno degli obiettivi ambientali identificati (come la mitigazione dei cambiamenti climatici o la transizione verde verso un’economia circolare<sup>51</sup>), *ii*) non arreca alcun danno ai medesimi obiettivi ambientali<sup>52</sup>; e *iii*) è svolta nel rispetto delle garanzie minime

---

<sup>49</sup> Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, PE/87/2019/REV/1, in G.U. L 317 del 9.12.2019, 1–16.

<sup>50</sup> 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, PE/20/2020/INIT, in G.U. L 198 del 22.6.2020, 13–43. Con riguardo al contesto dei mercati finanziari, si rinvia a M.E. SALERNO, *L’integrazione dei fattori di sostenibilità nelle regole di comportamento dell’intermediario finanziario*, in *Dir. banc. fin.*, 2022, 1 63 ss.; C. MERLE, M. AZZOUZ, Y.W. TOPIN, *EU Social Taxonomy Proposal: Simpler and Meaningful but Half-Way Through*, in *Natixis – Corporate and Investment Banking*, 24 marzo 2022, <<https://gsh.cib.natixis.com>>.

<sup>51</sup> In particolare, gli obiettivi ambientali identificati dal Regolamento Tassonomia sono: la mitigazione dei cambiamenti climatici; l’adattamento ai cambiamenti climatici; l’uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine; la transizione verso un’economia circolare; la prevenzione e la riduzione dell’inquinamento; la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi. Detti obiettivi sono illustrati nel dettaglio agli artt. da 10 a 16 del Regolamento Tassonomia.

<sup>52</sup> Il concetto di ‘danno significativo agli obiettivi ambientali’ è inquadrato all’art. 17 del Regolamento Tassonomia.

di salvaguardia<sup>53</sup>. Inoltre, il Regolamento Tassonomia impone un obbligo informativo in più in capo alle imprese soggette alla NFRD, essendo esse tenute – ai sensi dell’art. 8 – a divulgare informazioni riguardo a come e in che misura le loro attività siano associate ad attività economiche qualificabili come ambientalmente sostenibili. Il regolamento specifica poi le informazioni da divulgare, concentrandosi sulla proporzione del fatturato derivante da prodotti o servizi associati ad attività economiche sostenibili e sulla percentuale delle spese di capitale e operative relative a beni o processi sostenibili. Di fatto, la Taxonomy Regulation fornisce un quadro per facilitare gli investimenti sostenibili, stabilendo un sistema di classificazione unificato e tecnicamente solido. Al contempo, la normativa stabilisce criteri precisi per determinare se un’attività economica possa qualificarsi come sostenibile proprio dal punto di vista ambientale, fornendo così maggiore chiarezza e riducendo i costi per gli investitori. Di conseguenza, a completamento e rafforzamento di quanto si diceva già in relazione alla CSRD, il Regolamento Tassonomia limita ambiguità e fraintendimenti o, meglio, incrementa la certezza in merito a cosa possa dirsi ecosostenibile<sup>54</sup>.

Da ultimo, è importante richiamare la Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDD)<sup>55</sup> che trova le sue radici in una Risoluzione

---

<sup>53</sup> Ossia delle linee guida OCSE destinate alle imprese multinazionali e dei Principi guida delle Nazioni Unite su imprese e diritti umani, inclusi i principi e i diritti stabiliti dalle otto convenzioni fondamentali individuate nella dichiarazione dell’Organizzazione internazionale del lavoro sui principi e i diritti fondamentali nel lavoro e dalla Carta internazionale dei diritti dell’uomo. Cfr. art 18 del Regolamento Tassonomia.

<sup>54</sup> A completamento, è intervenuto anche il Regolamento delegato (UE) 2021/2139 della Commissione, del 4 giugno 2021, che integra il regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio fissando i criteri di vaglio tecnico che consentono di determinare a quali condizioni si possa considerare che un’attività economica contribuisce in modo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici o all’adattamento ai cambiamenti climatici e se non arreca un danno significativo a nessun altro obiettivo ambientale, C/2021/2800, in GU L 442 del 9.12.2021, 1–349.

<sup>55</sup> 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, COM/2022/71 final. Dopo due tentativi falliti, il 15 marzo 2024 il Consiglio dell’Unione Europea ha approvato la direttiva, che deve ora essere approvata dal Parlamento europeo. In commento alla normativa, si vedano, *ex multis*, G. D. MOSCO, R. FELICETTI, Prime *riflessioni sulla proposta di direttiva UE in*

del Parlamento europeo del 2021, ove si identificava l'obiettivo di rendere le imprese più consapevoli, responsabili e attente agli impatti negativi che provocano o ai quali contribuiscono direttamente, individuando nell'imposizione di obblighi di *due diligence* il mezzo per farlo<sup>56</sup>. La CSDD – pur ancora in forma di proposta<sup>57</sup> – è volta a integrare il quadro tracciato dalla NFRD e dalla CSRD, aggiungendo l'obbligo sostanziale per alcune società di adempiere il dovere di diligenza al fine di individuare, prevenire, mitigare e rendere conto degli impatti negativi sui diritti umani e sull'ambiente nelle attività che svolgono, nelle operazioni proprie della società, delle sue controllate e della catena del valore cui partecipano<sup>58</sup>. In altre parole, le società cui si applicherà la CSDD, una volta approvata, dovranno necessariamente essere consapevoli del proprio impatto sulla catena del valore e, in caso esso sia di natura negativa, dovranno anche porre in essere strategie per l'eliminazione o la mitigazione del medesimo. Il rispetto degli obblighi di *due diligence* previsti – che riguardano per l'appunto la tutela

---

*materia di Corporate Sustainability Due Diligence*, in *Analisi giur. econ.*, 2022, 1, 185 ss.; D. LENZI, *Sostenibilità delle imprese e dichiarazioni non finanziarie*, in *Riv. corp. gov.*, 2022, 159 ss.; V. BRINO, *Governance societaria sostenibile e due diligence: nuovi orizzonti regolativi*, in *Lavoro Diritti Europa*, 2022, 2, 2 ss.; L. HÜBNER, V. HABRICH, M.P. WELLER, *Corporate Sustainability Due Diligence*, in *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 2022, 644 ss.; M. STELLA RICHTER JR., *Corporate Sustainability Due Diligence: noterelle semiserie su problemi serissimi*, in *Riv. soc.*, 2022, 714 ss.; M.C. ZARRO, *Tutela dell'ambiente e responsabilità dell'impresa nella recente Proposta di direttiva sulla due diligence aziendale*, in *Rass. dir. civ.*, 2022, 1212 ss.; L. VENTURA, *Corporate Sustainability Due Diligence and the New Boundaries of the Firms in the European Union*, in *Eu. Bus. L. Rev.*, 2023, 239 ss.

<sup>56</sup> *Risoluzione del Parlamento europeo del 10 marzo 2021 recante raccomandazioni alla Commissione concernenti la dovuta diligenza e la responsabilità delle imprese (2020/2129(INL))*, in GU C 474, 24.11.2021, 11–40. Per una disamina dei provvedimenti europei in materia di *due diligence*, si rinvia a F. Urbani, *Rassegna dei principali interventi legislativi, istituzionali e di policy a livello europeo in ambito societario, bancario e dei mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 2021, 195 ss.

<sup>57</sup> Lo scorso 15 marzo 2024 il Consiglio dell'Unione europea ha approvato la CSDD, in una versione rivista. La CSDD deve ora essere approvata dal Parlamento europeo.

<sup>58</sup> Così recita l'art. 6 della CSDD. Al riguardo, si veda C.G. CORVESE, *La proposta di direttiva sulla Corporate Sustainability Due Diligence e i suoi (presumibili) effetti sul diritto societario italiano*, in *Atti del Convegno – Orizzonti*, 2023, 3 ss.

dell'ambiente (e dei diritti umani) – sarà preconditione per l'accesso al mercato interno. Se è senz'altro vero che il sistema *ad hoc* previsto dalla CSDD impatta radicalmente sull'organizzazione societaria delle imprese interessate introducendo obblighi di diligenza, che includono anche oneri di trasparenza, è aperto il dibattito circa la relazione tra la CSDD e la CSDR. In termini generali, si può ritenere che, per le società già destinatarie degli obblighi introdotti dalla CSRD, la CSDD regoli le fasi del processo che precedono l'attività di *reporting* vero e proprio<sup>59</sup>; mentre per le società non vincolate dagli obblighi di comunicazione di cui alla CSRD, la CSDD preveda un generico obbligo di riferire sulle materie disciplinate dalla medesima tramite pubblicazione di una dichiarazione annuale sul proprio sito web<sup>60</sup>.

### 2.1. (segue) e loro rilevanza ai fini della tutela della corretta comunicazione d'impresa

La recente introduzione di obblighi informativi *green* da parte delle istituzioni dell'UE rappresenta un passo avanti significativo anche ai fini della tutela della corretta comunicazione d'impresa. Sebbene questi obblighi non coinvolgano la totalità delle imprese e, in alcuni casi, richiedano alle imprese destinatarie la *disclosure* di comportamenti che le medesime intraprendono volontariamente<sup>61</sup>, essi segnano un punto di partenza fondamentale per incentivare un cambio di paradigma. Inoltre, pur essendo le disposizioni in discussione non direttamente integrate

---

<sup>59</sup> Al riguardo, M. LIBERTINI, *Sulla proposta di Direttiva UE su «Dovere di diligenza e responsabilità delle imprese»*, in *Riv. soc.*, 2021, 325 ss.; P. MONTALENTI, *Il diritto societario europeo*, in *Nuovo dir. soc.*, 2022, 963 ss.; C.G. CORVESE, *La sostenibilità ambientale e sociale delle società nella proposta di Corporate Sustainability Due Diligence Directive (dalla «insostenibile leggerezza» dello scopo sociale alla «obbligatoria sostenibilità» della due diligence)*, in *Banca imp. soc.*, 2022, 391 ss.

<sup>60</sup> Cfr. art. 11 CSDD.

<sup>61</sup> Così C. MOSCA, C. PICCIAU, *op. cit.*, 446, che affermano che il carattere volontario non deve però essere sottostimato, poiché, quantomeno nel contesto della dichiarazione non finanziaria, «il principio del *comply or explain* dovrebbe indurre anche le imprese meno sensibili alle tematiche (...) ad avviare una riflessione interna necessaria almeno al fine di rappresentare al mercato le scelte effettuate (o non effettuate)». Al riguardo, si veda anche N. RONDINONE, *Interesse sciale vs. interesse «sociale» nei modelli organizzativi di gruppo presupposti dal d.lgs. n. 254/2016*, in *Il caleidoscopio dell'informazione*, cit., 270 ss.

con le norme a tutela del mercato, solo una loro lettura congiunta consente una valorizzazione dell'apparato regolamentare UE e una migliore comprensione delle logiche di mercato.

In primo luogo, e come si è già segnalato, gli interventi del legislatore euro-unitario – e, in particolare, il Regolamento Tassonomia e la CSRD – stanno contribuendo a formare una nozione condivisa e standardizzata di sostenibilità, anche ambientale, che pare rilevare a prescindere dal portato delle singole norme, stabilendo una sorta di parametro per cui l'impresa può dirsi o meno sostenibile. In altre parole, per valutare se un'impresa che si professa sostenibile ambientalmente lo sia effettivamente, è necessario fare riferimento a questo insieme di direttive e regolamenti. Di conseguenza, il concetto di sostenibilità d'impresa – valido anche laddove sia oggetto di un *green claim* potenzialmente ingannevole – è enucleato nel descritto *corpus* normativo pur dettato a fini differenti dalla tutela del mercato su cui ci si soffermerà nel prosieguo. Così, ad esempio, nell'esaminare la correttezza della comunicazione pubblicitaria di un'impresa che afferma di impegnarsi nella prevenzione e riduzione dell'inquinamento, occorrerà verificare se le azioni dell'impresa risultano coerenti con quanto previsto dalla Taxonomy Regulation<sup>62</sup>.

In secondo luogo, come ricordato nell'introduzione, l'intervento euro-unitario ha consacrato l'idea, già diffusa tra alcune imprese che avevano agito volontariamente nel senso della sostenibilità, secondo cui essere *green* sarebbe un merito da premiare da parte di chi vuole allocare i propri capitali, attraverso finanziamenti e scelte di consumo. Ebbene, una volta che questo segnale viene trasmesso al mercato è ragionevole attendersi quello che nei fatti sta già accadendo, ossia che sempre più imprese cerchino di accreditarsi come *green*, siano esse

---

<sup>62</sup> Il Regolamento Tassonomia, come ricordato, identifica alcuni obiettivi ambientali, che ricomprendono tra l'altro la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento; cfr. *supra* nt. 51 ove tali obiettivi sono elencati. Peraltro, nel commentare l'avanzamento del sistema giuridico UE, si è osservato come la mancanza di una definizione comune di sostenibilità d'impresa e, nello specifico, di «finanza sostenibile» rappresentasse una delle principali lacune e ostacoli all'attuazione di un approccio armonizzato in materia; così M. SIRI, S. ZHU, *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, in *Banca imp. soc.*, 2020, 13-14.



sottoposte o meno a un obbligo informativo in tal senso<sup>63</sup>. Ed in effetti – a rischio di affermare l’ovvio – le regole dell’UE non vietano certo che anche le imprese che non sono destinatarie di tali obblighi adottino dichiarazioni a sfondo ambientale<sup>64</sup>. Anzi, l’obiettivo 12.6 dell’Agenda 2030 per uno sviluppo sostenibile è proprio quello di incentivare tutte le imprese a adottare pratiche sostenibili e ad integrare informazioni sulla sostenibilità nel loro ciclo di comunicazioni<sup>65</sup>. Così, la divulgazione di informazioni relative alla sostenibilità ambientale delle imprese, dei loro cicli produttivi e dei beni che propongono sul mercato rappresenta sovente una scelta di *disclosure volontaria*<sup>66</sup>, che sottende una decisione strategica volta ad orientare i comportamenti dei consumatori e degli investitori. Questi ultimi, infatti, si rivelano sempre più attenti alle tematiche sociali e ambientali, senza contare che la promozione di un’immagine sostenibile dell’impresa può servire a

---

<sup>63</sup> Così, tra l’altro, A. PISTILLI, *Il green-washing tra pubblicità ingannevole e pratica commerciale scorretta: quando può dirsi atto di concorrenza sleale?*, in *Il dir. ind.*, 2022, 4, 382.

<sup>64</sup> Non solo, sempre con riguardo all’informazione non finanziaria, vi è chi registra come una tendenza alla *disclosure* fosse sorta prima dell’introduzione di obblighi euro-unitari dimostrando così l’esistenza di un interesse del mercato alla conoscenza dei comportamenti dei soggetti economici in relazione a tematiche di interesse sociale. Così C. MOSCA, C. PICCIAU, *op. cit.*, 447. Al riguardo, si vedano anche S. FORTUNATO, *op. cit.*, 417 ss.; D. AHERN, *Turning Up the Heat? EU Sustainability Goals and the Role of Reporting under the Non-Financial Reporting Directive*, in *ECFR*, 2016, 13, 600 ss.

<sup>65</sup> L’Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile è un programma d’azione per le persone, il pianeta e la prosperità. Approvata il 25 settembre 2015 dall’Assemblea Generale delle Nazioni Unite, l’Agenda 2030 è composta da 17 Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile, noti come *Sustainable Development Goals* (SDGs). Questi obiettivi sono parte di un piano d’azione più ampio che comprende 169 target correlati, volti a migliorare le condizioni ambientali, economiche, sociali e istituzionali entro il 2030.

<sup>66</sup> Peraltro, l’art. 7 D.lgs. 254/2016 – in attuazione della direttiva 2014/95/UE – consentiva espressamente ai soggetti non obbligati a predisporre la dichiarazione non finanziaria a farlo su base volontaria, potendo apporre sulla dichiarazione una dicitura di conformità alle previsioni del decreto; al riguardo, L. Marchegiani, *Riflessioni su informazione non finanziaria, comunicazione di impresa e fiducia degli stakeholders*, in *Oss. dir. civ. e comm.*, 2021, 117 ss.

distogliere l'attenzione pubblica da condotte di segno opposto<sup>67</sup>, dalle quali potrebbe invece discendere un danno reputazionale<sup>68</sup>.

Di conseguenza, considerare pleonastica la conoscenza degli obblighi informativi imposti a livello UE comporta il rischio di trascurare gli effetti sistemici che tali normative producono, come se il valore della sostenibilità imposto alle imprese di maggiori dimensioni non potesse influenzare l'intero sistema imprenditoriale e il mercato, trasmettendo l'importanza dell'agire sostenibile anche alle altre imprese e stabilendo una nozione di sostenibilità che ha validità indipendentemente dalla natura dell'impresa.

È anche vero che il mancato adempimento degli specifici obblighi informativi elaborati in sede europea renderà responsabili solo le imprese soggette a tali obblighi. Tuttavia, ciò non toglie che queste imprese come tutte quelle che effettuano comunicazioni *green* su base volontaria siano soggette a quella disciplina che, tutelando sia la circolazione di un'informazione vera e corretta nel mercato sia la correttezza dei rapporti tra imprenditori, punisce le affermazioni ambientali ingannevoli. In queste circostanze, dunque, i rimedi giuridici a disposizione saranno quelli previsti per qualsiasi altra forma di messaggio falso o fuorviante indirizzato al mercato, fatte salve la già richiamata nozione di sostenibilità ambientale d'impresa e alcune misure che integrano il quadro generale tenendo in specifica considerazione il contesto della tutela ambientale in cui ci si muove, che verranno richiamate nel prosieguo<sup>69</sup>.

In questa prospettiva, si rende dunque necessario definire più chiaramente la pratica del c.d. *greenwashing*, che interessa qualsiasi tipo di impresa che fornisca al mercato dichiarazioni ambientali false e fuorvianti, e di analizzare i recenti strumenti UE volti a contrastare questo fenomeno, ossia la proposta di direttiva sulle asserzioni

---

<sup>67</sup> In tale direzione, si veda B. SJÅFJELL, *If Not Now, When? European Company Law in a Sustainable Development Perspective*, in *Eur. Co. Law*, 2010, 189 ss.

<sup>68</sup> F. BERTELLI, *I green claims*, cit., 287.

<sup>69</sup> Le norme in questione saranno discusse infra, §3. In termini strategici, negli *Orientamenti per l'attuazione/applicazione della direttiva 2005/29/CE*, cit., la Commissione europea ha affermato: «i professionisti devono presentare le loro dichiarazioni ecologiche in modo chiaro, specifico, accurato e inequivocabile, al fine di assicurare che i consumatori non siano indotti in errore; [...] devono disporre di prove a sostegno delle loro dichiarazioni ed essere pronti a fornirle alle autorità di vigilanza competenti in modo comprensibile qualora la dichiarazione sia contestata».

ambientali (o *green claims*)<sup>70</sup>, e la direttiva sulla responsabilizzazione dei consumatori per la transizione verde, adottata dal Parlamento europeo il 16 gennaio 2024. Queste disposizioni, nel complesso, mirano infatti a migliorare la tutela contro le pratiche commerciali sleali e a fornire informazioni più accurate ai consumatori.

### 3. *Inquadramento del fenomeno del greenwashing*

Finora si è evidenziato come nell'era in cui la sostenibilità non è soltanto un principio etico, ma – secondo la politica del diritto portata avanti a livello UE – anche un elemento fondamentale per il successo aziendale<sup>71</sup> e, in determinati frangenti, un obbligo normativo, occorra, oltre a dover comprendere la complessità delle dinamiche che coinvolgono la gestione sostenibile dell'impresa e l'importanza della comunicazione al mercato di tale gestione, prestare adeguata attenzione ai contenuti e alle modalità con cui interviene detta comunicazione e, di conseguenza, considerare il rischio di deviazioni verso fenomeni di *greenwashing*, che costituiscono a tutti gli effetti pratiche di (dis)informazione al mercato.

A tal fine, è necessario innanzitutto soffermarsi sulla nozione di «*greenwashing*». Ebbene, anche se l'attenzione rispetto alla comunicazione “verde” è cresciuta esponenzialmente negli ultimi anni, il termine *greenwashing* risale a uno scritto di Jay Westerveld del 1986 ed è stato coniato facendo riferimento alla prassi – ad oggi estremamente diffusa tra le strutture alberghiere – di invitare gli utenti a non richiedere il lavaggio degli asciugamani per contribuire alla salvaguardia dell'ambiente<sup>72</sup>. Jay Westerveld, infatti, sosteneva come

---

<sup>70</sup> Lo scorso 12 marzo 2024, il Parlamento europeo ha adottato in prima lettura la sua posizione sulla proposta di direttiva.

<sup>71</sup> Come ricordato a più riprese, tale prospettiva può non essere condivisa ma trova fondamento nell'impostazione alla base della politica del diritto dell'UE che lega a doppio filo l'incremento della sostenibilità ambientale delle imprese al loro successo; al riguardo si rinvia *supra* nt. 11.

<sup>72</sup> Per una ricostruzione del termine *greenwashing*, nelle sue diverse accezioni e declinazioni, si vedano B. WATSON, *The troubling evolution of corporate greenwashing*, in *The Guardian*, 20 agosto 2016, <<https://www.theguardian.com/sustainable-business/2016/aug/20/greenwashing-environmentalism-lies-companies>>; S. VIEIRA DE FREITAS NETTO *et al.*, *Concepts and Forms of Greenwashing: A Systematic Review*, in *Environ. Sc. Eu.*, 2020, 32, 19;

questa richiesta, che sulle prime poteva intendersi come meritoria, servisse invece ad ammantare di virtù<sup>73</sup> (e quindi celare) pratiche imprenditoriali inquinanti, nonché la ricerca da parte delle strutture alberghiere di una contrazione dei costi. Su questa falsa riga, oggi la Commissione europea definisce il *greenwashing* come «[i]l ricorso al marketing per descrivere i prodotti, le attività o le politiche di un'organizzazione come ecocompatibili *quando non lo sono*»<sup>74</sup> (enfasi aggiunta). Si tratta, in altre parole, di una condotta che rientra nelle strategie di *green marketing*<sup>75</sup> volta ad attribuire ai propri prodotti, servizi o pratiche, caratteristiche *green* inesistenti, parziali, non corrette, non verificabili o a nascondere il loro impatto ambientale negativo<sup>76</sup>, con ciò permettendo all'impresa di giovare di un beneficio economico, senza però aver effettuato un investimento nella direzione della tutela ambientale<sup>77</sup>.

---

Z. Yang *et Al.*, *Greenwashing Behaviours: Causes, Taxonomy and Consequences Based on a Systematic Literature Review*, in *J. bus. econ. manag.*, 2020, 21, 1486 ss.

<sup>73</sup> Pare interessante ricordare al lettore che l'espressione inglese *greenwashing* deriva dal vocabolo *whitewashing* che, sempre in inglese, significa "imbiancare" anche nel senso di nascondere e celare. L'origine di questo termine risale almeno sino a un passo del Vangelo secondo Matteo (23:27-28) ove si legge «Guai a voi, scribi e farisei ipocriti, che assomigliate a sepolcri *imbiancati* [nella versione anglofona *made white*]: all'esterno appaiono belli, ma dentro sono pieni di ossa di morti e di ogni marciume. Così anche voi: all'esterno apparite giusti davanti alla gente, ma dentro siete pieni di ipocrisia e di iniquità» (enfasi aggiunta).

<sup>74</sup> Commissione europea, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy*, COM(2021) 390 final. Nella comunicazione, si discute dei prodotti e del settore finanziario, ponendo l'attenzione sul fenomeno del *greenwashing* e sui suoi effetti sulla fiducia (o, meglio, sfiducia) dei consumatori e degli investitori.

<sup>75</sup> F. IRALDO, M. MELIS, *Green Marketing: come evitare il greenwashing comunicando al mercato il valore della sostenibilità*, Milano, 2012, 13 ss.

<sup>76</sup> Cfr. Commissione europea, *Orientamenti per l'attuazione della Direttiva 2005/29/CE*, cit., § 5, p. 110.

<sup>77</sup> Così, il già citato *Consumer market study on environmental claims for non-food products* della Commissione Europea del luglio 2014, nonché A. QUARANTA, *La retorica green e le comunicazioni ingannevoli*, in *Ambiente&Sviluppo*, 2022, 6, 404 ss. Si veda anche A. PISTILLI, *op. cit.*, 382, ove si legge: «Si tratta, quindi, di una forma di comunicazione ambientale di impresa, nota come "ambientalismo di facciata", a cui le imprese fanno sovente ricorso impiegando affermazioni solo apparentemente ecologiche, con lo scopo di evidenziare l'impatto positivo o, viceversa, nascondere l'impatto ambientale negativo dei propri servizi/prodotti, onde

La Commissione ha condotto diversi studi per valutare l'entità del fenomeno del *greenwashing*, rilevandone così l'importanza. In particolare, nel 2020<sup>78</sup>, sono stati pubblicati i risultati di un'analisi di 150 affermazioni ambientali condotta da esperti legali, che hanno valutato in che misura tali dichiarazioni potessero essere considerate fuorvianti secondo i criteri delle linee guida della Direttiva sulle pratiche commerciali sleali. Da questa analisi è emerso che il 53,3% (80 su 150) delle affermazioni ambientali sarebbe potenzialmente fuorviante. Nel 2021, sono altresì stati pubblicati i risultati di un esercizio di *screening* dei siti web volto a individuare violazioni della legislazione europea sui consumatori nei mercati online<sup>79</sup> focalizzato proprio sul *greenwashing*. In particolare, lo *screening* ha riguardato affermazioni *green* in rete provenienti da alcuni settori commerciali (come abbigliamento, cosmetici e apparecchiature per la casa) e ha portato le autorità nazionali di protezione dei consumatori a ritenere che nel 42% dei casi le affermazioni fossero esagerate, false o ingannevoli e potessero potenzialmente qualificarsi come pratiche commerciali sleali ai sensi delle normative UE<sup>80</sup>.

Alla luce dell'importanza del fenomeno, nell'ambito del *Green Deal* Europeo, la Commissione si è dunque posta l'obiettivo di responsabilizzare i consumatori a compiere scelte più informate e a svolgere un ruolo attivo nella transizione verde. Per farlo, e in via complementare, la Commissione si è altresì impegnata a intensificare

---

attirare l'attenzione dei consumatori sensibili alle tematiche *green* ed aumentare così il proprio fatturato».

<sup>78</sup> Già nel 2014 erano stati pubblicati dalla Commissione europea i risultati del *Consumer Market Study on Environmental claims for Non-Food Products - Final report*, 2014, <<https://data.europa.eu/doi/10.2838/646530>>.

<sup>79</sup> Si tratta di un'attività che la Commissione europea svolge ogni anno per individuare violazioni della legislazione europea sui consumatori nei mercati online.

<sup>80</sup> Inoltre, rispetto alle circa 344 affermazioni apparentemente dubbie, è emerso che: in oltre la metà dei casi, i professionisti non avevano fornito ai consumatori informazioni sufficienti per valutare la veridicità dell'affermazione; le affermazioni contenevano formulazioni vaghe e generiche, come “cosciente”, “rispettoso dell'ambiente”, “sostenibile”, che miravano a creare nell'utente l'illusione, infondata, che un prodotto fosse privo di impatto negativo sull'ambiente; nel 59% dei casi poi i professionisti non avevano fornito elementi facilmente accessibili a sostegno delle loro affermazioni. Cfr. Commissione europea, *Environmental claims in the EU: Inventory and reliability assessment - Final Report*, 2020 <[https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP\\_21\\_269](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_21_269)>.

gli sforzi regolamentari e non regolamentari per contrastare le false dichiarazioni di ecocompatibilità, garantendo agli acquirenti di ricevere informazioni attendibili, comparabili e verificabili, limitando così il rischio di un marketing ambientale fuorviante (per l'appunto *greenwashing*)<sup>81</sup>. Successivamente, il piano industriale del Green Deal del 2023 ha ribadito la necessità di consentire ai consumatori di compiere le loro scelte di acquisto in base a informazioni trasparenti e attendibili sulla sostenibilità, durabilità e impronta di carbonio dei prodotti. Nell'ottica del mercato, tale piano ha poi identificato la *trasparenza* come strumento cardine per agevolare la diffusione di prodotti sostenibili. La necessità di arginare le pratiche di *greenwashing* è stata così riconosciuta come prioritaria tanto nel nuovo piano d'azione per l'economia circolare<sup>82</sup> quanto nella nuova agenda dei consumatori<sup>83</sup>.

Trattandosi di una pratica che fornisce al mercato un'informazione falsa, parziale o in ogni caso fuorviante e quindi ingannevole, è per sua stessa natura distorsiva della concorrenza e può produrre ripercussioni sulle scelte dei consumatori (in alcuni settori, in particolare, vi è propensione ad acquistare prodotti o servizi sostenibili)<sup>84</sup>, sulle strategie degli investitori e sull'operare dei concorrenti. Non solo, una

---

<sup>81</sup> Sono molteplici i documenti in cui la Commissione etichetta il fenomeno del *greenwashing*, tra cui la già richiamata Comunicazione, *Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy*, cit. Nell'ambito della Comunicazione *A renewed EU strategy 2011-14 for Corporate Social Responsibility*, COM(2011) 681 final, § 4.5. La Commissione afferma altresì l'obiettivo di affrontare la questione del marketing ingannevole relativo all'impatto ambientale dei prodotti (etichettandolo espressamente come *greenwashing*) nella relazione sull'applicazione della direttiva sulle pratiche commerciali sleali.

<sup>82</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *Un nuovo piano d'azione per l'economia circolare Per un'Europa più pulita e più competitiva*, COM/2020/98 final.

<sup>83</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio, *Nuova agenda dei consumatori Rafforzare la resilienza dei consumatori per una ripresa sostenibile*, COM/2020/696 final.

<sup>84</sup> Così, tra l'altro, il *Consumer market study on environmental claims for non-food products* della Commissione Europea del luglio 2014, cit.; nonché C. Magli, *op. cit.*, 726, ove si legge: «(...) le virtù ecologiche ed in generale le scelte sociali decantate da un'impresa circa le modalità di produzione dei beni, possono influenzare in maniera decisiva la scelta d'acquisto del consumatore medio».

diffusa adozione di pratiche di *greenwashing* mina la credibilità di un determinato mercato nel suo complesso<sup>85</sup>.

Proprio per il forte impatto che un fenomeno di questo tipo può avere sul mercato, le istituzioni europee hanno formulato due direttive che pongono al loro centro l'informazione verde<sup>86</sup>. Per meglio dire, tali normative prendono le mosse dal fatto che i consumatori sono ostacolati dall'aver un ruolo attivo ed efficace nella transizione verde, poiché il contesto in cui muovono è connotato da una scarsa credibilità delle dichiarazioni ambientali<sup>87</sup> ed è caratterizzato da una proliferazione di pratiche commerciali scorrette riguardo alla sostenibilità ambientale dei prodotti<sup>88</sup>.

Anzitutto, la direttiva sulla responsabilizzazione dei consumatori per la transizione verde modifica la direttiva 2005/29/CE<sup>89</sup> sulle pratiche commerciali scorrette introducendo una serie di misure in materia di asserzioni ambientali. In particolare, essa include l'impatto ambientale o sociale, la durabilità e la riparabilità di un prodotto, tra le

---

<sup>85</sup> A. Quaranta, *op. cit.*, 405.

<sup>86</sup> Non sono poi oggetto di analisi nel presente contributo ma rilevano nel quadro in discussione le misure che hanno ad oggetto la fornitura di informazioni ambientali nel senso di fissare prescrizioni metodologiche sulla misurazione e sul calcolo degli impatti ambientali (come le metodologie di certificazione dell'UE per gli assorbimenti di carbonio elaborate nell'ambito del regolamento sulla certificazione degli assorbimenti di carbonio di prossima adozione – COM(2022) 672 final; o la direttiva sulla progettazione ecocompatibile relativa all'istituzione di un quadro per l'elaborazione di specifiche per la progettazione ecocompatibile dei prodotti connessi all'energia – Direttiva (CE) 2009/125).

<sup>87</sup> In risposta alla consultazione pubblica aperta del 2020, il pubblico non concordava con l'affermazione secondo cui dovesse essere riposta fiducia nelle dichiarazioni ambientali sui prodotti (1,57/4). Il grado di fiducia era maggiore, ma comunque contenuto, per le asserzioni sui professionisti, relative a essi in quanto organizzazioni e non a uno dei loro prodotti (2,25/4,00), <[https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12511-Prestazioni-ambientali-di-prodotti-e-imprese-dimostrare-la-veridicita-delle-affermazioni\\_it](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12511-Prestazioni-ambientali-di-prodotti-e-imprese-dimostrare-la-veridicita-delle-affermazioni_it)>.

<sup>88</sup> Relazione in accompagnamento alla Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio sull'attestazione e sulla comunicazione delle asserzioni ambientali esplicite (direttiva sulle asserzioni ambientali) su cui *infra*, p. 2.

<sup>89</sup> La direttiva è prossima all'adozione, dovendo intervenire un'ultima approvazione formale da parte del Consiglio e la pubblicazione in gazzetta ufficiale, <<https://www.europarl.europa.eu/legislative-train/theme-a-european-green-deal/file-consumers-in-the-green-transition>>.

caratteristiche del prodotto in merito alle quali il professionista non deve ingannare il consumatore. Tra le azioni da considerare ingannevoli – qualora siano idonee ad indurre il consumatore medio ad assumere una decisione di natura commerciale che non avrebbe altrimenti preso – si annovera poi la formulazione di un’asserzione ambientale relativa alle prestazioni ambientali future senza includere impegni e obiettivi chiari, oggettivi e verificabili e senza un sistema di monitoraggio indipendente. Da ultimo, l’elenco delle pratiche commerciali scorrette considerate in ogni caso sleali è integrato di modo da includere quattro pratiche di *greenwashing* e, in particolare, l’esibizione di un marchio di sostenibilità non basato su un sistema di certificazione o non stabilito da autorità pubbliche; la formulazione di un’asserzione ambientale generica per la quale il professionista non è in grado di dimostrare l’eccellenza riconosciuta delle prestazioni ambientali pertinenti all’asserzione; la formulazione di un’asserzione ambientale concernente il prodotto nel suo complesso quando riguarda soltanto un suo determinato aspetto; la presentazione di requisiti imposti per legge UE per tutti i prodotti appartenenti a una data categoria come se fossero un tratto distintivo dell’offerta del professionista. Di conseguenza, la direttiva in discussione amplia il novero di condotte espressamente perseguite per mezzo dello strumento delle pratiche commerciali scorrette, includendo fattispecie di *greenwashing*, pur potendosi ritenere che tali condotte fossero già illecite ai sensi della normativa generale.

Sempre con l’obiettivo principale di arginare il *greenwashing*, è stata poi proposta la Direttiva sull’attestazione e sulla comunicazione delle asserzioni ambientali esplicite che si pone in relazione di *lex specialis* rispetto alla normativa esistente in materia di tutela dei consumatori. In particolare, essa interviene sull’attestazione e sulla comunicazione volontaria di asserzioni ambientali esplicite, poiché solo dati chiari, attendibili e comparabili e marchi sostenibili subordinati ai medesimi gradi di controllo garantiscono il «corretto dipanarsi dell’iter formativo del negozio»<sup>90</sup>. Nel proteggere i consumatori e le imprese dal *greenwashing*, la proposta di Direttiva intende altresì migliorare la

---

<sup>90</sup> Così Cass. 14 marzo 2017, n. 6587, in *Guida al dir.*, 2017, 21, 71 ss. Al riguardo, T. PERILLO, *Potenzialità e criticità della proposta di direttiva «green claims»*, in *NLCC*, 2023, 6, 1615.



certezza del diritto per quanto riguarda le asserzioni ambientali e le condizioni di parità nel mercato interno, così da stimolare la *competitività* degli operatori economici che si impegnano per aumentare la loro sostenibilità ambientale. L'ambito di applicazione della proposta di direttiva comprende l'attestazione e la comunicazione delle asserzioni ambientali a carattere volontario e i marchi ambientali. Nello specifico, la direttiva proposta richiede alle imprese di verificare le dichiarazioni ecologiche che fanno nelle transazioni commerciali, rispettando requisiti riguardanti la loro valutazione, senza imporre un unico metodo di valutazione. Questi requisiti includono specifiche sulle informazioni fornite, l'uso di prove scientifiche accreditate e l'adozione della prospettiva del ciclo di vita del prodotto. Inoltre, stabilisce regole per la comunicazione di queste indicazioni e introduce norme per i sistemi di etichettatura ambientale<sup>91</sup>, con la necessità di conformità verificata da una terza parte. In sintesi, la normativa introduce un duplice divieto. Il divieto di utilizzare asserzioni ambientali – anche comparative – che non rispettano una serie di criteri minimi, che potrebbe contribuire ad arginare il *greenwashing* poiché l'autore delle dichiarazioni sarebbe tenuto a soddisfare una norma specifica e poiché si semplificherebbe il controllo del rispetto delle regole da parte delle autorità. Nonché, è importante richiamarlo per il prosieguo dell'analisi, il divieto dei marchi di sostenibilità che non rispettano requisiti minimi di trasparenza e credibilità.

In conclusione, si può catalogare il *greenwashing* come informazione al mercato che può produrre un impatto distorsivo sulla concorrenza, potendo influenzare le scelte di acquisto dei consumatori e le strategie degli *stakeholder* che ne vengono a conoscenza, inclusi gli investitori. In tal senso, la pratica del *greenwashing* incide tanto sulle relazioni tra imprese e consumatori (b2c), che sono divenute anche oggetto delle Direttive appena commentate, quanto sulle relazioni tra imprese (b2b), condizionando, al contempo, sia l'interesse pubblicistico al corretto funzionamento del mercato, sia l'interesse privatistico a che i rapporti tra imprenditori siano corretti<sup>92</sup>.

---

<sup>91</sup> In particolare, al fine di affrontare la proliferazione di sistemi di etichettatura, essa proibisce l'introduzione di nuovi sistemi nazionali o regionali e istituisce procedure per l'approvazione dei sistemi già esistenti, sia pubblici che privati.

<sup>92</sup> Il fatto che il *greenwashing* incida anche sulle relazioni tra professionisti è fuori di dubbio. Tra i molti che lo danno per acclarato, si vedano V. IRTI, *Due temi di*

#### 4. *Greenwashing e tutela dell'interesse pubblico alla circolazione di un'informazione corretta nel mercato*

Come si legge nell'unica ordinanza italiana sinora intervenuta in materia di *greenwashing* e concorrenza sleale: «a fronte di un'espansione rapida del fenomeno patologico del *greenwashing*, si registra la convergenza di una pluralità di soggetti regolatori e di normative di riferimento, tutte accomunate dall'obiettivo di garantire il rispetto di un principio generale di verità del messaggio che abbia anche carattere pubblicitario»<sup>93</sup>.

Volendo andare a ricostruire il quadro normativo applicabile alla cosiddetta comunicazione verde, è opportuno vagliare il ruolo delle norme generali a tutela del mercato e, in particolare, le discipline sulle pratiche commerciali scorrette e sulla pubblicità ingannevole che, ancorché in modi diversi, colpiscono le comunicazioni false e fuorvianti. Le suddette previsioni svolgono ancora oggi un ruolo fondamentale, specialmente considerando che, nonostante i recenti progressi normativi, la comunicazione “verde” continua ad essere soggetta all'applicazione di norme generali<sup>94</sup>. Pur senza volersi addentrare nel vivace dibattito circa la relazione che sussiste tra le diverse norme a tutela del mercato<sup>95</sup>, si può infatti evidenziare come si tratti di disposizioni di varia natura che, pur se da diverse angolazioni, mirano a preservare l'integrità del sistema di mercato concorrenziale<sup>96</sup> e la correttezza nella concorrenza, in quanto finalizzata, per il tramite

---

*governo societario (responsabilità “amministrativa” – codici di autodisciplina)*, in *Giur. comm.*, 2003, 6, 693 ss.; S. PAGLIANTINI, *Sul c.d. contratto ecologico*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2016, II, 337 ss.; F. BERTELLI, *I green claims*, cit., 286 ss. Nonché l'ordinanza del 25 novembre 2021 del Tribunale di Gorizia su cui *infra*.

<sup>93</sup> Tribunale di Gorizia, 25 novembre 2021, in *Riv. giur. amb.*, 2021, 932.

<sup>94</sup> M. LIBERTINI, *La comunicazione pubblicitaria*, cit., 335, ove si legge: «la comunicazione ambientale non è disciplinata da norme speciali e dev'essere dunque valutata giuridicamente alla stregua delle norme generali in materia».

<sup>95</sup> Da ultimo, M. BERTANI, *Continuità e discontinuità tra le discipline della concorrenza sleale e delle pratiche commerciali scorrette*, di prossima pubblicazione in *AIDA*, 2023, *passim*.

<sup>96</sup> Per una ricostruzione dell'evoluzione di tali strumenti, si veda L. NIVARRA, *Concorrenza sleale e responsabilità di impresa*, in *La responsabilità di impresa*, a cura di G. Alpa e G. Conte, Milano, 2015, 191 ss.

del giudizio dei consumatori, alla premiazione dei più meritevoli e, in definitiva, alla promozione del benessere generale<sup>97</sup>. Nel farlo, esse si interfacciano con l'informazione sostenibile come leva competitiva che – laddove non vera o fuorviante – incide sul buon funzionamento del mercato.

Ancor prima di indagare il ruolo dei singoli strumenti giuridici a tutela del mercato, si possono formulare alcune riflessioni di ordine generale che, per semplicità, verranno ricondotte a due premesse connesse all'ambito di applicazione soggettivo e oggettivo dei medesimi.

Da un punto di vista *soggettivo*, il binomio composto da informazione e trasparenza – che influenza le scelte dei consumatori, degli investitori e che condiziona l'operato dei concorrenti – pone l'accento sulla responsabilità dei professionisti che formulano dichiarazioni di sostenibilità ambientale e che, di conseguenza, generano aspettative negli *stakeholder* con cui si trovano ad interagire sul mercato<sup>98</sup>. In altre parole, «l'esercizio della libertà di dichiararsi socialmente responsabili comporta, in forza del principio di autoreponsabilità, [...] la perdita della possibilità di tenere comportamenti incoerenti con tale dichiarazione senza sopportarne le conseguenze giuridiche»<sup>99</sup>. Questa riflessione, pur ovvia, richiede di fare riferimento ai principi che devono orientare le attività economiche,

---

<sup>97</sup> M. LIBERTINI, *Il mercato: i modelli di organizzazione*, in Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia, dir. da F. Galgano, Padova, 1979, III, 350 ss.; T. ASCARELLI, *Teoria della concorrenza e interesse del consumatore*, in *Saggi di diritto commerciale*, Milano, 1955, 35 ss.

<sup>98</sup> F. BERTELLI, *I green claims*, cit., 291.

<sup>99</sup> F. BERTELLI, *I green claims*, cit., 310, in linea con N. IRTI, *op. cit.*, 699, come richiamato *infra* nt. 101. Tra le conseguenze giuridiche rientra in primo luogo la responsabilità civile su cui *infra*. In termini generali, anche L. MENGONI, *Sulla natura della responsabilità precontrattuale*, in *Riv. dir. comm.*, 1956, II, 360 ss.; G. CAPALDO, *L'informazione*, in *Il mercato del risparmio: struttura, autorità, illeciti e tecniche di tutela*, a cura di M. Prosperetti e A. Colavolpe, Assago, 2012, 116, la quale afferma: «il delicato equilibrio tra obbligo di fornire ogni informazione e le esigenze di semplificazione rende determinante il ruolo del giudice nell'interpretazione del contratto e nella valutazione dei comportamenti delle parti al fine di valutare, in concreto, il corretto adempimento dei doveri di informazione e gli eventuali profili di responsabilità alla luce delle clausole generali della buona fede e della correttezza».

ossia buona fede, correttezza e diligenza professionale<sup>100</sup>. Le comunicazioni riguardanti l'impegno sociale e ambientale di un'impresa, una volta condivise e rese disponibili al pubblico attraverso la divulgazione, acquisiscono un grado di *oggettività*<sup>101</sup> – e, al contempo, di *vincolatività*<sup>102</sup> – che influisce e si manifesta in varie forme nelle relazioni poste in essere dall'impresa e che rende la medesima responsabile dell'incoerenza tra quanto dichiara e il suo agire<sup>103</sup>, rispetto a tutti coloro che sono destinatari del proprio *green claim*, poiché questi ultimi, consumatori e non, vi hanno fatto legittimo

---

<sup>100</sup> Si rinvia a, *ex multis*, a. F. PIRAINO, *La buona fede in senso oggettivo*, Torino, 2016, 172, il quale rileva come si sia proceduto: «ad un progressivo allargamento degli spazi nei quali la buona fede assolve al proprio compito regolativo, tanto da prospettare una funzione più ampia, che è congruo definire “precettiva”, in quanto preordinata a dettare regole di condotta per lo più finalizzate a controbilanciare quei rischi di reciproci danneggiamenti che si accentuano quando due o più soggetti accostano le proprie sfere giuridiche e, qualora la prevenzione non sortisca gli effetti sperati, a consentire la riparazione dei danni che sono derivati secondo le regole della responsabilità per inadempimento».

<sup>101</sup> Così N. IRTI, *op. cit.*, 699, che, facendo riferimento ai codici etici, afferma: «(...) questi codici derivano da libera scelta delle imprese, costituiscono espressione di autonomia, e in qualche modo si contrappongono alle norme dettate dalle autorità esterne. E, così dicendo e scrivendo, forse si afferma il vero; ma vero è altresì che quelle norme, una volta poste, e conosciute o conoscibili al pubblici, assumono un alto grado di oggettività, si fanno esterne al soggetto, e lo vincolano al pari di qualsiasi altra norma».

Con riguardo agli effetti derivanti dalla divulgazione di *claims* ambientali, si veda anche F. Bertelli, *I green claims*, cit., 310, ove si legge: «Una volta divulgati, i *claims* di sostenibilità coinvolgono immediatamente il rapporto tra l'impresa e i soggetti con cui la stessa ha relazioni contrattuali e producono effetti indiretti, come si è visto, anche per i potenziali consumatori ed i concorrenti, sicché la verifica della verità oggettiva di quanto in essi affermato esprime un'esigenza comune ad interessi sociali ed ambientali diffusi, contribuendo a riflettere sulle modalità con cui il principio dello sviluppo sostenibile possa essere messo in correlazione con i doveri di solidarietà sociale operanti nei rapporti tra privati».

<sup>102</sup> F. BERTELLI, *I green claims*, cit., 315, ove si legge: «affermare la vincolatività delle dichiarazioni di sostenibilità, una volta comunicate al pubblico, non mina la stabilità del sistema né gli toglie coerenza, ma anzi garantisce la posizione di coloro che agiscono sul mercato riponendo un legittimo affidamento nella veridicità delle informazioni diffuse».

<sup>103</sup> Cfr. C. ANGELICI, *op. cit.*, 18 ss., che argomenta nel senso della necessità di introdurre regole di informazione correlate alla responsabilità sociale d'impresa, sulla base dei benefici reputazionali che derivano dalla conoscenza pubblica dei comportamenti delle imprese, e non invece direttamente dalle azioni stesse.

affidamento in buona fede<sup>104</sup>. Così, rispetto a una linea interpretativa generale che riconosce l'esistenza di un obbligo di comunicazione *green* veritiera, si distinguono orientamenti interpretativi sviluppati *de iure condendo*, tra cui un orientamento flessibile, che prevede standard di controllo pubblicitario adattabili – e, si ritiene, preferibili – consentendo alle imprese di enfatizzare i propri sforzi ambientali a condizione che siano fondati sulla verità, con l'obiettivo finale di promuovere, anche se in modo indiretto, l'interesse delle imprese per la protezione ambientale, rilevante per la responsabilità sociale d'impresa<sup>105</sup>. Tale premessa è importante poiché è proprio la valorizzazione dei principi a fondamento dell'ordinamento giuridico che ne garantisce l'adattabilità all'evolversi dei tempi e a fattispecie nuove e, talvolta, imprevedibili<sup>106</sup>. Al fine di arginare (e di dissuadere

---

<sup>104</sup> F. BERTELLI, *I green claims*, cit., 314-315, ove si legge: «In assenza di un nucleo di regole dedicate alla comunicazione delle informazioni di sostenibilità e vista la dimensione globale dei fenomeni legati alla Corporate Social Responsibility, richiamare il valore precettivo della buona fede, ed il dovere, condiviso a livello internazionale, di comportarsi «*according to good faith and fair dealing*» come fondamento della responsabilità contrattuale e precontrattuale dell'impresa che atti politici imprenditoriali incompatibili con le dichiarazioni di sostenibilità può servire a tutelare la libertà e gli interessi dei soggetti che hanno un'aspettativa rispetto all'adozione di comportamenti coerenti con i claims pubblicati, orientando altresì le attività verso lo sviluppo sostenibile, così da valorizzare la portata dell'art. 41 Cost.».

<sup>105</sup> Si è altresì sviluppato un orientamento più rigido, caratterizzato da prescrizioni severe e un controllo rigoroso, il quale ammette invece solo messaggi contenenti informazioni precise e attentamente verificate. Al riguardo, si veda M. LIBERTINI, *La comunicazione pubblicitaria*, cit., 335-336, il quale afferma: «Si deve però subito osservare che la tendenza, anche a livello internazionale, è verso l'adozione dello standard più severo. Ritengo che questa scelta sia giustificata. Si deve infatti riconoscere che la sensibilità verso i problemi ambientali è molto elevata, a livello mondiale e anche in Italia. In questa situazione, le virtù ecologiche, decantate da un'impresa o da un prodotto, possono influenzare in maniera decisiva la scelta d'acquisto del consumatore medio». Sul punto anche A. PISTILLI, *op. cit.*, 383. In termini più generali, è importante evidenziare come anche comunicazioni evasive o vaghe siano in grado di creare aspettative nei consumatori; cfr. P. FABBIO, *I codici di condotta nella disciplina delle pratiche commerciali sleali*, in *Giur. comm.*, 2008, 4, 729 ss. Al riguardo, si veda anche A. BECKERS, *op. cit.*, 491, la quale afferma: «CSR communication can be misleading not only if it contains false statements, but also if the statements made are vague (“we produce environmentally friendly products; we do not support child labour”) and without substantiation».

<sup>106</sup> In tale direzione muove F. BERTELLI, *I green claims*, cit., 315-316, la quale afferma: «Solo in questo modo, valorizzando fino in fondo il ruolo delle clausole

dal porre in essere) quanto più possibile pratiche di *greenwashing*, sono dunque opportune interpretazioni evolutive di specifiche norme – come quelle a tutela del mercato – e, al contempo, interventi normativi che modulino le regole di correttezza e di trasparenza proprio rispetto alla sostenibilità ambientale, come le direttive richiamate al paragrafo 3<sup>107</sup>.

Da un punto di vista *oggettivo*, è fondamentale ricollegare la nozione di comunicazione al pubblico in materia ambientale a quella di *pubblicità*, la cui definizione è estremamente ampia ricomprendendo qualsiasi messaggio, senza che ne sia specificata la forma, diffuso allo scopo di promuovere la vendita di beni o servizi, sia esso diretto ai consumatori o alle imprese<sup>108</sup>. Se, indubbiamente, l'asimmetria informativa che caratterizza le relazioni b2c rende essenziale una tutela *ad hoc*, le norme relative alla pubblicità nel canale b2b sono altrettanto necessarie, anche considerato che il marketing tra imprese è caratterizzato da ampia libertà contrattuale<sup>109</sup>. In tal senso, le condotte

---

generali e dei principi costituzionali, è possibile assicurare all'ordinamento la capacità di adattarsi all'evoluzione dei tempi e a fattispecie del tutto nuove, inimmaginabili al tempo in cui il nostro codice è stato redatto: attraverso concetti strettamente legati alle trasformazioni valoriali e dotati di grande elasticità, il legislatore del '42 ha consegnato all'interprete gli strumenti per continuare a rispondere agli interessi emergenti che si rivelano meritevoli di protezione».

<sup>107</sup> Gli interventi legislativi che mirano a contrastare il fenomeno del *greenwashing*, limitando la strumentalizzazione delle informazioni di sostenibilità, devono muovere nel senso della correttezza e della trasparenza e dovrebbero includere indici di verificabilità delle informazioni di sostenibilità, al fine di garantire che le scelte di *disclosure* sociale e ambientale siano affidabili. In linea con tale approccio, si può richiamare la posizione di Cristina Amato (*Affidamento e responsabilità*, Milano, 2012, 169), la quale propone una razionalizzazione delle informazioni precontrattuali per tutelare l'affidamento dei consumatori; e, più nello specifico, di S. Landini (*Clausole di sostenibilità nei contratti tra privati. Problemi e riflessioni*, in *Dir. pubbl.*, 2015, 636) che sottolinea l'importanza di ancorare il termine 'sostenibile' a standard misurabili e condivisi, affinché non diventi un mero luogo comune.

<sup>108</sup> In linea si veda la definizione di 'pubblicità' di cui all'art. 2 del D.lgs. 145/2007, su cui *infra*, ossia: «qualsiasi forma di messaggio che è diffuso, in qualsiasi modo, nell'esercizio di un'attività commerciale, industriale, artigianale o professionale allo scopo di promuovere il trasferimento di beni mobili o immobili, la prestazione di opere o di servizi oppure la costituzione o il trasferimento di diritti ed obblighi su di essi».

<sup>109</sup> In tale contesto, si veda M. LIBERTINI, *La comunicazione pubblicitaria*, cit., 334, il quale afferma: «Nel quadro delle strategie di CSR, uno dei settori in cui le imprese si sono maggiormente impegnate è proprio quello della politica ambientale.

di *greenwashing* rientrano nella macrocategoria della pubblicità ingannevole che è perseguita dagli strumenti giuridici b2c e b2b posti a tutela del mercato, che si articolano in «un caleidoscopio di regole nel quale possono rintracciarsi diversi prismi di tutela, tra loro certamente interconnessi, ciascuno deputato alla salvaguardia di uno o più beni giuridici»<sup>110</sup> – ma accomunati dall’obiettivo di garantire il corretto funzionamento del mercato e, dunque, la correttezza delle imprese che vi operano<sup>111</sup>. Come si vedrà nei paragrafi che seguono, l’interesse del consumatore a non vedersi ingannato (e, dunque, la tutela avverso le pratiche commerciali scorrette) e l’interesse del professionista a non subire un pregiudizio derivante da comportamenti sleali (e, dunque, la tutela avverso la pubblicità ingannevole) sono tra loro interconnessi anche nella lotta al *greenwashing*<sup>112</sup>.

#### 4.1. *Il greenwashing come pratica commerciale scorretta*

Muovendo nell’alveo delle regole a tutela del mercato nel canale b2c, occorre richiamare la disciplina in materia di pratiche commerciali scorrette di cui alla Direttiva 2005/29/CE, recepita in Italia agli artt. 18

---

In questo campo la teoria della CSR ha avuto una conferma empirica: le imprese hanno cominciato effettivamente a farsi concorrenza rivendicando a sé risultati di *best practice* in materia ambientale, ed enfatizzando tali risultati nella comunicazione d’impresa, e in particolare nella pubblicità». La relazione tra una gestione sostenibile dell’impresa e il vantaggio competitivo che ne deriva è tracciata con chiarezza da M.E. PORTER, M.R. KRAMER, *op. cit.*, 80 ss., che arrivano ad affermare che il carattere volontario della CSR è, almeno in determinate circostanze, dubbio.

<sup>110</sup> Così, A.P. SEMINARA, *I limiti della comunicazione pubblicitaria nei rapporti business to business, tra vanti di ecosostenibilità e raffronti fuorvianti*, in *Danno e responsabilità*, 2023, 5, 660.

<sup>111</sup> Cfr. C. MAGLI, *op. cit.*, 720.

<sup>112</sup> Si veda, A.P. SEMINARA, *I limiti della comunicazione pubblicitaria*, cit., 661, il quale afferma: «Appare evidente, in ogni caso, come si tratti di due valori – quello della correttezza concorrenziale e quello della protezione consumeristica – fatalmente interconnessi: l’interesse del consumatore a non veder pregiudicato il proprio comportamento economico può ben intersecarsi con l’interesse dei professionisti a non subire pregiudizio da comportamenti sleali. Una pubblicità ingannevole che induca i consumatori a preferire i beni di un’impresa facendo affidamento su qualità inesistenti lede sia l’impresa concorrente che abbia seriamente investito su tali qualità, sia quello dei consumatori a prendere una decisione consapevole».

e seguenti<sup>113</sup> del Codice del consumo (D.lgs. 6 settembre 2005, n. 206)<sup>114</sup>, che è finalizzata a garantire la tutela del consumatore rispetto a ogni azione, omissione, condotta, dichiarazione, comunicazione commerciale e forma pubblicitaria falsa o idonea a falsare in misura apprezzabile il suo comportamento economico e, di conseguenza, a prevenire le sue scelte libere e consapevoli<sup>115</sup>. Nello specifico, gli articoli 21 e 22 del Codice del consumo disciplinano le pratiche commerciali scorrette sotto forma di “azioni ingannevoli” e di “omissioni ingannevoli”.

L’evoluzione normativa europea già ha confermato che dette norme giocano un ruolo importante rispetto a messaggi pubblicitari “verdi” formulati da imprese – e proprio rispetto alle medesime sono infatti intervenute le due direttive UE che combattono espressamente il *greenwashing*, rendendolo un ambito di applicazione esplicito delle norme avverso le pratiche commerciali sleali, per un verso, e prevedendo un divieto delle asserzioni ambientali e dei marchi di sostenibilità che non rispettino una serie di criteri minimi, per altro verso<sup>116</sup>. Peraltro, già gli Orientamenti della Commissione europea per l’applicazione della Direttiva 2005/29/CE in settori specifici del 2016 menzionavano, al punto 5, condotte di *greenwashing*, riconducendole al *genus* delle pratiche commerciali scorrette<sup>117</sup>.

---

<sup>113</sup> Parte del **Titolo III** del Codice del consumo **rubricato ‘Pratiche commerciali, pubblicità e altre comunicazioni commerciali’**.

<sup>114</sup> La disciplina delle pratiche commerciali scorrette è stata introdotta nel quadro normativo nazionale attraverso il D.lgs. 146/2007, che ha recepito la Direttiva 2005/29/CE. Tale recepimento ha comportato la modifica degli articoli 18-27 del Codice del consumo che, precedentemente, regolavano le norme in materia di pubblicità ingannevole (ora disciplinate dal d D.lgs. 145/2007), e l’introduzione degli articoli 27 *bis*, *ter* e *quater*. In materia, si rinvia, *ex multis* a A. GENOVESE, *Ruolo dei divieti di pratiche commerciali scorrette e dei divieti antitrust nella protezione (diretta e indiretta della libertà di scelta) del consumatore*, in *AIDA*, 2008, 300 ss.; M. LIBERTINI, *Clausola generale e disposizioni particolari nella disciplina delle pratiche commerciali scorrette*, in *Contr. Impr.*, 2009, 80 ss.; M. Bertani, *Pratiche commerciali scorrette e consumatore medio*, Milano, 2016, 52 ss.

<sup>115</sup> C. MAGLI, *op. cit.*, 719-720.

<sup>116</sup> Su cui più diffusamente *supra* § 3.

<sup>117</sup> Commissione europea, *Orientamenti per l’attuazione della Direttiva 2005/29/CE*, cit., § 5, 110. Sul punto, F. CESAREO, G. PIROTTA, *op. cit.*, 220; A. Pistilli, *op. cit.*, 382; A. Leone, *Advertising e tutela del consumatore verde*, in *Il Dir. Ind.*, 2021, 73 ss.



Ebbene, l'applicazione delle norme relative alle pratiche commerciali scorrette rispetto alle asserzioni ambientali consente di affermare che le imprese siano tenute a formulare eventuali *green claims* nel canale b2c in modo chiaro, preciso, accurato e inequivocabile – di modo da assicurare che i consumatori non siano indotti in errore – e, al contempo, a disporre di prove che supportino le loro affermazioni e a essere pronte a fornirle alle autorità di vigilanza competenti nel caso in cui le dichiarazioni vengano contestate<sup>118</sup>. Le dichiarazioni verdi, dunque, non devono essere solo veritiere ma devono altresì non creare confusione nel consumatore per via della loro imprecisione, incompletezza, vaghezza o non verificabilità – circostanze che dovranno essere accertate caso per caso<sup>119</sup>.

Se l'illiceità delle asserzioni ambientali che non rispettino tali requisiti è chiara, lo stesso non può dirsi con riguardo alle omissioni. Si può infatti ritenere che laddove un'impresa – non soggetta ad un obbligo informativo<sup>120</sup> – non informi il consumatore su scelte sociali relative alla sostenibilità ambientale che influenzano la catena del valore di un determinato prodotto, affinché si configuri una pratica commerciale scorretta spetti al consumatore dimostrare che il professionista abbia agito intenzionalmente per ingannarlo, limitando così la sua capacità di prendere decisioni informate e influenzando in modo sleale le scelte di consumo relative ai prodotti<sup>121</sup>.

---

<sup>118</sup> F. CESAREO, G. PIROTTA, *op. cit.*, 220.

<sup>119</sup> Così P. FABBIO, *op. cit.*, 729 ss.; A. Beckers, *op. cit.*, 491 ss. In senso difforme, G. Bevivino, *La responsabilità sociale delle imprese. Strumenti attuativi e rimedi*, Napoli, 2018, 97, come richiamato da F. Bertelli (*I green claims*, cit., 297) il quale osserva: «Chi offre un'interpretazione restrittiva della lettera della norma [art. 18 Cod. cons.] tende ad escludere la possibilità di considerare «fermi» tutti gli impegni che non si concretizzano in specifici precetti comportamentali e a ritenere che la vaghezza degli impegni orientati verso la sostenibilità assunti con i codici di condotta impedisca di collegare alla prova della loro inattuazione l'apparato rimediabile previsto dal Codice del consumo per le pratiche commerciali scorrette».

<sup>120</sup> Dal punto di vista della responsabilità civile, può assumere rilievo il dolo in carenza di un obbligo di informare.

<sup>121</sup> C. MAGLI, *op. cit.*, 733. Si può richiamare in questo contesto la decisione dell'Autorità britannica per gli standard pubblicitari (ASA) del 2022 avverso a due pubblicità di HSBC che promuovevano la risposta dell'impresa al cambiamento climatico, per aver omesso il riferimento al continuo finanziamento da parte di HSBC di progetti legati ai combustibili fossili e alla deforestazione.

A conferma dell'importanza dello strumento giuridico in discussione, si può osservare un numero considerevole di decisioni sia italiane che estere che qualificano una condotta di *greenwashing* come pratica commerciale scorretta. Così, si può richiamare la decisione dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato (d'ora in poi, Agcm) nel già menzionato caso Dieseltgate, ove la condotta di Volkswagen è stata considerata in violazione del Codice del consumo<sup>122</sup> poiché suscettibile di indurre in errore i consumatori con riferimento alla vocazione ambientale e alla responsabilità sociale rivendicate dal produttore<sup>123</sup>. In termini generali, l'Agcm ha evidenziato come i *green claims* volti a suggerire, a lasciar intendere o anche solo a evocare il minore o ridotto impatto ambientale del prodotto o servizio offerto siano «diventati un importante strumento pubblicitario in grado di orientare significativamente le scelte di acquisto dei consumatori, sulla base della loro accresciuta sensibilità verso tali tematiche»<sup>124</sup>. In linea con il dettato del Codice del consumo, l'Autorità ha identificato quale onere informativo minimo imprescindibile a carico dei professionisti che intendono utilizzare *green claims* (dall'Agcm definiti come “vanti”) nelle proprie politiche di *marketing*, quello di presentarli in modo chiaro, veritiero, accurato,

---

<sup>122</sup> E in particolare degli artt. 20, comma 2, 21 comma 1, lettera b), e 23, comma 1, lettera d), Cod. cons.

<sup>123</sup> Delibera Agcm, 4 agosto 2016, n. 26137 (procedimento PS10211), §§ 91-93. Tra i messaggi promozionali vagliati dall'Autorità, si ricordano: «la responsabilità ambientale è uno dei capi-saldi della strategia di [...]»; «l'automobilista che ha optato per questa vettura pensa in modo responsabile ed ecologico»; «si tratta di una vettura al cui conducente la tutela dell'ambiente e una guida sostenibile stanno veramente a cuore»; «Il logo verde di [...] esprime la consapevolezza della casa automobilistica di potersi sviluppare in maniera sostenibile, agendo responsabilmente nei confronti dell'ambiente e facendo tutto il possibile per muoversi in questa direzione, con un profondo rispetto per la vita e per la natura»; «[...] non è soltanto un'auto molto divertente, è anche un'auto responsabile».

Analogamente, l'Agcm ha qualificato come in violazione degli artt. 21 e 22 cod. Cons. la condotta di Eni S.p.A. consistente nella diffusione di messaggi pubblicitari ingannevoli all'interno della campagna promozionale che ha riguardato il carburante Eni Diesel+, in relazione sia all'affermazione dell'impatto ambientale positivo connesso al suo utilizzo, sia alle presunte caratteristiche di tale carburante in termini di risparmio sui consumi e di riduzione delle emissioni gassose; cfr. Delibera Agcm, 20 dicembre 2019, n. 28060 (procedimento PS11400).

<sup>124</sup> Delibera Agcm, 4 agosto 2016, n. 26137 (procedimento PS10211), §87.

non ambiguo né ingannevole. Ciò anche perché, in presenza di messaggi che ancorano l'operato di un'impresa alla responsabilità ambientale, «la ragionevole decodifica operata dai consumatori è di trovarsi di fronte ad un produttore [di autoveicoli] che fa della tutela dell'ambiente uno dei suoi principali obiettivi, e verso la quale, nella consapevolezza di una particolare responsabilità sociale, è orientata la propria strategia produttiva»<sup>125</sup>.

Similmente si è espressa l'Agcm in altri procedimenti con al centro dichiarazioni ambientali, quali i messaggi pubblicitari relativi all'acqua minerale naturale San Benedetto che evidenziavano lo sforzo che l'impresa avrebbe sostenuto nella riduzione delle emissioni dannose connesse alla produzione delle bottiglie in Pet. Nella decisione, l'Autorità ha chiarito che «il rispetto della diligenza professionale per coloro che intendano promuovere i propri prodotti mettendo in evidenza specifiche caratteristiche ambientali, attesa la specifica e delicata tematica trattata e l'assoluta rilevanza della stessa per i consumatori, impone agli stessi di comunicare informazioni e risultati solo a fronte di precisi, attendibili e verificabili riscontri scientifici e documentali»<sup>126</sup>. O, ancora, l'Agcm ha qualificato come fuorvianti e ingannevoli<sup>127</sup> i messaggi volti a promuovere i pannolini per bambini con marchio “Nappynat” cui venivano attribuite caratteristiche di ecocompatibilità, quali la biodegradabilità, la compostabilità, la batteriostaticità e l'origine naturale delle materie prime<sup>128</sup>. Con specifico riguardo alla condotta di *greenwashing* connessa alla dichiarazione di una compensazione delle emissioni generate, si può altresì richiamare il recente procedimento nei confronti di Mytaxi Italia S.r.l., ove l'Agcm ha qualificato come ingannevole l'uso del termine “Clean air fee” per indicare un contributo su ogni corsa taxi tramite app, poiché tale contributo era presentato come adibito a compensare le

---

<sup>125</sup> Delibera Agcm, 4 agosto 2016, n. 26137 (procedimento PS10211), §91.

<sup>126</sup> Delibera Agcm, 10 dicembre 2009, n. 20559 (procedimento PS4026), §§ 46 e 62. Nel caso di specie il professionista non solo non ha portato tali elementi ma ha addirittura ammesso che alcuni dati, specificamente utilizzati nella comunicazione, non erano più in suo possesso.

<sup>127</sup> Sia sulla base delle evidenze in senso contrario acquisite in atti, sia per il mancato assolvimento dell'onere della prova; così Delibera Agcm, 15 dicembre 2016, n. 26298 (procedimento PS10389), §34.

<sup>128</sup> Delibera Agcm, 15 dicembre 2016, n. 26298 (procedimento PS10389), §4.

emissioni, ma in realtà solo una parte dei fondi sarebbe stata utilizzata per tale scopo, con una destinazione futura incerta. Inoltre, il messaggio ambientale era fuorviante, giacché il denaro era principalmente destinato a finanziare incentivi per l'acquisto di auto elettriche per i tassisti anziché a effettivamente compensare le emissioni di CO<sub>2</sub><sup>129</sup>. Infine, è importante evidenziare come si possono rinvenire procedimenti in attivazione dello strumento della tutela del consumatore avverso pratiche commerciali scorrette qualificabili come *greenwashing* in diversi Stati europei<sup>130</sup> e oltreoceano<sup>131</sup>.

#### 4.2. *Il greenwashing come pubblicità ingannevole*

Si è già ricordato che i messaggi pubblicitari coprono un ruolo fondamentale anche nel canale b2b – rappresentando uno dei principali mezzi di competizione per intercettare la domanda di consumo<sup>132</sup>. È proprio in questo contesto che assume rilievo la tutela avverso la

---

<sup>129</sup> Delibera Agcm, 5 luglio 2022, n. 30233 (procedimento PS12190), §53. È opportuno richiamare anche l'ultimo provvedimento adottato dell'Agcm in questo contesto che ha qualificato come pratica commerciale sleale il vanto della piena provenienza agricola delle materie prime utilizzate da Fileni per la produzione di mangimi biologici e sull'origine interamente italiana delle materie prime per l'alimentazione animale; cfr. Delibera Agcm, 16 gennaio 2024, n. 31025 (procedimento PS12496).

<sup>130</sup> Si vedano, tra gli altri, i seguenti procedimenti innanzi tribunali francesi, tedeschi e olandesi: Paris Civil Court (Tribunal judiciaire de Paris), *Greenpeace France and Others v. TotalEnergies SE and TotalEnergies Electricité et Gaz France*, 2022, <<https://climatecasechart.com/non-us-case/greenpeace-france-and-others-v-totalenergies-se-and-totalenergies-electricite-et-gaz-france/>>; District Court Düsseldorf (Landgericht Düsseldorf), *Deutsche Umwelthilfe e.V. v. TotalEnergies*, REWIS RS 2023, 2165, 2023, <<https://climatecasechart.com/non-us-case/deutsche-umwelthilfe-v-totalenergies-warmekraftstoff-deutschland-gmbh/>>; District Court of Amsterdam (Rechtbank Amsterdam), *Fossielvrij v. KLM*, ECLI:NL:RBAMS:2023:3499, 2023, <<https://climatecasechart.com/non-us-case/fossielvrij-nl-v-klm/>>.

<sup>131</sup> Si vedano, ad esempio, i seguenti procedimenti in corso negli Stati Uniti: U.S. District Court for the Central District of California, *Berrin v. Delta Air Lines Inc.*, Case No. 2:23-cv-04150, 2023, <<https://climatecasechart.com/case/berrin-v-delta-air-lines-inc/>>; US District Court for the Western District of Texas, *Uslar, et al. v. Vital Farms, Inc.*, Case No. 1:2022cv01271, 2022, <<https://dockets.justia.com/docket/texas/txwdce/1:2022cv01271/1198398>>.

<sup>132</sup> A.P. Seminara, *I limiti della comunicazione pubblicitaria*, cit., 660.

pubblicità ingannevole e, in particolare, la disciplina di cui al D.lgs. 145/2007<sup>133</sup> – anch’essa in attuazione della direttiva 2005/29/CE<sup>134</sup> – che ha lo scopo di tutelare i professionisti dalla pubblicità ingannevole e dalle sue conseguenze sleali, nonché di stabilire le condizioni di liceità della pubblicità comparativa. Il decreto legislativo ha altresì introdotto la possibilità per l’Agcm di agire avverso la pubblicità ingannevole – trovandoci dunque di fronte a uno strumento giuridico che può essere avviato, anche rispetto a condotte di *greenwashing*, tanto su istanza di ogni soggetto o organizzazione che ne abbia interesse, quanto d’ufficio<sup>135</sup>. Ciò a riprova del fatto che il divieto di pubblicità ingannevole nei rapporti b2b persegue l’interesse alla realizzazione di un mercato aperto, competitivo e libero da interferenze indebite<sup>136</sup>.

---

<sup>133</sup> Come si è già in parte accennato *supra* nt. 114, durante il processo di adeguamento al quadro normativo comunitario e nel rispetto di quest’ultimo, il legislatore italiano ha stabilito un sistema binario di protezione. Da un lato, con l’emanazione del D.lgs. 145/2007, ha rimosso dal Codice del consumo le disposizioni riguardanti la pubblicità ingannevole nei rapporti tra imprese e la liceità della pubblicità comparativa, trasferendole, con poche modifiche, in un *corpus* normativo separato. Dall’altro lato, tramite il D.lgs. 146/2007, ha regolamentato le pratiche commerciali scorrette tra professionisti e consumatori, incorporando la relativa disciplina nel Codice del consumo. Con riguardo agli interessi tutelati dalla disciplina in materia di pubblicità ingannevole, si rinvia, *ex multis*, M. LIBERTINI, *I principi della correttezza nella disciplina della concorrenza sleale*, Milano, 1962; 104 ss.; A. VANZETTI, V. DI CATALDO, M. SPOLIDORO, *Manuale di diritto industriale*, Milano, 2021, 142 ss.

<sup>134</sup> In particolare, dell’art. 14 dir. 2005/29/CE, che modificava la direttiva 84/450/CEE sulla pubblicità ingannevole.

<sup>135</sup> In tal senso, art. 8 D.lgs. 145/2007.

<sup>136</sup> Cons. Stato, Sez. VI, 14 settembre 2018, n. 5396, in *DeJure*, ove si legge: «Il divieto della pubblicità ingannevole anche nei rapporti tra professionisti (pubblicità c.d. *Business to Business*) – oltre ad essere prescritto dal diritto europeo – persegue l’interesse costituzionalmente rilevante alla realizzazione di un mercato aperto, competitivo e libero da interferenze indebite. Tale limite non costituisce una restrizione alla libertà di iniziativa economica, ma vale anzi a renderla effettiva, dando attuazione, sotto questo profilo, all’art. 41 Cost.». Per un approfondimento, si rinvia a V. Meli, «Diligenza professionale», «consumatore medio» e regola di *de minimis* nella prassi dell’AGCM e nella giurisprudenza amministrativa, in *La tutela del consumatore contro le pratiche commerciali scorrette nei mercati del credito e delle assicurazioni*, a cura di V. MELI E P. MARANO, Torino, 2011, 1 ss.

A prescindere dal (complesso) rapporto che intercorre tra la disciplina della pubblicità ingannevole e la tutela del consumatore<sup>137</sup>, a tutti gli effetti un *green claim* rivolto a una generalità di soggetti, consumatori e non, può essere al contempo qualificato come pratica commerciale scorretta e pubblicità ingannevole *ex* D.lgs. 145/2007. In termini generali, se un messaggio pubblicitario induce in errore i consumatori, trovano applicazione le disposizioni – più articolate – del Codice del consumo, se invece il *greenwashing* induce in errore altre persone fisiche o giuridiche, e/o pregiudica il loro comportamento economico<sup>138</sup>, oppure è idoneo a ledere un concorrente, allora trova applicazione il D.lgs. 145/2007.

Il quadro definitorio è analogo a quello di pratica commerciale ingannevole di cui all'art. 21 Codice del consumo<sup>139</sup>: ai sensi dell'art 1 co. 2 del D.lgs. 145/2007, infatti, la pubblicità (anche “verde”) deve essere palese, veritiera e corretta e, laddove sia idonea a pregiudicare il comportamento economico dei destinatari ovvero che, per questo motivo, sia idonea a ledere un concorrente, risulta in violazione dell'art. 2 del D.lgs. 145/2007.

Così, ad esempio, l'Agcm – già nel 2010, in un procedimento avviato dall'impresa lesa – aveva qualificato come ingannevoli messaggi volti a promuovere l'utilizzo di un additivo chimico,

---

<sup>137</sup> Si veda F. BERTELLI, *I green claims*, cit., 306, che osserva: «La relazione tra la regolamentazione delle pratiche commerciali scorrette e della pubblicità ingannevole solleva, in realtà, problematiche più articolate, tant'è che si è arrivati ad ipotizzare che tra l'ingannevolezza della pubblicità *ex* art. 2, d.lgs. n. 145 del 2007 e quella di dichiarazioni che possono essere qualificate come pratiche commerciali scorrette si instauri un rapporto di «genus a species» e a sottolineare come il fine comune di entrambe le discipline consista nel preservare la razionalità limitata dei consumatori per prevenire degenerazioni del mercato concorrenziale».

<sup>138</sup> Peraltro, una volta accertata l'ingannevolezza di un messaggio pubblicitario b2b, la casistica dell'Agcm sembra identificare il pregiudizio subito dai concorrenti *in re ipsa*, poiché questi ultimi risentono senz'altro dello sviamento della clientela verso i prodotti del concorrente. In tal senso, A.P. SEMINARA, *I limiti della comunicazione pubblicitaria*, cit., 673, ove più completi riferimenti bibliografici.

<sup>139</sup> L'art. 2 del D.lgs. 145/2007 definisce la pubblicità ingannevole come «qualsiasi pubblicità che in qualunque modo, compresa la sua presentazione è idonea ad indurre in errore le persone fisiche o giuridiche alle quali è rivolta o che essa raggiunge e che, a causa del suo carattere ingannevole, possa pregiudicare il loro comportamento economico ovvero che, per questo motivo, sia idonea a ledere un concorrente», offrendo così una definizione analoga e coerente a quella di cui all'art. 21 Cod. cons.

attraverso vanti mendaci relativi alla capacità dello stesso di rendere biodegradabili e compostabili materie plastiche tradizionali, nonché alla superiorità dello stesso rispetto ad un ulteriore prodotto commercializzato da un concorrente<sup>140</sup>. Ancora, il Tribunale di Milano – a seguito della contestazione avviata dall’Associazione di categoria Mineracqua – è stato chiamato a valutare una pubblicità comparativa finalizzata a promuovere un filtro per acqua, evidenziandone i vantaggi in termini ambientali e la sostanziale equipollenza biochimica rispetto alle acque minerali naturali (l’acqua filtrata avrebbe avuto «tutti i benefici dell’acqua minerale»). Le acque minerali erano dunque messe in cattiva luce sotto il profilo dell’ecosostenibilità, per via del loro impatto ambientale derivante dall’utilizzo della plastica per l’imbottigliamento dell’acqua naturale<sup>141</sup>. A prescindere dall’esito del giudizio, che ha identificato come ingannevoli *claims* non verdi, siamo di fronte a una pubblicità *green* che è stata vagliata per il suo impatto b2b tramite la lente del D.lgs. 145/2007 e, come si vedrà nel prossimo paragrafo, in quanto tale potenzialmente concretizzante un atto di concorrenza sleale a danno delle imprese produttrici di acque minerali naturali.

Prima di discutere della relazione tra tutela contro la pubblicità ingannevole (b2b e b2c) e concorrenza sleale, con riguardo a messaggi pubblicitari ingannevoli, accanto alle norme commentate e sul piano dei rimedi privatistici esperibili a livello nazionale<sup>142</sup> – a lungo protagonisti nel contesto, in quanto originariamente necessari a colmare una lacuna<sup>143</sup> – va altresì richiamato il Codice di autodisciplina della comunicazione commerciale, il quale, benché sia fondamentalmente un insieme di regole volontarie, svolge un ruolo significativo nell’interpretazione e nella regolazione della pubblicità, sia essa nel canale b2c o b2b<sup>144</sup>. La definizione di *comunicazione commerciale*

<sup>140</sup> Delibera Agcm, 22 dicembre 2010, n. 21942 (procedimento PB385).

<sup>141</sup> A.P. SEMINARA, *I limiti della comunicazione pubblicitaria*, cit., 672.

<sup>142</sup> Fatta salva come già ricordato la responsabilità civile (quantomeno nei confronti dei consumatori) e le azioni di risarcimento del danno che ne possono derivare; si veda *supra* nt. 28.

<sup>143</sup> In tal senso, P. Di TULLIO, *sub art. 2598 c.c.*, in *Commentario breve alle leggi su Proprietà intellettuale e concorrenza*, a cura di L.C. Ubertaini, Padova, 2016, 251.

<sup>144</sup> Con riguardo al tema dell’autodisciplina pubblicitaria, si rinvia a C. Alvisi, V. Guggino (a cura di), *Autodisciplina pubblicitaria. La soft law della pubblicità italiana*, Torino, 2020, *passim*.

*ingannevole* cui all'art. 2 del Codice di autodisciplina è perfettamente coerente con le due definizioni già commentate, ricollegando l'ingannevolezza alla capacità di indurre in errore i consumatori, anche per mezzo di omissioni, ambiguità o esagerazioni non palesemente iperboliche. L'art. 6 del Codice di autodisciplina prevede poi che chi si avvalga della comunicazione commerciale debba essere in grado di dimostrare, a richiesta del Giurì o del Comitato di Controllo, la veridicità dei dati, delle descrizioni, affermazioni, illustrazioni e la consistenza delle testimonianze usate. L'art. 12, introdotto nel 2014, infine, si riferisce espressamente alle asserzioni ambientali prevedendo che la comunicazione commerciale che dichiari o evochi benefici di carattere ambientale o ecologico deve basarsi su dati veritieri, pertinenti e scientificamente verificabili e deve consentire di comprendere chiaramente a quale aspetto del prodotto o dell'attività pubblicizzata i benefici vantati si riferiscono. L'Istituto di Autodisciplina Pubblicitaria ha più volte preso decisioni rispetto a condotte di *greenwashing* sulla base delle norme menzionate – di fatto formando un orientamento della giurisprudenza autodisciplinare nel senso di una condanna di quei *green claims* che siano generici, opaci o carenti di supporto probatorio<sup>145</sup>.

---

<sup>145</sup> Pronuncia n. 69/2016 del 28 ottobre 2016, *Fater S.p.A. c. Olive S.r.l.*, relativa ai già richiamati pannolini Nappynat, <<https://www.iap.it/decisioni/n-692016-del-28-10-2016/>>; nello stesso senso, si veda l'ingiunzione n. 14/17 del 6 marzo 2017 nei confronti di *Farmen International*, ai sensi della quale «il mancato assolvimento dell'onere probatorio crea una lacuna che si riflette negativamente sulla valutazione di liceità del messaggio in ordine alle affermazioni in esso contenute e determina necessariamente una presunzione di ingannevolezza delle stesse» - «il claim 'la prima colorazione con etichetta ambientale, buona con te, buona con l'ambiente', che si fonda su uno studio LCA su due creme coloranti, contravviene alla ratio e al disposto dell'art. 12 del Codice, che vieta il ricorso a claim generici, richiedendo che la comunicazione commerciale nel prospettare un beneficio ambientale debba "consentire di comprendere chiaramente a quale aspetto del prodotto o dell'attività pubblicizzata i benefici vantati si riferiscono". Ciò in ragione del fatto che la sensibilità verso i problemi ambientali è oggi molto elevata e le virtù ecologiche decantate da una impresa o da un prodotto possono influenzare le scelte di acquisto del consumatore medio. Ne consegue che non è conforme ad un'esigenza di effettiva tutela dell'ambiente che i vantì ambientali divengano frasi di uso comune, privo di concreto significato ai fini della caratterizzazione e della differenziazione dei prodotti». Con riguardo alla giurisprudenza autodisciplinare nel contesto dei *green claims*, si vedano, più approfonditamente, A. QUARANTA, *op. cit.*, 407 ss.; F. CESAREO, G. PIROTTA, *op. cit.*, 220 ss.



### 5. *Greenwashing e tutela dell'interesse privato a una concorrenza leale*

Tanto l'art. 27 co. 15 del Codice del consumo in materia di pratiche commerciali scorrette, quanto l'art. 8 co. 15 del D.lgs. 145/2007 in materia di pubblicità ingannevole fanno salva la giurisdizione del giudice ordinario riguardo agli atti di concorrenza sleale, ai sensi dell'art. 2598 c.c. A differenza delle discipline sulle pratiche commerciali scorrette e sulla pubblicità ingannevole, ci troviamo innanzi a una fattispecie che muove nel contesto del conflitto interindividuale tra soggetti<sup>146</sup> che necessariamente devono essere imprenditori e trovarsi in un rapporto di concorrenza economica<sup>147</sup>. In altre parole, pur trattandosi di un ambito normativo che è coerente con

---

<sup>146</sup> BERRUTI, *La concorrenza sleale nel mercato, giurisdizione ordinaria e normativa antitrust*, Milano, 2022, 7 ss.

<sup>147</sup> P. DI TULLIO, *op. cit.*, 2518, ove di legge «l'applicabilità della disciplina di cui agli artt. 2598 ss. è subordinata alla qualifica di imprenditore di entrambi i soggetti dell'illecito ed alla ricorrenza fra essi di un rapporto di concorrenza economica». Già R. FRANCESCHELLI, *Valore attuale del principio di concorrenza e funzione concorrenziale degli istituti del diritto industriale*, in *Riv. dir. ind.*, 1956, I, 66 ss., chiarisce come sussista un rapporto di concorrenza, secondo la definizione tradizionale, quando due o più imprese, in un determinato periodo di tempo, offrono o possono offrire beni o servizi che possono soddisfare, direttamente o indirettamente, lo stesso bisogno o bisogni simili o complementari, all'interno dello stesso ambito di mercato attuale o immediatamente potenziale. Per un inquadramento della disciplina in materia di concorrenza sleale, si rinvia, *ex multis*, a T. ASCARELLI, *Teoria della concorrenza e dei beni immateriali*, Milano, 1960, 185; P. AUTERI, *La concorrenza sleale*, nel *Trattato di diritto privato* diretto da P. RESCIGNO, Torino, 1983, 364 ss.; M. LIBERTINI, *I principi della correttezza professionale nella disciplina della concorrenza sleale*, in *Scritti in onore di Antonio Pavone La Rosa*, Milano, 1999, I/2, 594 ss.; G. Ghidini, *Della concorrenza sleale*, Milano, 2001, 334 ss. Risulta di particolare interesse in questo contesto la Sentenza del Tribunale di Milano, Sez. XV, 19 aprile 2021, oggetto di commento in G. Martina, *Concorrenza sleale e portata applicativa dell'art. 2598 c.c. tra «mercato del controllo societario» e conflitti endosocietari*, in *Giur. comm.*, 2022, 4, 955 ss. e, in particolare, la massima che recita: «Il perseguimento da parte del socio di società per azioni di un proprio progetto industriale in contrasto con l'interesse della società non è soggetto all'applicazione dell'art. 2598 c.c. trovando rimedio nella disciplina del conflitto di interessi tra la società e il socio nell'esercizio delle sue prerogative assembleari».

uno sviluppo corretto del mercato, l'interesse che esso tutela è prevalentemente privato<sup>148</sup>.

Tale interesse privato certamente dialoga con gli interessi pubblici al centro dalle previsioni già commentate. Alcuni arrivano addirittura a sostenere che una condotta che configuri una pratica commerciale scorretta possa sempre qualificarsi quale atto di concorrenza sleale nei confronti dei concorrenti dell'impresa che ha perpetrato la condotta<sup>149</sup>. Più in generale, una pubblicità ingannevole – certamente diretta ai consumatori ma anche b2b – sarebbe per definizione idonea ad arrecare un danno concorrenziale, solitamente riconducibile allo sviamento di clientela a danno del concorrente<sup>150</sup>.

La disciplina di cui all'art. 2598 c.c. offre all'impresa un rimedio esercitabile dinnanzi al tribunale ordinario nei confronti dei suoi concorrenti che realizzino condotte qualificabili come atti di concorrenza sleale e ha trovato ampia applicazione rispetto al fenomeno

---

<sup>148</sup> L. MOSCO, *La concorrenza sleale*, Napoli, 1956, 63-64, ove si legge: «(...) mi pare non si debba disconoscere che l'interesse tutelato mediante le norme della concorrenza sleale è prevalentemente un interesse privato (...). Con ciò naturalmente non si vuol dire che la repressione della concorrenza sleale non miri anche e correlativamente alla tutela di un interesse della collettività, cioè del complesso dei consumatori; ma quell'interesse (...) è soltanto la base sulla quale si muove il contrasto fra imprenditori concorrenti». A riconferma del fatto che nell'intenzione del legislatore non vi fosse la tutela della trasparenza del mercato, si può richiamare il dato testuale dell'art. 2598, n. 3, c.c., «idonei a danneggiare l'altrui azienda». Così, C. SANTAGATA, *Concorrenza sleale e trasparenza del mercato*, Padova, 1979, 17.

<sup>149</sup> Come osservato da L. NIVARRA, *op. cit.*, 235, si tratta di un'opinione minoritaria, riconducibile a G. AULETTA, V. MANGINI, *Della concorrenza*, Sub artt. 2595-2601, in *Comm. c.c. Scialoja Branca*, Bologna-Roma, Libro quinto, 1973, 51 ss. Infatti, una pratica commerciale ritenuta sleale dal punto di vista concorrenziale può non esserlo dal punto di vista della tutela del consumatore e viceversa, non essendovi un rapporto biunivoco alla base; così P. AUTERI, G. FLORIDIA, V. MANGINI, G. OLIVIERI, M. RICOLFI, P. SPADA, *Diritto industriale. Proprietà intellettuale e concorrenza*, Torino, 2016, 366 ss. Al riguardo, si veda il recente scritto di M. Bertani, *Continuità e discontinuità tra le discipline*, cit., *passim*.

<sup>150</sup> A conferma di una tale interpretazione, si può richiamare il considerando 6 della Direttiva 2005/29/CE che identifica le pratiche commerciali sleali come pratiche che «ledono direttamente gli interessi economici dei consumatori e, quindi, indirettamente gli interessi economici dei concorrenti legittimi». In commento, L. Nivarra, *op. cit.*, 235. Al riguardo, anche A. VANZETTI, V. DI CATALDO, M. SPOLIDORO, *op. cit.*, 143; P. SPADA, *Dalla concorrenza sleale alle pratiche commerciali scorrette nella prospettiva rimediabile*, in *Il dir. ind.*, 2011, 1, 45 ss.

pubblicitario<sup>151</sup>. Più precisamente, a trovare applicazione è stato principalmente l'art. 2598 n. 3 c.c., che delinea i parametri per definire la slealtà concorrenziale di comportamenti non riconducibili a fattispecie tipiche<sup>152</sup> e che identifica la concorrenza sleale nella contrarietà alla correttezza professionale e nell'idoneità a danneggiare l'altrui azienda<sup>153</sup>. Non a caso, l'art. 2598 n. 3 c.c. è comunemente definito come la disposizione che consente alla disciplina in discussione di adeguarsi all'evoluzione della vita economica<sup>154</sup>.

La violazione dell'art. 2598 n. 3 c.c. non dipende dalla capacità di un messaggio pubblicitario di denigrare il prodotto o l'attività del concorrente<sup>155</sup>, prescindendo così dalla colpa e dall'esistenza di un danno attuale<sup>156</sup>, essendo (necessario e) sufficiente che la condotta violi le norme che stabiliscono i parametri di correttezza professionale a cui l'imprenditore dovrebbe attenersi, rinvenibili negli articoli 1175 e 1337 c.c. relativi al dovere di correttezza e alla buona fede precontrattuale<sup>157</sup>, nei principi dell'ordinamento attinenti al buon funzionamento del mercato, e in altre disposizioni considerate quali elementi integrativi, come ad esempio il Codice di autodisciplina della comunicazione commerciale, ritenuto espressione dell'etica professionale e

---

<sup>151</sup> A.P. SEMINARA, *I limiti della comunicazione pubblicitaria*, cit., 661.

<sup>152</sup> P. DI TULLIO, *op. cit.*, 2549.

<sup>153</sup> Sulla portata precettiva dell'art. 2598, n. 3, c.c. e sul significato della correttezza professionale, si rinvia, *ex multis*, a M. LIBERTINI, *I principi della correttezza professionale*, cit., 509 ss.; R. PARDOLESI, *La concorrenza e la tutela dell'innovazione*, in *Diritto civile*, IV, 1, diretto da N. LIPARI e P. RESCIGNO e coordinato da A. ZOPPINI, Milano, 2009, 53 ss.; F. Scaglione, *Il mercato e le regole della correttezza*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, Padova, 2010, 111 ss.; V. DI CATALDO, *Conclusioni*, in *I decreti legislativi sulle pratiche commerciali scorrette, Attuazione e impatto sistematico della direttiva 2005/29/CE*, a cura di A. Genovese, Padova, 336 ss.

<sup>154</sup> P. DI TULLIO, *op. cit.*, cit., 2549.

<sup>155</sup> Lo scopo della pubblicità è proprio di incrementare (o consolidare) i propri clienti, a discapito dei propri concorrenti. R. PARDOLESI, *La concorrenza e la tutela dell'innovazione*, in *Diritto civile*, IV, 1, cit., 53 ss.

<sup>156</sup> L. NIVARRA, *op. cit.*, 195.

<sup>157</sup> Si potrebbe altresì immaginare una rilevanza dell'art. 1375 c.c. sull'esecuzione del contratto in buona fede. Più in generale, è adeguato il riferimento ai principi dell'ordinamento attinenti al buon funzionamento dei mercati. In tale contesto, si vedano M. LIBERTINI, *I principi della correttezza professionale*, cit., 514 ss.; G. Ghidini, *op. cit.*, 236 ss.

commerciale<sup>158</sup>. Così, vi è chi definisce la norma in discussione come tutela di un autonomo diritto soggettivo alla lealtà della concorrenza<sup>159</sup>.

A tutti gli effetti, dunque, la diffusione da parte di un'impresa di informazioni sulla propria ecosostenibilità non corrette o non verificabili è suscumbibile nell'art. 2598 n. 3 c.c., poiché astrattamente pregiudizievole per un soggetto terzo, sia esso individuato o meno<sup>160</sup>.

Proprio in tale contesto, si colloca la già richiamata ordinanza cautelare del Tribunale di Gorizia del 26 novembre 2021, che ha per l'appunto qualificato la divulgazione di *green claims* fuorvianti in violazione dell'art. 2598 c.c.<sup>161</sup>. Nel caso in esame, il Tribunale

---

<sup>158</sup> P. DI TULLIO, *op. cit.*, 251. In giurisprudenza, si vedano Cass. Civ. 15 febbraio 1999, n. 1259, in *Mass. Giust. civ.*, 1999, 345; Cass. Civ., Sez. I, 15 febbraio 1999, n. 1259, in *Foro It.*, 1999, I, 2572, ove si identificano quali parametri di valutazione della correttezza professionale «le regole contenute nel codice di auto-disciplina pubblicitaria, quali espressione dell'etica professionale e commerciale, alla cui tutela la norma civilistica è finalizzata». A conferma, nella dottrina recente, A.P. SEMINARA, *I limiti della comunicazione pubblicitaria*, cit., 664; A. PISTILLI, *Il green-washing*, cit., 388.

<sup>159</sup> G. FLORIDIA, in AA.VV., *Diritto industriale. Proprietà intellettuale e concorrenza*, Torino, 2012, 329 ss.

<sup>160</sup> Con riguardo alle condotte che ricadono nell'ambito di applicazione dell'art. 2598 n. 3, c.c., si veda A. Pistilli, *op. cit.*, 388 che osserva: «gli atti di concorrenza sleale riconducibili in quest'ultima categoria [di cui all'art. 2598, n. 3, c.c.] sono suddivisibili, secondo la dottrina maggioritaria, in due gruppi: nel primo, vanno iscritti gli atti di concorrenza sleale atti ad alterare la situazione del mercato senza provocare alcun detrimento ad uno specifico concorrente (quindi, ad es., il mendacio concorrenziale, le vendite sottocosto e la violazione di norme di diritto pubblico), nel secondo, sono compresi gli atti tipicamente rivolti contro uno specifico concorrente, a propria volta suddivisi in due sottoclassi (atti rivolti alla sfera interna dell'impresa concorrente, quali, ad es., lo storno di dipendenti e la sottrazione di segreti aziendali, da un lato, e atti indirizzati alla situazione di mercato dell'impresa concorrente, quali, ad es., la concorrenza parassitaria e il boicottaggio, dall'altro)». Rispetto alla illiceità concorrenziale di condotte di imprese che situano, in tutto o in parte, il proprio processo produttivo in ordinamenti che tollerano metodi di produzione non rispettosi delle norme in materia di diritti dei lavoratori o in materia di protezione dell'ambiente, si veda D. ARCIDIACONO, *Concorrenza sleale, core labour standards e violazioni in materia ambientale*, in *Riv. dir. ind.*, 2014, 324 ss.

<sup>161</sup> Tribunale di Gorizia, 25 novembre 2021, in *Riv. giur. amb.*, 2021, 932, con nota di M. MASSIRONI, *Green claim e greenwashing al vaglio della giurisprudenza*, in *Diritto agroalimentare*, 2022, 7 ss. Si vedano anche le note di B. LA PORTA, *Riflessioni a margine di un'ordinanza cautelare del Tribunale di Gorizia*:

goriziano, su ricorso di Alcantara SPA, è stato chiamato a valutare la campagna pubblicitaria della società concorrente Miko S.r.l., produttrice di Dinamica, una microfibra utilizzata nel settore automobilistico, simile al tessuto prodotto da Alcantara. Questa campagna aveva come principali destinatari le case automobilistiche che utilizzano il prodotto oggetto di pubblicità, ma, secondo l'organo giudicante, il messaggio pubblicitario – come ripreso dai clienti di Miko – poteva influenzare anche i consumatori finali che scelgono il tessuto Dinamica per i rivestimenti interni delle loro auto. Il Tribunale ha analizzato i messaggi pubblicitari “verdi” diffusi da Miko, rilevando che alcuni erano generici (come “scelta naturale”, “amica dell’ambiente”, “la prima e unica microfibra che garantisce ecosostenibilità per tutto il ciclo produttivo”), formando un’immagine “green” dell’azienda senza però rendere conto delle politiche aziendali effettive volte a ridurre l’impatto ambientale. Altri messaggi sono stati ritenuti scorretti, come la qualifica del prodotto come fibra naturale, nonostante la sua derivazione petrolifera. Altri ancora sono stati considerati non verificati o verificabili, come la presunta riciclabilità totale del tessuto al termine del ciclo di utilizzo, poiché le tecnologie impiegate non erano ancora chiare. Alcuni messaggi, infine, sono stati ritenuti fuorvianti, come la dichiarazione di riduzione dell’80% del consumo di energia e delle emissioni di CO<sub>2</sub>, poiché questa riduzione dovrebbe essere proporzionata solo alla quota di materiale riciclato utilizzata nel prodotto. Di conseguenza, il Tribunale di Gorizia ha condannato Miko per la divulgazione di messaggi pubblicitari ambientali ingannevoli – poiché contenenti affermazioni non veritiere, fuorvianti o non verificabili – e ha qualificato tale condotta come suscettibile di integrare una forma di concorrenza sleale ai sensi dell’art. 2598 n. 3 c.c.

Occorre precisare che l’ordinanza del Tribunale di Gorizia è stata ribaltata in sede di reclamo sulla base di una nuova valutazione del *periculum in mora* – poiché non sarebbe stata fornita prova circa il concreto rischio di perdita di clienti in conseguenza della presunta ingannevolezza dei messaggi oggetto di giudizio – e che il giudizio di merito non è ancora giunto a termine. Tuttavia, la decisione del

---

greenwashing tra concorrenza sleale e diritto del consumatore all’acquisto consapevole, in *Ambiente & sviluppo*, 2022, 403 ss.; A. QUARANTA, *op. cit.*, 403 ss.

Tribunale goriziano resta importante non solo perché è la prima che applica l'art. 2598 c.c. a una condotta di *greenwashing*, ma anche perché essa pone in relazione le norme a tutela del mercato, incluse quelle di natura volontaria, distinguendo così le fattispecie di comunicazioni commerciali ingannevoli, pratiche commerciali scorrette e concorrenza sleale nel contesto ambientale.

In particolare, l'ordinanza cautelare in commento menziona i tre quadri normativi già discussi – ossia il Codice del consumo, il D.lgs. 145/07 e il Codice di autodisciplina della comunicazione pubblicitaria e la relativa giurisprudenza autodisciplinare – in una dimensione integrata di norme convergenti «accomunate dall'obiettivo di garantire il rispetto di un principio generale di verità del messaggio che abbia carattere pubblicitario»<sup>162</sup>. In linea con quanto ricordato circa l'inquadramento della correttezza professionale di cui all'art. 2598 n. 3 c.c., il Tribunale individua poi linee di indirizzo a partire dalla giurisprudenza autodisciplinare e, in particolare, evidenzia una correlazione tra la crescente sensibilità in capo ai consumatori verso i problemi ambientali e le virtù ecologiche delle imprese, che possono condizionarne le scelte di acquisto, rendendo così non conforme a un'esigenza effettiva di tutela dell'ambiente il fatto che i vantii ambientali divengano frasi di uso comune, prive di concreto significato ai fini della caratterizzazione e della differenziazione dei prodotti<sup>163</sup>.

Sebbene l'ordinanza abbia suscitato alcune critiche per la sua presunta confusione tra diverse normative – non distinguendo chiaramente il canale b2b e b2c, il canale regolamentare e volontario<sup>164</sup> – è innegabile che rappresenti un significativo passo in avanti nell'individuare e affrontare specificamente la pubblicità verde ingannevole che danneggia i concorrenti, collocandola nell'ambito delle condotte atipiche previste dall'art. 2598 n. 3 c.c., e fornendo così

---

<sup>162</sup> Tribunale di Gorizia, 25 novembre 2021, cit., 5.

<sup>163</sup> Tribunale di Gorizia, 25 novembre 2021, cit., 6.

<sup>164</sup> In espressa critica all'ordinanza del Tribunale di Gorizia, si veda A. Pistilli, *op. cit.*, 386, che afferma: «È qui che si assiste ad un corto circuito dell'iter logico-argomentativo del giudicante, che incorre, in maniera certamente involontaria, nell'errata sovrapposizione fra pubblicità ingannevole e pratiche commerciali scorrette, sovrapposizione, ad ogni buon conto, accidentale e non richiesta, in quanto la tesi formulata da Alcantara avrebbe dovuto implicare la sola verifica di sussumibilità dei fatti oggetto di censura nell'art. 2598, n. 3, c.c.».

un'ulteriore arma – o meglio, un'arma più certa – nell'alveo dei rimedi privatistici<sup>165</sup>.

Resta da chiedersi se la decisione sarebbe stata la stessa se si fosse trattato di una campagna pubblicitaria non *green*. Anche se la pubblicità ingannevole è sovente alla base di condotte di concorrenza sleale<sup>166</sup>, alcuni ritengono che la decisione del Tribunale di Gorizia abbia adottato criteri di valutazione più rigorosi rispetto al consueto, stabilendo che la genericità delle dichiarazioni ambientali possa di per sé compromettere l'autonomia decisionale dei consumatori<sup>167</sup>. Solitamente, invece, la genericità del messaggio non sarebbe di per sé sufficiente a considerare ingannevole un annuncio, a meno che non si dimostri caso per caso che il consumatore sarebbe potuto cadere in errore, tenendo in considerazione, ad esempio, l'identità del pubblico a cui è rivolto<sup>168</sup>.

#### 6. Spunti conclusivi: il ruolo dei marchi di sostenibilità nella prevenzione del greenwashing

Il *corpus* normativo esaminato nel presente contributo – da alcuni definito come “diritto della pubblicità”<sup>169</sup> – si presenta come un insieme variegato di norme con diversi livelli di tutela, interconnessi tra loro ma orientati a salvaguardare interessi differenti<sup>170</sup>. Il punto di convergenza tra queste norme, come visto, può essere individuato nella tutela del buon funzionamento del mercato nelle sue diverse sfaccettature – e, dunque, nella tutela della corretta comunicazione d'impresa – e proprio

<sup>165</sup> Al riguardo, si veda L. Nivarra, *op. cit.*, 247, il quale osserva: «l'art. 2598 n. 3 c.c. raramente costituisce base normativa per la qualificazione in termini di illiceità di fattispecie concorrenziali inedite. Tale osservazione di massima, ovviamente, non esclude che la clausola generale trovi concreta attuazione, per il tramite dell'elaborazione giurisprudenziale, dinanzi all'emersione di nuove prassi».

<sup>166</sup> A.P. SEMINARA, *I limiti della comunicazione pubblicitaria*, cit., 662.

<sup>167</sup> F. PALAZZINI, “Greenwashing” nelle comunicazioni pubblicitarie e la rilevanza come atto di concorrenza sleale, in *Riv. giur. dell'ambiente*, 2021, 931.

<sup>168</sup> In linea, si veda Giurì, 10 giugno 2014, n. 44, ove frasi generiche non sono state considerate tali da trarre in inganno il consumatore.

<sup>169</sup> Al riguardo, si vedano, *ex multis*, E. APA, *La pubblicità commerciale. Struttura, natura e referenti costituzionali*, Napoli, 2011, *passim*; A.P. SEMINARA, *L'informazione pubblicitaria nell'ambito della regolazione giuridica dei mercati*, Napoli, 2023, *passim*.

<sup>170</sup> A.P. SEMINARA, *I limiti della comunicazione pubblicitaria*, cit., 660; I. Riva, *op. cit.*, 60.

la loro applicazione sinergica può contribuire in modo significativo a una corretta identificazione e mitigazione del fenomeno del *greenwashing*.

In concreto, se determinate dichiarazioni di sostenibilità sono in grado di generare aspettative ragionevoli riguardo alle prestazioni ambientali del prodotto offerto e all'attenzione verso gli aspetti sociali nel suo ciclo produttivo, le norme avverso le pratiche commerciali scorrette, la pubblicità ingannevole e la concorrenza sleale devono necessariamente sovrapporsi e intervenire in risposta alla stessa condotta che sia idonea ad alterare le dinamiche di mercato<sup>171</sup>. Da un lato, è evidente che un consumatore (o un'impresa non concorrente) potrebbe essere influenzato in modo ingannevole da una pubblicità verde a prendere una decisione d'acquisto che altrimenti non avrebbe assunto – situazione particolarmente grave data l'attuale urgenza di procedere a una transizione verde dei mercati. Dall'altro lato, i concorrenti potrebbero subire danni indiretti derivanti dal vantaggio competitivo ottenuto dall'impresa che si presenta come socialmente responsabile, attirando così i consumatori c.d. "etici"; oppure, per timore di subire le conseguenze delle reazioni positive alla reputazione dell'azienda concorrente che si è dichiarata responsabile ambientalmente, potrebbero essere spinti a sostenere i costi necessari per adeguarsi a politiche di responsabilità sociale d'impresa falsamente dichiarate dalla concorrente<sup>172</sup>.

Per quanto l'analisi sino a qui condotta abbia confermato come le regole già esistenti a tutela del mercato possano certamente essere utilizzate per contrastare il *greenwashing*, appare però importante valutare se tale applicazione sia sufficientemente efficace o se il quadro normativo necessita di modifiche o di un'evoluzione interpretativa che attribuisca specifico rilievo alla tutela della corretta comunicazione

---

<sup>171</sup> F. BERTELLI, *I green claims*, cit., 302. Circa la potenziale coincidenza o distinzione del mandato delle discipline, si vedano M. BERTANI, *Continuità e discontinuità tra le discipline*, cit., *passim.*; A. GENTILI, *Pratiche sleali e tutele legali: dal modello economico alla disciplina giuridica*, in *Riv. dir. priv.*, 2010, 57; G. DE CRISTOFARO, *Le pratiche commerciali scorrette nei rapporti fra professionisti e consumatori*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2008, 1081.

<sup>172</sup> Più nel dettaglio, F. BERTELLI, *I green claims*, cit., 303. La relazione tra reputazione d'impresa e art. 2598 c.c. è analizzata da A. FUSARO, *Informazioni economiche e «reputazione» d'impresa*, Torino, 2010, 189 ss.



d'impresa sulla sostenibilità ambientale. Tale valutazione appare necessaria per una molteplicità di fattori. In primo luogo, perché esiste un interesse generale, indipendente dagli interessi specifici dei consumatori o delle imprese coinvolte nella condotta di volta in volta sotto indagine, a ridurre le affermazioni ambientali ingannevoli. La diffusione di tali affermazioni potrebbe infatti portare a una perdita della persuasività della comunicazione stessa e, di conseguenza, a una mancanza di fiducia nella maggioranza dei destinatari. In breve, un rigoroso controllo sulla comunicazione della sostenibilità ambientale protegge l'attrattiva di questa comunicazione, il che a sua volta si traduce in una valorizzazione degli investimenti ecologici e delle *best practices* delle imprese, che saranno incentivate ad adottare un approccio più attento alla comunicazione commerciale verde, rinunciando ai messaggi tendenziosi, iperbolici o imprecisi<sup>173</sup>. In secondo luogo, il panorama di rimedi generali a tutela del mercato attualmente disponibili potrebbe non essere sufficiente a contrastare efficacemente alcune pratiche di *greenwashing*<sup>174</sup>.

Nel rispondere al quesito, si ritiene condivisibile l'approccio adottato tanto a livello UE quanto a livello nazionale nel senso di confermare l'importanza degli strumenti generali – anche a tutela del mercato – ma di riconoscere allo stesso tempo le peculiarità determinate dal contesto di salvaguardia ambientale in cui ci si colloca. In questo ultimo senso, vale la pena ricordare le due direttive relative alle asserzioni ambientali e alla responsabilizzazione dei consumatori per la

---

<sup>173</sup> I. RIVA, *op. cit.*, 64, ove tra l'altro si osserva: «A supporto di questa linea di pensiero valga osservare come nell'ambito della comunicazione *Green* vengano in considerazione esigenze ulteriori rispetto alla mera tutela del consumatore medio e della leale concorrenza tra imprese. Si tratta infatti di osteggiare l'uso inflattivo dei *claim* ecologici, la proliferazione incontrollata della comunicazione di sostenibilità, suscettibile di tradursi in un'inevitabile perdita di persuasività della comunicazione stessa, e in una conseguente perdita di fiducia nella massa dei consumatori. In sintesi, il rigore del controllo sulla comunicazione di sostenibilità attua la salvaguardia del potere attrattivo della relativa comunicazione, che a sua volta si proietta nella valorizzazione degli investimenti ecologici e in generale delle *best practices* delle imprese. Per queste ultime, s'impone una soglia di attenzione più elevata sulla comunicazione commerciale *eco-friendly*, con rinuncia a qualsiasi messaggio tendenzioso, iperbolico, o impreciso, e un approccio di tipo precauzionale».

<sup>174</sup> In termini più generali, è opportuno domandarsi se l'interazione (o, meglio, l'interferenza) tra gli strumenti di tutela disponibili non finisca per svantaggiare il consumatore; al riguardo, si veda F. Bertelli, *I green claims*, cit., 306.

transizione verde, che intervengono sulle norme a tutela dei consumatori, orientandole verso le esigenze ambientali<sup>175</sup>. Inoltre, si è osservato, alcuni ritengono che il Tribunale di Gorizia abbia adottato un approccio più rigoroso dell'ordinario nei confronti dei messaggi pubblicitari generici, proprio perché il caso riguardava asserzioni ambientali.

Ancora, è opportuno domandarsi se i marchi di sostenibilità – con ciò intendendosi quel sotto-insieme di asserzioni ambientali che si presentano nella forma di marchi di fiducia, marchi di qualità o marchi equivalenti<sup>176</sup> – possano assumere un ruolo importante nella lotta al *greenwashing*, poiché pongono i messaggi pubblicitari (almeno in parte) al riparo da condotte contrarie al buon funzionamento del mercato. A conferma dell'importanza di detti marchi, si può richiamare il fatto che la Direttiva per la responsabilizzazione dei consumatori per la transizione verde qualifica come pratica commerciale considerata in ogni caso sleale l'esibizione di un marchio di sostenibilità che non è basato su un sistema di certificazione o non è stabilito da autorità pubbliche<sup>177</sup>. Ancora, la Direttiva relativa alle asserzioni ambientali prevede un divieto di quei marchi di sostenibilità che non rispettano i requisiti minimi di trasparenza e credibilità. Tuttavia, tali disposizioni trovano le loro radici proprio nel rilievo che i marchi ambientali operativi nel mercato interno dell'UE sono numerosissimi, adottano approcci operativi differenti e sono soggetti a diversi gradi di controllo (sovente deboli o assenti), ingenerando così un'inevitabile confusione, che potrebbe finire per peggiorare, anziché migliorare, la comunicazione verde. Più in generale, la proliferazione e la mancanza di trasparenza e di attendibilità dei marchi di sostenibilità di prodotti e servizi è additata come un ostacolo importante alla

---

<sup>175</sup> Come ricordato, tali direttive, di prossima adozione, pur non introducendo novità in termini di principi generali, potenziano la tutela del consumatore (già esistente) avverso *green claims* fuorvianti.

<sup>176</sup> Relazione in accompagnamento alla Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio sull'attestazione e sulla comunicazione delle asserzioni ambientali esplicite, cit., 4.

<sup>177</sup> Sul ruolo della disciplina a tutela del marchio avverso il *greenwashing*, si rinvia a G. SPEDICATO, *Note sui rapporti tra la disciplina delle pratiche commerciali sleali e la disciplina dei marchi nel contrasto al greenwashing d'impresa*, in *Atti del Convegno – Orizzonti*, 2023, 20 ss.

responsabilizzazione dei consumatori per la transizione verde<sup>178</sup>. Non solo, ad oggi, le imprese che investono per aderire a sistemi di etichettatura ambientali affidabili, si trovano svantaggiate rispetto alle imprese che ricorrono a marchi ambientali inattendibili, sfruttando il fatto che sovente i consumatori non hanno gli strumenti per distinguerli<sup>179</sup>.

A tutti gli effetti l'uso di un marchio di sostenibilità – al ricorrere dei requisiti delle singole fattispecie – può qualificarsi come pratica commerciale scorretta, pubblicità ingannevole o atto di concorrenza sleale (a seconda, per appropriazione di pregi ai sensi dell'art. 2598 n. 2 c.c. o per mendacio pubblicitario ricadendo nell'art. 2598 n. 3 c.c.)<sup>180</sup>. Tuttavia, un uso dei marchi di sostenibilità – siano essi di origine nazionale, regionale o europea come il c.d. Ecolabel<sup>181</sup> – adeguatamente sorvegliato e vincolato a meccanismi di certificazione rigorosi potrebbe portare un'importante semplificazione, tanto in senso di *compliance* da parte delle imprese che vogliono poterli esibire, quanto da parte dei consumatori che potranno sentirsi confortati da meccanismi di controllo e che saranno agevolati nella comparazione tra prodotti più o meno *green*.

---

<sup>178</sup> In tal senso, si veda la già richiamata consultazione pubblica in materia di «Prestazioni ambientali di prodotti e imprese - dimostrare la veridicità delle affermazioni» del 2020, <[https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12511-Prestazioni-ambientali-di-prodotti-e-imprese-dimostrare-la-veridicità-delle-affermazioni\\_it](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12511-Prestazioni-ambientali-di-prodotti-e-imprese-dimostrare-la-veridicità-delle-affermazioni_it)>.

<sup>179</sup> Relazione in accompagnamento alla Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio sull'attestazione e sulla comunicazione delle asserzioni ambientali esplicite, cit. 5.

<sup>180</sup> Al riguardo si veda A. PISTILLI, *op. cit.*, 390, la quale osserva: «Ne segue che l'auto-attribuzione di una certificazione di qualità e sicurezza in realtà inesistente costituisce (i) atto di concorrenza sleale per appropriazione di pregi (art. 2598, n. 2, c.c.) se a lamentarsene è il concorrente effettivamente munito della certificazione in questione, oppure (ii) atto di concorrenza sleale per mendacio pubblicitario (art. 2598, n. 3, c.c.) e pubblicità ingannevole (a norma dei previgenti artt. 1-3, D.lgs. n. 145/07) se a lamentarsene è il terzo concorrente, parimenti privo di certificazione, il quale vanta un interesse a impedire ad altri di avvalersi di mezzi sleali nella gara concorrenziale».

<sup>181</sup> Ecolabel UE è stato istituito nel 1992 con il Regolamento (CE) 880/92 e successivamente aggiornato con il Regolamento n. 1980/2000 ed è conferito a prodotti e servizi che hanno un basso impatto ambientale durante il loro ciclo di vita. I criteri per l'assegnazione dell'Ecolabel vengono regolarmente rivalutati e resi più rigidi per promuovere un miglioramento costante nella qualità ambientale dei prodotti e servizi.

Volendo infine tracciare alcuni rilievi conclusivi sulla relazione tra informativa societaria e tutela della corretta comunicazione d'impresa, si deve ricordare come, da un lato, l'aumento delle misure mirate a introdurre obblighi informativi sulla sostenibilità ambientale delle imprese vada nella direzione di una standardizzazione preventiva di un agire imprenditoriale sostenibile, che potrebbe in qualche modo ridurre la diversificazione delle pratiche tenute da operatori tra loro concorrenti e facilitare, al contempo, l'*enforcement* delle norme a tutela del mercato. Ancora, la standardizzazione dell'informazione prevista nelle norme discusse nel paragrafo 2 – che coinvolge indirettamente numerose imprese, oltre a quelle specificamente destinatarie – muove nel senso di consentire un confronto più accurato tra le performance ambientali delle diverse imprese. Dall'altro lato, poi, si potrebbe arrivare ad argomentare che una medesima condotta potrebbe astrattamente configurare non solo una pratica commerciale scorretta, una pubblicità ingannevole, un illecito autodisciplinare, e un atto di concorrenza sleale, ma anche la violazione di obblighi informativi specificamente previsti per una particolare impresa, in un dato settore. *A contrario*, nel contesto di una relazione societaria, rappresentare un'impresa sostenibile quando in realtà non lo è, potrebbe costituire non solo una violazione dei principi societari richiamati, ma – a seconda delle circostanze e del coinvolgimento di interessi di concorrenti, soggetti terzi, investitori o consumatori – potrebbe addirittura assurgere (in particolare nel mercato dei capitali di rischio e di finanziamento) a atto di concorrenza sleale, pubblicità ingannevole o pratica commerciale scorretta.

## **Complessità contrattuale e perimetri applicativi. Questioni sul confine tra banca e finanza.**

**SOMMARIO:** 1. Complessità strutturale, operazioni di credito e strumenti finanziari: complessità organizzata o disorganizzata? – 2. Il contratto finanziario derivato quale segmento dell'erogazione creditizia. L'ibridazione e la selezione della disciplina applicabile. – 3. Dalla qualificazione all'applicazione della disciplina: operazione economica complessa (o ibrida) e normativa bancaria di trasparenza. Indicatori sintetici di costo e contratto di *swap*. – 4. (*Segue*) Applicazione della disciplina antiusura all'operazione economica ibrida. Costo del credito, tasso soglia e commissioni del contratto di *swap*. – 5. (*Segue*) Applicazione della disciplina riguardante la surrogazione per volontà del debitore all'operazione economica ibrida. Contratto di credito, contratto di *swap* e *mark to market*.

### *1. Complessità strutturale, operazioni di credito e strumenti finanziari: complessità organizzata o disorganizzata?*

Se è vero che scoprire la complessità non è solo riconoscere un ordine che viene meno ma è anche e soprattutto l'affermarsi di un'esigenza e di una ineludibilità «di un approfondimento dell'avventura della conoscenza»<sup>1</sup>, agli interpreti occorrerà sempre avventurarsi nella comprensione della complessità di nuovi fenomeni giuridici e – per dirla alla Warren Weaver<sup>2</sup> ma senza mutuarne tutti i presupposti concettuali – comprendere se si tratti di complessità «disorganizzata» oppure «organizzata», l'ineludibile arrivo dell'evoluzione di alcuni rapporti contrattuali ovvero l'artificiosa complessità che cela interessi di parte.

Una nuova complessità si è affermata – o, più cautamente, va affermandosi – nel contesto dell'attività bancaria dell'erogazione del

---

<sup>1</sup> E. MORIN, *Le vie della complessità*, in (a cura di) G. BOCCHI e M. CERUTI, *La sfida della complessità*, Milano, 1985, 60. Per una più ampia riflessione filosofica ed epistemologica dell'autore sulla complessità, ID., *La méthode: I. La nature de la nature*, Paris, 1977, trad. it. di R. Cortina, *Il metodo: I. La natura della natura*, Milano, 2001; ID., *Le défi de la complexité*, in *Chimères*, 5/6, 1988, 1 ss., e da ultimo ID., *La sfida della complessità*, Milano, 2017. Sui postulati della “teoria della complessità” applicati alla metodologia scientifica dello studio del diritto, A. FALZEA, voce *Complessità giuridica*, in *Enc. dir.*, Annali, I, Milano, 2007, 201 ss.

<sup>2</sup> W. WEAVER, *Science and complexity*, in *American scientist*, 36, 1948, 536 ss.

credito, ove con una certa frequenza gli istituti bancari inducono i propri clienti a sottoscrivere un contratto finanziario derivato di *interest rate swap*<sup>3</sup>, il quale, nella sua interazione con la clausola del contratto di

---

<sup>3</sup> Con riferimento al contratto di *interest rate swap* – contratto finanziario derivato negoziato fuori dai mercati regolamentati (c.d. *over the counter* o *otc*) – dottrina e giurisprudenza non convergono su un'unica definizione, sicché pare opportuno precisare che nel presente contributo lo *swap* è inteso come contratto col quale due parti convengono di determinare, in un tempo dato, la prestazione dell'obbligazione, cui uno dei contraenti sarà tenuto, in applicazione di un criterio di calcolo a due differenti tassi riferiti ad un medesimo nozionale. È una definizione che tende a sovrapporsi alla ricostruzione di quella dottrina che descrive il funzionamento del derivato in questione come pagamento di differenze pur escludendo la natura di contratto differenziale, B. INZITARI, *Il contratto di swap*, in F. GALGANO (diretto da), *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, Torino, 1995, 2465. Cfr. inoltre la dottrina che riconosce nel contratto di *irs* – seppur con alcune differenze anche tra le stesse voci dottrinali – il modo di funzionamento del contratto differenziale, come F. ROSSI, *Profili giuridici del mercato degli swaps di interessi e di divise in Italia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 5, 1993, 614; F. GIULIANI, *I titoli sintetici tra operazioni differenziali e realtà del riporto*, in *Giur. comm.*, I, 1, 1992, 79; D. PREITE, *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare caps, floors, swaps, index futures)*, in *Diritto del commercio internazionale*, 1992, 171; seppur con incertezze, anche, G. FERRARINI, *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, in (a cura di) F. RIOLO, *I derivati finanziari*, Milano, 1993, 34.

Sul punto si v., *contra*, la nota decisione inglese House of Lords, 24 gennaio 1991, in *Banca borsa tit. cred.*, II, 1991, 435, che qualifica l'*irs* come contratto di scambio: «Lo *swap* è il contratto attraverso il quale due parti convengono di scambiarsi, in una o più date prefissate, due somme di danaro calcolate applicando due diversi parametri (generalmente tasso di interesse e/o di cambio) ad un identico ammontare di riferimento». Conforme, tra la giurisprudenza interna meno recente, Cass., 15 marzo 2001, n. 3753 e Cass., 7 marzo 2001, n. 3272, entrambe in *dejure.it*, nonché Cass., 6 aprile 2001, n. 5114, con nota di E. FILOGRANA, «*Swaps abusivi*»: *profili di invalidità e responsabilità precontrattuale*, in *Foro it.*, 7-8, 2001, 2185 ss., per la quale «è contratto di *Swap* quello in cui due parti convengono di scambiarsi, in una o più date prefissate, somme di danaro calcolate applicando due diversi parametri (in termini di tassi di interesse o di cambio) ad un identico ammontare di riferimento, con il pagamento alla scadenza concordata di un importo di base netta, in forza di compensazione». Quest'ultima definizione ricalca sostanzialmente quella di Banca d'Italia, Istruzioni di vigilanza per le banche, Circolare n. 229 del 21 aprile 1999, ove il riferimento è al contratto di scambio «a pronti e a termine [...] su tassi di interesse, su valute, su merci nonché su indici azionari (*equity swaps*), anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti». In dottrina, E. FERRERO, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Economia e diritto del terziario*, 2, 1992, 636, secondo cui «gli *interest rate swap* consistono in una

operazione finanziaria in cui le parti convengono di scambiarsi periodicamente pagamenti futuri in conto interessi, calcolati secondo modalità diverse su uno stesso capitale espresso in un'unica valuta. Alle singole scadenze le parti calcolano l'entità dei flussi che ciascuno dovrebbe corrispondere, in base al proprio tasso, all'altro contraente»; mentre G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Milano, 1999, 35, definisce l'*irs* come contratto mediante il quale «si realizza lo scambio tra due prestazioni periodiche, calcolate applicando due diversi tassi di interesse ad un capitale di riferimento».

In argomento, più di recente, Cass., sez. un., 12 maggio 2020, n. 8770, con nota di M. MAGGIOLO, *Nullità irrazionale e conversione del derivato nullo*, in *Nuovo Diritto Civile*, 1, 2021, 193 ss.; G. CAPALDO, *Swap e gioco: venticinque anni di capitalismo finanziario e regolazione del mercato*, Ivi, 205 ss.; R. DI RAIMO, *Dopo le Sezioni Unite: ancora sulla qualificazione e sulla disciplina degli Interest Rate Swap*, ivi, 221 ss.; S. D'ANDREA, *Gli swap degli enti pubblici: un diritto inventato per disapplicare un diritto insensato*, ivi, 241 ss.; S. PAGLIANTINI, *Dopo le S.U. 8770/2020: i derivati (della P.A.?) ed il paradosso di San Pietroburgo*, in *questa Rivista*, 3, 2020, 124 ss.; A. PERRONE e M. ANOLLI, *La giurisprudenza italiana sui contratti derivati. Un'analisi interdisciplinare*, in *questa Rivista*, 3, 2020, 195 ss.; D. BONACCORSI DI PATTI, *La legittimazione a stipulare un contratto di "swap" e le regole di finanza locale: un'occasione (o un pretesto) per un'indagine nel mondo dei contratti derivati*, in *Resp. civ. prev.*, 5, 2020, 1516 ss.; G. BEFANI, *"Interest rate swap" e operazioni di indebitamento degli enti: per una rilettura dei "derivati pubblici" alla luce di SS.UU. 12 maggio 2020, n. 8770*, in *I Contratti*, 5, 2020, 540 ss.; A. BARTALENA, *Patologie dei derivati: la causa concreta come strumento di tutela dell'investitore "tradito"*, in *Società*, 10, 2020, 1122 ss., le cui incertezze nella definizione dell'*interest rate swap* rispecchiano le divisioni dottrinali tra la qualifica come contratto di scambio e differenziale: nella decisione si afferma infatti che è *irs* il «contratto di scambio (swap) di obbligazioni pecuniarie future che, in sostanza, si traduce nel dovere di un Tale di dare all'Altro la cifra  $d$  (dove  $d$  è la somma corrispondente al capitale 1 per il tasso di interesse  $W$ ) a fronte dell'impegno assunto dell'Altro di versare al Tale la cifra  $y$  (dove  $y$  è la somma corrispondente al capitale 1 per il tasso di interesse  $Z$ )», ma parimenti che detto strumento contrattuale «concerne dei differenziali calcolati su dei flussi di denaro destinati a formarsi durante un lasso temporale più o meno lungo [...]» ed «è espressione di una logica probabilistica, non avendo ad oggetto un'entità specificamente ed esattamente determinata». Sul punto, criticamente, R. DI RAIMO, *Dopo le Sezioni Unite: ancora sulla qualificazione e sulla disciplina degli Interest Rate Swap*, cit., 227-228. Sull'impiego dello schema dello scambio, ID., *La finanza derivata e lo spirito delle discipline recenti: dalla patologia dei rapporti alle frontiere del rischio sistemico accettabile*, in *Frantumi di autonomia. Temi di diritto patrimoniale*, Napoli, 201, 351, secondo cui un tale utilizzo «è anzitutto una forzatura tecnica [...] e, in secondo luogo, non consente di inquadrare il senso delle operazioni economiche negoziate. [...] Ebbene, a escludere la corrispettività degli effetti induce innanzitutto la semplice corretta distinzione tra oggetto del contratto (che qui è il rischio come regolato e talvolta creato dal contratto medesimo, il quale ultimo si può

mutuo di determinazione del tasso d'interesse, contribuisce a definire l'entità di quest'ultimo.

Interazione, quindi complessità: non già il controconcetto di semplicità quanto un meccanismo i cui effetti emergenti derivano dall'incontro tra elementi diversi, un incontro che esprime nuove proprietà e dinamiche evolutive imprevedibili<sup>4</sup>.

Sintetizzando la fattispecie: le parti stipulano un contratto di mutuo a tasso variabile e, contestualmente o in un momento successivo, un contratto di *irs*, il quale prevede a scadenze fisse il pagamento di un ammontare risultante dalla differenza tra un importo calcolato sul nozionale di riferimento a parametro fisso e un importo calcolato sul medesimo nozionale ma con un parametro variabile (stesso parametro del contratto di mutuo): un meccanismo congegnato affinché l'importo variabile dell'*irs* porti a zero l'ammontare dovuto a titolo di tasso

---

perciò reputare oggetto di sé stesso) e oggetto della prestazione (che è la somma dovuta, all'esito dell'operazione o a scadenze date, da una parte in favore dell'altra in ragione dell'applicazione di criteri di calcolo determinati nel contratto)». Così già in ID., *Interest rate swap, teoria del contratto e nullità: e se finalmente dicessimo che è immeritevole e che tanto basta?*, in *Rass. dir. civ.*, 1, 2014, 318.

Da ultimo, la sentenza n. 8770/2020 è richiamata dalla decisione della High Court of Justice, King's Bench Division, Commercial Court, 14 ottobre 2022, Case No: FL-2019-000012, in [www.bailii.org/ew/cases/EWHC/Comm/2022/2586.html](http://www.bailii.org/ew/cases/EWHC/Comm/2022/2586.html), con nota di 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*, 2022; F. DELFINI, *Nullità contrattuale, restituzioni e change of position defence*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2022, 495 ss.; ID., *Derivative contracts, anticipatory reliance and remedies in English and Italian law of restitution*, in *European Company Case Law*, 2023, 205 ss.; 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)*, in *questa Rivista*, 2, 2023, 311 ss.; E. GROSSULE, *Speculatività dei derivati. Considerazioni a partire da High Court of Justice (Comm) del 14 ottobre 2022*, *ivi*, 289 ss. Anche sulla base del *dictum* della Suprema Corte, il giudice inglese ha concluso nel senso di ritenere speculativo il contratto derivato di *interest rate swap* (con *collar* e *upfront*) sottoscritto dal Comune di Venezia e, in ragione di tale attribuzione funzionale, nullo per violazione del divieto in capo all'ente di stipulare derivati con finalità speculativa. La corte londinese, peraltro, prendendo le mosse dall'art. 119, ottavo comma, della Costituzione italiana, ha ritenuto nullo il derivato in questione per un ulteriore argomento: la somma erogata dall'intermediario a titolo di *upfront* deve essere qualificata quale indebitamento; indebitamento che la citata norma costituzionale non consente se non per «finanziare spese di investimento».

<sup>4</sup> In questi termini, nell'ambito di una riflessione sociologica, N. ADDARIO, *Scienze della complessità e teoria della società*, in *Iride*, 2004, 125.



variabile del mutuo ed invece l'importo fisso finisca per rappresentare l'effettiva controprestazione dell'*accipiens* per la messa a disposizione del denaro da parte della banca.

In prospettiva astratta, l'importo calcolato alla scadenza è il risultato di tre flussi: il contratto di mutuo (meglio, l'obbligazione relativa al pagamento degli interessi) determina un flusso variabile versato dal mutuatario al mutuante, mentre alla stessa scadenza il contratto di *swap* determina due flussi, uno variabile e della medesima entità ma inverso al precedente (a carico del mutuante) ed un altro, fisso, a carico del mutuatario. In concreto, dalla sommatoria complessiva dei tre flussi, risulta allora un'unica obbligazione di pagamento a carico del mutuatario in favore del mutuante di importo fisso.

Nella ricerca di una motivazione che giustifichi la scelta delle parti (*rectius*, della banca, giacché tale scelta è da ricondurre alla volontà della parte forte) di regolare il rapporto creditizio mediante due contratti, di cui uno finanziario, è da premettere l'ovvio: lo stesso rapporto ben poteva strutturarsi e trovare la soddisfazione dell'interesse del cliente ad ottenere una provvista a costo fisso mediante la sola sottoscrizione di un contratto di mutuo a tasso fisso<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> Sul tema già, R. DI RAIMO, *Interest rate swap, teoria del contratto e nullità: e se finalmente dicessimo che è immeritevole e che tanto basta?*, in *Rass. dir. civ.*, 1, 2014, 311 e ss., ove l'a. si chiede «perché scegliere un tasso e contestualmente stipulare un contratto per mutare segno a tale scelta o, meglio, dichiarando di volersi “coprire” da tale scelta? Non sarebbe più naturale scegliere direttamente in un altro modo?» e, sul presupposto che «non si può reputare alta l'incidenza di parti stipulanti così poco avvedute» da stipulare negozi in maniera inutilmente pletorica, giunge alla conclusione che «evidentemente c'è dell'altro». Il tema è stato poi di recente approfondito in ID., *Dopo le Sezioni Unite: ancora sulla qualificazione e sulla disciplina degli Interest Rate Swap*, cit., 221 ss. V., inoltre, A.A. DOLMETTA, *Della ricerca giurisprudenziale di contenere entro “ragionevoli limiti” l'operatività in derivati*, in *Società*, 6, 2016, 720, il quale osserva che «Se ovviamente è escluso a priori che si possa volere che un'operazione sia nel contempo a tasso fisso come pure a tasso variabile, non si riesce a intendere il senso oggettivo di un'operazione che, da un lato, persegue dichiarata l'obiettivo del tasso variabile (nel troncone del mutuo), ma che, dall'altro, incroci la realtà di un tasso fisso (colla contestuale addizione data dal derivato). Se poi il risultato finale – per dire, quello “voluto” – è quello del tasso fisso, non si riesce a comprendere a cosa possa servire tutta questa *chicane*: per quale ragione, cioè, non si vada a formare *direttamente* un tasso fisso (di misura chiara per il cliente). Insomma, non è per nulla agevole comprendere quale interesse meritevole di tutela possa mai leggersi in una simile unità».

È allora da vagliare non già l'interesse del cliente bensì quello dell'ente creditizio, un esame che conduce all'idea da un lato che l'imposta complessità nella regolazione del rapporto rappresenti il tentativo di eludere le norme in tema di portabilità (o, meglio, sulla surrogazione per volontà del debitore), di trasparenza e la disciplina riguardante l'usura, mentre, dall'altro lato, che la descritta non linearità nella regolazione dell'erogazione creditizia risponda alla ricerca di aumento dell'operatività dell'attività della banca e di riduzione della volatilità della sua redditività rispetto alla facoltà dei clienti di trasferire la propria posizione debitoria presso altri enti creditizi e, più in generale, proponga una soluzione all'esposizione degli enti creditizi ai rischi di lungo termine collegati ai tassi di interesse<sup>6</sup>.

All'operazione economica complessiva composta da contratto di credito e contratto derivato di *irs* conseguono esiti vantaggiosi per la banca in tutte le fasi contrattuali: nella fase precontrattuale essa consente di pubblicizzare l'erogazione di credito come più conveniente, riducendo sensibilmente il TAEG, poiché costi e commissioni relativi allo *swap* non sarebbero conteggiabili nel suddetto misuratore; nella fase di conclusione del rapporto l'operazione così congegnata permette di remunerare in misura maggiore l'attività dell'istituto e di non violare la normativa antiusura, giacché il calcolo del TEG non dovrebbe tener conto dei costi legati all'*interest rate swap*; infine, nella fase successiva ed eventuale dell'estinzione anticipata del mutuo, la dualità contrattuale consente alla banca di ottenere la remunerazione del *mark to market* (il valore) dell'*irs* anche nell'ipotesi di trasferimento della posizione creditizia ad opera del debitore presso altro intermediario, così aggirando la normativa sulla portabilità, secondo la quale la surrogazione per volontà del debitore non deve avere costi per il mutuatario.

Complessità organizzata, diremmo allora, stando alla premessa iniziale.

Si palesa così la necessità di considerare il funzionamento complessivo dell'operazione economica composta da mutuo e *swap* e di verificare, anche alla luce delle suesposte brevi considerazioni, se la

---

<sup>6</sup> Alcuni recenti spunti in L. MCPHAIL, P. SCHNABL e B. TUCKMAN, *Do Banks Hedge Using Interest Rate Swaps?*, 2024, in <https://ssrn.com/abstract=4784341> e in *National Bureau of Economic Research* (2023), consultabile in <https://www.nber.org/papers/w31166>.

normativa bancaria sia applicabile all'operazione nel suo complesso, dunque anche al contratto finanziario derivato, quale esito di una interpretazione non atomistica del rapporto e che impedisca comportamenti elusivi da parte degli istituti di credito.

*2. Il contratto finanziario derivato quale segmento dell'erogazione creditizia. L'ibridazione e la selezione della disciplina applicabile.*

Il tema di fondo, non certo nuovo nelle sue connotazioni generali, è il collegamento tra più contratti e l'unitaria considerazione della regolazione del rapporto, anche nella prospettiva dell'operazione economica<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> In argomento, E. GABRIELLI, *Il contratto e le sue classificazioni*, in *Riv. dir. civ.*, I, 1997, 719; ID., *Il contratto e l'operazione economica*, in *Riv. dir. civ.*, I, 2003, 93 ss. ID., *Contratto e operazione economica*, in *Digesto civ., agg.*, Torino, 2011, 243, ove la si definisce come «sequenza unitaria e composita che comprende in sé il regolamento, tutti i comportamenti che con esso si collegano per il conseguimento dei risultati voluti, e la situazione oggettiva nella quale il complesso delle regole e gli altri comportamenti si collocano, poiché anche tale situazione concorre nel definire la rilevanza sostanziale dell'atto di autonomia privata». Sull'operazione economica si v., inoltre, G. LENER, *Profili del collegamento negoziale*, Milano, 1999, 181; C. SCOGNAMIGLIO, *Problemi della causa e del tipo*, in (a cura di) V. ROPPO, *Trattato sul contratto*, Milano, 2006, 119; G.B. FERRI, *Operazioni negoziali «complesse» e la causa come funzione economico individuale del negozio giuridico*, in *Diritto e giurisprudenza*, 2008, 318. Approfondisce il rapporto tra unità o pluralità strutturale dei contratti e indipendenza dei problemi, C. COLOMBO, *Operazioni economiche e collegamento negoziale*, Padova, 1999, *passim*, spec. 166 ss. Secondo C. SCOGNAMIGLIO, *Unità dell'operazione, buona fede e rilevanza in sede ermeneutica del comportamento delle parti*, in *Banca borsa tit. cred.*, II, 1998, 133, mediante lo strumento conoscitivo "operazione", «si persegue il tentativo di definire schemi sempre meglio in grado di seguire, nelle sue molteplici articolazioni, l'attività dei privati nel momento in cui essa si offre alla valutazione dell'ordinamento qualificante». La giurisprudenza ha ricompreso nel concetto di operazione economica anche schemi composti da più contratti, così, ad esempio, Cass., 11 giugno 2007, n. 13580, con nota di E. GABRIELLI, *Il contratto "frazionato" e l'unità dell'operazione economica*, in *Giur. Comm.*, I, 2008, 729 ss., secondo la quale «deve attribuirsi rilievo preminente alla sua causa reale e alla regolamentazione degli interessi effettivamente perseguita dai contraenti, anche se mediante una pluralità di pattuizioni non contestuali, cosicché nessun valore preminente può essere attribuito alla diversità di oggetto e di causa relativi a due contratti per negare il loro collegamento e consentire un intento elusivo di una fattispecie tributaria».

Anzitutto, il contratto finanziario derivato di *interest rate swap*. L'*irs* è un contratto derivato negoziato fuori dai mercati regolamentati (c.d. *over the counter*), da tenere distinto rispetto al contratto negoziato nei mercati regolamentati (c.d. *exchange traded*), il quale presenta condizioni standardizzate e la sua specificità tecnica incide sulla disciplina contrattuale<sup>8</sup>; nel contratto finanziario *exchange traded* l'incontro tra proposte di acquisto e di vendita – che contengono le informazioni relative allo strumento derivato da negoziare, alla quantità, al tipo di operazione, al tipo di conto, alle condizioni di prezzo nonché alle modalità di esecuzione – avviene in ambiente informatico ed in forma autonoma ed anonima.

Così non è per il contratto *over the counter*, il quale è caratterizzato dalla sua non-negoziabilità: di là della possibile loro standardizzazione, che ben può sussistere, il contratto *otc* non può prestarsi a operazioni di frazionamento, giacché la funzione della relativa operazione economica può cogliersi solo in considerazione del rapporto sottostante collegato<sup>9</sup>, in altri termini, l'*over the counter* è costruito e negoziato avendo riguardo ad una esigenza individuale, aspetto che lo rende inidoneo alla trasferibilità e alla circolazione<sup>10</sup>.

In particolare, nell'ambito del contratto di *interest rate swap* stipulato in collegamento con un contratto di mutuo, è solo con riferimento a quest'ultimo – segnatamente all'interazione con la pattuizione avente ad oggetto la definizione degli interessi – che può cogliersi la sua funzione, ossia la rideterminazione dell'importo dovuto dall'*accipiens* per il costo dell'erogazione del credito; in altri termini,

---

<sup>8</sup> Sul punto, C. ANGELICI, *Note preliminari sulle operazioni di borsa*, in *Banca borsa tit. cred.*, 6, 2017, 715 ss.

<sup>9</sup> Se ne discorre in R. DI RAIMO, *Categorie della crisi economica e crisi delle categorie civilistiche: il consenso e il contratto nei mercati finanziari derivati*, in *Giust. civ.*, 4, 2014, 1105

<sup>10</sup> Cfr. P. CORRIAS, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, in (a cura di) D. MAFFEIS, *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, Milano, 2014, 195. Condivisibilmente, D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in (a cura di) ID., *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, cit., 13, sottolinea che i contratti negoziati su un mercato regolamentato e i c.d. derivati *over the counter* sono «tipi sociali distinti» sebbene «il legislatore speciale predisponga un elenco in cui i due tipi sono contemplati indiscriminatamente»; pertanto, l'interprete è tenuto a distinguere, «perché i profili di diversità delle fattispecie sono molteplici e rilevanti».

il contratto di *swap*, contratto di tipo finanziario, trova in questo contesto la sua ragione funzionale solo nel collegamento con il contratto bancario di erogazione del credito.

Sebbene entrambi i negozi siano preordinati ad uno scopo unitario, il contratto di *irs* stipulato in relazione al contratto di mutuo, seppur strutturalmente autonomo, non è in grado di esprimere una funzione apprezzabile in assenza del contratto di credito, a differenza del contratto bancario, il quale viceversa non dipende dall'*irs*; detto in altre parole, la dipendenza dei negozi in questione non è certo reciproca (o bilaterale).

In sintesi, il contratto derivato contribuisce allo svolgersi della funzione del meccanismo di quantificazione dell'entità del tasso di interesse convenzionale del mutuo e la lettura congiunta dei due negozi (*irs* e mutuo) conduce alla qualificazione unitaria in termini di operazione economica<sup>11</sup> ovvero – volendo specificare la differente genesi settoriale dei contratti che la compongono – operazione economica ibrida<sup>12</sup>, un'operazione che almeno potenzialmente attrae più d'una disciplina in contemporanea, quella riconducibile al Testo unico bancario e quella di cui al Testo unico finanziario.

Nelle ipotesi come quella in discorso ove è possibile immaginare l'applicazione congiunta di apparati disciplinari differenti, il criterio di selezione delle norme più adeguato è non già quello della combinazione (riconducibile al c.d. indirizzo anomalistico) bensì il criterio dell'assorbimento (di cui al c.d. indirizzo analogistico)<sup>13</sup>, preferito

---

<sup>11</sup> Cfr., *supra*, nota n. 7.

<sup>12</sup> Su contratti e operazioni economiche ibride, nella prospettiva della finanziarizzazione del settore bancario, sia consentito il rinvio ad A. CARRISI, *I contratti ibridi nei mercati finanziari*, Napoli, 2023, 60 ss., spec. 153 ss., e in particolare, con riferimento alla qualificazione dell'*interest rate swap* collegato al contratto di credito, a ID., *Interest rate swap e contratto di credito: profili interpretativi e disciplina applicabile*, in *Banca borsa tit. cred.*, 5, 2023, 675 ss.

<sup>13</sup> La dottrina tedesca è stata la prima a discutere sui i differenti approcci, quello dell'assorbimento (*Absorptionstheorie*) e quello della combinazione (*Kombinationstheorie*): per il primo P. LOTMAR, *Der Arbeitsvertrag nach dem Privatrecht des Deutschen Reiches*, I, Leipzig, 1902; F. F. W. REGELSBERGER, *Vertrag mit zusammengesetzten Inhalt oder Mehrheit von Verträge?*, in *Jher. Jahr.*, 1904; per il secondo G. RÜMELIN, *Dienstvertrag und Werkvertrag*, Tübingen, 1905; H. HOENIGER, *Vorstudien zum Problem der gemischten Verträge*, Friburgo, 1906 e ID., *Die gemischten Verträge in ihren Grundformen*, Mannheim-Leipzig, 1910.

---

Nella dottrina italiana fanno propria la teoria dell'assorbimento F. CARNELUTTI, *Natura giuridica del contratto di cassetta-forte per custodia*, in *Riv. dir. comm.*, II, 1911, 902 ss.; A. ASQUINI, *Il contratto di trasporto terrestre di persone. Parte generale*, Padova, 1915, 91 ss., il quale sottolinea il ruolo della “funzione economica” del contratto per l'estensione della disciplina dei tipi legali; sostengono la teoria della combinazione, G. DE GENNARO, *I contratti misti. Delimitazione, classificazione e disciplina*. *Negotia mixta cum donatione*, Padova, 1934, 175 ss., spec. 186, ove si sostiene che il procedimento per la disciplina dei contratti misti deve consistere nella scomposizione del contratto nelle prestazioni da cui esso risulta, nella esatta individuazione del *nomen juris* corrispondente a ciascuna di esse e, una volta determinate le regole che si riferiscono alle singole prestazioni, nella combinazione organica di queste norme; G. MESSINA, *Negozi fiduciari*, Milano, 1948, 132 ss.; L. CARIOTA FERRARA, *Il negozio giuridico*, Napoli, 1948, 228; F. MESSINEO, *Dottrina generale del contratto*, Milano, 1948, 226 ss.

Vi è chi isola, inoltre, un terzo tipo di approccio definendolo “teoria dell'applicazione analogica” (*analoge Rechtsanwendung*) da ricondursi a O. SCHREIBER, *Gemischte Verträge im Reichsschuldrecht*, in *Jher. Jahr.*, 1911.

Il primo esprime la tendenza a tenere distinto il negozio ibrido «dalle figure già esistenti di negozi nominati, per farne un tipo a sé stante» E. BETTI, *Teoria generale delle obbligazioni*, III, *Fonti e vicende dell'obbligazione*, Milano, 1954, 64-65, all'esito di un processo di combinazione teleologica, in cui le cause concorrenti si fondono in una funzione complessa e il negozio risultante è un negozio non riconducibile ad alcuno preesistente, sicché la disciplina si desume da quella relativa ai diversi tipi corrispondenti alle funzioni che compartecipano alla funzione complessa.

A mente del secondo indirizzo, invece, la disciplina da applicare al negozio ibrido è quella corrispondente al tipo contrattuale la cui funzione è prevalente o più rilevante.

Il criterio dell'assorbimento (o l'indirizzo analogistico) è il più adeguato alle fattispecie in questione sia per ragioni concernenti la certezza del diritto, poiché il differente criterio della combinazione rischia, come è stato efficacemente affermato, un “mosaico di norme” (Così, R. SCOGNAMIGLIO, *Dei contratti in generale*, in *Comm. Scialoja-Branca*, 1970, 47. Peraltro, secondo G. DE GENNARO, *I contratti misti. Delimitazione, classificazione e disciplina*. *Negotia mixta cum donatione*, cit., 186, «l'applicazione di questa disciplina non è così meccanica e semplice, in quanto dovrà essere presieduta dalla valutazione, quanto mai complessa e delicata, dello scopo complessivo del contratto e della compatibilità con esso delle singole norme»), sia, ancora, perché nel settore *lato sensu* finanziario, la tripartizione normativa (bancaria, mobiliare e assicurativa) corrisponde ancora – nonostante alcune perplessità evidenziate in dottrina – a *ratio* e interessi differenti, per cui la precisa collocazione del rapporto in una specifica area in ragione di una operazione di qualificazione funzionale, consente di apprestare la tutela più appropriata.

In via residuale, il criterio della combinazione soccorrerebbe a fronte di fattispecie concrete nelle quali non dovesse essere individuabile la funzione preponderante dello

anche dalla giurisprudenza<sup>14</sup> e adottato dalla Circolare trasparenza di Banca d'Italia<sup>15</sup> con riferimento ai prodotti complessi bancario-finanziari.

L'autorità bancaria sul tema riconosce opportunamente centralità alla qualificazione in concreto della fattispecie per l'individuazione della disciplina applicabile e individua nella finalità prevalente (“esclusiva o preponderante<sup>16</sup>”) il *discrimen* applicativo, cosicché in

---

strumento negoziale, sicché in casi come questi in ipotesi occorrerà combinare le discipline corrispondenti alle normative di settore, pure ricorrendo ai principi generali.

In ogni caso, nel seguire il criterio dell'assorbimento, l'interprete dovrà comunque tener conto degli elementi la cui funzione viene subordinata a quella prevalente, dacché questi alterano la fisionomia della fattispecie concreta. D'altronde, nell'insegnamento di P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-europeo delle fonti*, vol. IV - *Attività e responsabilità*, Napoli, 2020, 94, (ove per ulteriori riferimenti sul «dinamismo dell'ermeneutica negoziale») la complessità funzionale degli atti di autonomia «impone un'ermeneutica non statica ma dinamica, là dove variabili sono gli interessi dedotti nella concreta vicenda negoziale, come plurimi sono i loro fondamenti costituzionali»

<sup>14</sup> Un indirizzo che può dirsi consolidato. Si v., da ultimo, Cass., 17 aprile 2024, n. 10421, Cass., 5 maggio 2022, n. 14212, Cass., 20 agosto 2020, n. 17450 e Cass., 17 ottobre 2019, n. 26485, tutte in *dejure.it*; in precedenza già Cass., sez. un., 12 maggio 2008, n. 11656, in *Studium iuris*, 1, 2009, 61 ss., con nota di G. DE CRISTOFARO, *Vendita di cosa futura e appalto*. Secondo la Corte «costituisce orientamento pacifico che in tema di contratto misto, la relativa disciplina giuridica va individuata in quella risultante dalle norme del contratto tipico nel cui schema sono riconducibili gli elementi prevalenti (cosiddetta teoria dell'assorbimento o della prevalenza), senza escludere ogni rilevanza giuridica degli altri elementi, che sono voluti dalle parti e concorrono a fissare il contenuto e l'ampiezza del vincolo contrattuale, ai quali si applicano le norme proprie del contratto cui essi appartengono, in quanto compatibili con quelle del contratto prevalente».

<sup>15</sup> Il riferimento è al provvedimento di Banca d'Italia *Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari* – sulla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari e correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti – del 29 luglio 2009 e successivamente modificato.

<sup>16</sup> Sulla prevalenza, la giurisprudenza di legittimità ritiene che essa debba individuarsi «in base ad indici economici od anche di tipo diverso, come la “forza” del tipo o l'interesse che ha mosso le parti, salvo che gli elementi del contratto non prevalente, regolabili con norme proprie, non siano incompatibili con quelli del contratto prevalente, dovendosi in tal caso procedere, nel rispetto dell'autonomia contrattuale (art. 1322), al criterio della integrazione delle discipline relative alle diverse cause negoziali che si combinano nel negozio misto». Così, sul tema dei contratti misti, Cass., 22 giugno 2005, n. 13399, con nota di P.G. TRAVERSA, *Contratto di ... e qualificazione*, in *I Contratti*, 4, 2006, 332 ss.

caso di prodotti ibridi le disposizioni di trasparenza bancaria trovano applicazione nei confronti dell'intera operazione se questa ha finalità, esclusive o preponderanti, riconducibili a quelle di servizi o operazioni disciplinati ai sensi del titolo VI del t.u.b. (ad esempio, finalità di finanziamento, di gestione della liquidità, ecc.), mentre nelle ipotesi di prodotti ibridi la cui finalità esclusiva o preponderante sia di investimento, si applicano le disposizioni del t.u.f., anche qui, sia al prodotto nel suo complesso sia alle sue singole componenti. Con riguardo più precisamente agli aspetti informativi la Circolare specifica che nel caso di prodotti composti, gli intermediari devono predisporre un unico foglio informativo per tutte le componenti del prodotto, ove anche di natura non bancaria, e in quest'ultimo caso, che il foglio informativo deve rinviare «agli eventuali strumenti di trasparenza per esse [le componenti] stabiliti dalle normative di settore». In ogni caso, l'unico foglio informativo deve riportare tutti i costi che il cliente deve sostenere, a qualsiasi titolo, in relazione al prodotto composto.

Ebbene, il contratto di *interest rate swap*, quale parte di una operazione economica ibrida costituita inoltre da un contratto di credito<sup>17</sup>, ha la sola funzione di determinazione del *quantum* del tasso

---

<sup>17</sup> In via teorica si potrebbe ricostruire l'intera fattispecie in discorso alla stregua di un unico contratto ibrido, ritenendo l'*irs* quale mera clausola del contratto di credito; esito qualificatorio che condurrebbe al medesimo trattamento normativo previsto per la fattispecie complessa ibrida, con applicazione quindi in ogni caso di un singolo comparto disciplinare.

Per l'individuazione del criterio utile alla distinzione tra contratto unico e pluralità di contratti, la dottrina mostra una contrapposizione tra chi predilige il criterio soggettivo della volontà delle parti (T. ASCARELLI, *Contratto misto, negozio indiretto*, "negotium mixtum cum donatione", in *Riv. dir. comm.*, II, 1930, 464; D. BARBERO, *Contributo alla teoria della condizione*, Milano, 1937, 54; R. MINUTILLO TURTUR, *I negozi collegati*, in *Giust. civ.*, II, 1987, 251; S.O. CASCIO e C. ARGIROFFI, voce *Contratti misti e contratti collegati*, in *Enc. giur.*, IX, Roma, 1988, 4) e chi invece sostiene che è determinante il parametro oggettivo della causa (M. GIORGIANNI, *Negozi giuridici collegati*, in *Rivista italiana di scienze giuridiche.*, 1937, 275; A. VENDITTI, *Alcune osservazioni in tema di cessione del contratto*, in *Giust. civ.*, 1953, 1349; R. SCOGNAMIGLIO, voce *Collegamento negoziale*, in *Enc. dir.*, VII, Milano, 1960, 376; P. SENOFONTE, *In tema di negozi collegati*, in *Diritto e giurisprudenza*, 1960, 273; F. MESSINEO, *Il contratto in genere*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, XXI, Milano, 1973, 720 e ss.; F. GALGANO, *Il negozio giuridico*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, III, Milano, 1988, 93). La giurisprudenza si è consolidata reputando irrilevanti gli elementi formali, quali l'unità o meno dei documenti contrattuali e la contestualità o asincronicità delle stipulazioni, v. Cass., 29 gennaio 2014, n. 1964, in *dejure.it*; Cass.,



convenzionale riferito all'importo mutuato, così realizzando una logica meramente bancaria. Condiviso tale assunto e fatto proprio il criterio dell'assorbimento o, con le parole dell'autorità bancaria, il criterio della funzione prevalente, alla fattispecie in discorso troverà applicazione la normativa bancaria<sup>18</sup> e, tra le altre, le relative disposizioni di trasparenza di cui al titolo VI<sup>19</sup>.

---

26 marzo 2010, n. 7305, in *Corr. giur.*, 6, 2010, 725 ss.; Cfr. anche Cass., 24 maggio 2011, n. 11400, in *dejure.it*, che offre una variazione sul tema, riconoscendo una, seppure parziale, rilevanza anche agli elementi formali, giacché «il criterio distintivo tra contratto unico e contratto collegato non è dato *solo da* elementi formali, quali l'unità o pluralità dei documenti contrattuali, o dalla contestualità delle stipulazioni, *bensì anche (e soprattutto)* dall'elemento sostanziale dell'unicità o pluralità degli interessi perseguiti». Diffusamente sul tema, Cass., 28 luglio 2004, n. 14244, in *dejure.it*, la quale predispone le coordinate ermeneutiche per la riconducibilità della fattispecie “contratto di finanziamento-*irs*” ad un unico contratto: «Le parti, nell'esplicazione della loro autonomia negoziale, possono, con manifestazioni di volontà espresse in uno stesso contesto dar vita a più negozi distinti ed indipendenti ovvero a più negozi tra loro collegati (Cass. 21 dicembre 1999, n. 14372). In particolare, affinché possa configurarsi un collegamento negoziale in senso tecnico, che impone la considerazione unitaria della fattispecie, è necessario che ricorra sia il requisito oggettivo, costituito dal nesso teleologico tra i negozi, sia il requisito soggettivo. Questo ultimo, peraltro, non è dato dalla mera, formale coincidenza tra le parti di un negozio e quelle di un altro, ma è costituito dal comune intento pratico delle parti (che può essere manifestato sia in forma espressa che in forma tacita) di volere non solo l'effetto tipico dei singoli negozi in concreto posti in essere, ma anche il coordinamento tra di essi per la realizzazione di un fine ulteriore (Cass. 23 giugno 2003, n. 9970; Cass. 16 maggio 2003, n. 7640; Cass. 27 gennaio 1997, n. 827). Nulla esclude, infatti, che possa esistere un rapporto di interdipendenza funzionale in presenza di contratti con contenuto differente e intervenuti tra soggetti formalmente diversi (cfr. Cass. 14 maggio 2003, n. 7457, nonché sempre nella stessa ottica, Cass. 20 luglio 1999, n. 7740; Cass. 2 giugno 1994, n. 5337)».

<sup>18</sup> Pur condividendo la valorizzazione funzionale dei diversi elementi a fini qualificatori e la considerazione unitaria della vicenda negoziale, D. MAFFEIS, *I derivati incorporati sono derivati ed incidono sulla qualificazione civilistica dei contratti di finanziamento*, in *Società*, 12, 2016, 1386 ss., spec. 1395-1396, giunge alla conclusione che ai contratti di finanziamento che incorporano componenti derivative occorra applicare la disciplina dell'intermediazione finanziaria; ciò perché «la componente derivativa è un derivato che va commercializzato con la consapevolezza da parte del cliente di entrare in un investimento e secondo le regole dei derivati».

<sup>19</sup> Sul punto, A. TUCCI, *Derivati e usura*, in *questa Rivista*, 2018, 70, rileva in effetti, seppure con approccio più cauto, che «proprio l'adozione della prospettiva dell'operazione economica, in luogo di quella, tradizionale, della fattispecie

3. *Dalla qualificazione all'applicazione della disciplina: operazione economica complessa (o ibrida) e normativa bancaria di trasparenza. Indicatori sintetici di costo e contratto di swap.*

L'approdo cui si è giunti in punto di qualificazione dei due contratti – quali elementi di un'unica operazione bancaria – ha delle conseguenze in tema di disciplina sulla trasparenza e disciplina antiusura nonché rispetto alla normativa prevista in tema di surrogazione per volontà del debitore.

Anzitutto la trasparenza, in particolare gli indicatori sintetici di costo (ISC) nel credito al consumo<sup>20</sup>, come anche successivamente estesi ad ulteriori operazioni. Nell'ordinamento interno l'introduzione dell'indicatore – nelle operazioni di credito, il TAEG (tasso annuo effettivo globale) – è stata conseguenza del recepimento delle direttive 87/102/CEE<sup>21</sup> e 90/88/CEE<sup>22</sup> a mezzo della l. n. 142/1992 e in particolare dell'art. 19, di richiamo della formula matematica di calcolo dell'indicatore in questione contenuta nell'allegato II della direttiva del 1990. Analoga formula è stata poi riproposta nell'allegato I della direttiva 2008/48/CE (c.d. direttiva CCD, *consumer credit directive*)<sup>23</sup> e nell'allegato III della direttiva (UE) 2023/2225 (c.d. direttiva CCD II,

---

contrattuale, ha consentito la percezione del problema [...] della possibile “contaminazione” della disciplina applicabile, attingendo, in particolare, all'ordinamento del mercato finanziario (in senso stretto: mobiliare) e all'ordinamento del credito».

<sup>20</sup> Come nota U. MINNECI, *Contratti di credito e taeg erroneo o assente*, in *questa Rivista*, 2, 2021, 286, lo strumento dell'indicatore sintetico di costo è stato in origine pensato per il segmento consumeristico, in seguito però esteso dall'art. 9, comma 2, Deliberazione CICR n. 286 del 4 marzo 2003 alle operazioni e ai servizi individuate da Banca d'Italia in ragione delle loro caratteristiche tecniche; individuazione avvenuta con il Provvedimento 29 luglio 2009 sulla Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari.

<sup>21</sup> Direttiva 87/102/CEE del Consiglio del 22 dicembre 1986 relativa al ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative degli Stati Membri in materia di credito al consumo.

<sup>22</sup> Direttiva 90/88/CEE del Consiglio del 22 febbraio 1990 che modifica la direttiva 87/102/CEE relativa al ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative degli Stati Membri in materia di credito al consumo.

<sup>23</sup> Direttiva 2008/48/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 23 aprile 2008 relativa ai contratti di credito ai consumatori e che abroga la direttiva 87/102/CEE

*consumer credit directive II*)<sup>24</sup> relativa ai contratti di credito ai consumatori e che abroga la direttiva 2008/48/CE, il cui recepimento dovrà avvenire entro il 20 novembre 2025.

L'indicatore sintetico TAEG rappresenta una risposta normativa alle difficoltà dei clienti di comprendere pienamente il peso economico del credito<sup>25</sup>: esso consente al debitore-finanziato, in maniera semplice, immediata e confrontabile<sup>26</sup>, di percepire il costo complessivo del finanziamento<sup>27</sup>.

La direttiva CCD II all'art. 3, par. 1, n. 5, definisce il “costo totale del credito per il consumatore” in sostanziale continuità con la precedente definizione, salvo alcune modifiche finalizzate ad una migliore comprensione della norma, riferendosi a «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 è a conoscenza il creditore, escluse le spese notarili» e precisando nella seconda parte della disposizione, a proposito dei servizi accessori obbligatori, che «sono inclusi nel costo totale del credito per il consumatore anche i costi relativi a servizi accessori connessi al contratto di credito, in particolare i premi assicurativi, qualora, in aggiunta, la conclusione di un contratto riguardante tali servizi

---

<sup>24</sup> Direttiva (UE) 2023/2225 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 ottobre 2023 relativa ai contratti di credito ai consumatori che abroga la direttiva 2008/48/CE.

<sup>25</sup> U. MINNECI, *Contratti di credito e taeg erroneo o assente*, cit., 287.

<sup>26</sup> S. MAZZAMUTO, *Il contratto di diritto europeo*, Torino, 2012, 394 ss. Cfr. anche V. PINELLI, *Il tasso Annuo Effettivo Globale (TAEG): definizione; scopo; metodo di calcolo*, in (a cura di) P. FERRO-LUZZI e G. CASTALDI, *La nuova legge bancaria*, III, Milano, 1996, ove il TAEG è definito come «uno strumento di analisi dell'impiego realmente universale, in grado di fungere da indicatore chiaro e attendibile del costo effettivo di un'operazione finanziaria: esso, infatti, rappresenta il tasso d'interesse che lega due flussi di pagamenti – quello dal creditore al consumatore oppure a terzi e quello dal consumatore al creditore – del tutto indipendentemente dalla configurazione di tasso e dalla legge di capitalizzazione che il creditore ha utilizzato per elaborare l'operazione di credito proposta».

<sup>27</sup> Rileva F. QUARTA, *Il credito ai consumatori tra contratto e mercato*, Napoli, 2020, 75, che «l'indicazione di un TAEG basato su una formula uguale per tutti i finanziatori consente di offrire un *quid pluris* sul piano della intellegibilità del complessivo impegno economico atteso, ponendo così i (potenziali) prenditori in condizione di valutare l'attrattività dell'affare nel raffronto paritario con qualsiasi altra offerta concorrente».

accessori sia obbligatoria per ottenere il credito oppure per ottenerlo alle condizioni contrattuali offerte».

La stessa direttiva definisce poi il TAEG, anche in questo caso in continuità con la precedente, come «il costo totale del credito per il consumatore espresso in percentuale annua dell'importo totale del credito e calcolato come stabilito all'art. 30»<sup>28</sup>.

---

<sup>28</sup> L'art. 30 della direttiva CCD II (in precedenza, art. 19 della direttiva CCD) prevede le modalità di calcolo del tasso annuo effettivo globale:

«1. Il tasso annuo effettivo globale è calcolato con la formula matematica che figura nella parte I dell'allegato III. Esso, su base annua, esprime l'equivalenza tra il valore attualizzato di tutti gli impegni (prelievi, rimborsi e spese) futuri o esistenti pattuiti dal creditore e dal consumatore.

2. Al fine di calcolare il tasso annuo effettivo globale, si determina il costo totale del credito per il consumatore, eccetto le eventuali penali che il consumatore è tenuto a pagare per l'inosservanza di uno qualsiasi degli obblighi stabiliti nel contratto di credito e le spese, diverse dal prezzo d'acquisto, che competono al consumatore all'atto dell'acquisto, in contanti o a credito, di merci o di servizi.

I costi di gestione del conto sul quale vengono registrate le operazioni di pagamento e i prelievi, i costi relativi all'utilizzazione di un mezzo di pagamento che permetta di effettuare operazioni di pagamento e prelievi e gli altri costi relativi alle operazioni di pagamento sono inclusi nel costo totale del credito per il consumatore, salvo che l'apertura del conto sia facoltativa e i costi correlati al conto siano stati indicati in modo chiaro e distinto nel contratto di credito o in qualsiasi altro contratto concluso con il consumatore.

3. Il calcolo del tasso annuo effettivo globale è fondato sull'ipotesi che il contratto di credito rimarrà valido per il periodo di tempo convenuto e che il creditore e il consumatore adempiranno ai loro obblighi alle condizioni ed entro le date precisate nel contratto di credito.

4. Per quanto riguarda i contratti di credito contenenti clausole che permettono modifiche del tasso debitore o modifiche di alcune spese computate nel tasso annuo effettivo globale, quindi non quantificabili al momento del calcolo, il tasso annuo effettivo globale è calcolato muovendo dall'ipotesi che il tasso debitore e le altre spese rimarranno fissi rispetto al livello iniziale e si applicheranno fino alla scadenza del contratto di credito.

5. Se necessario, per il calcolo del tasso annuo effettivo globale *ci si avvale* delle ulteriori ipotesi di cui alla parte II dell'allegato III.

Qualora le ipotesi di cui al presente articolo e alla parte II dell'allegato III non siano sufficienti per calcolare in modo uniforme il tasso annuo effettivo globale o non siano più adeguate alla situazione commerciale esistente sul mercato, alla Commissione è conferito il potere di adottare atti delegati conformemente all'articolo 45 onde modificare il presente articolo e la parte II dell'allegato III per aggiungere le ulteriori ipotesi necessarie per il calcolo del tasso annuo effettivo globale o modificare quelle esistenti».

Dunque, nella base di calcolo dell'indicatore in discorso rientrano tutti i costi del credito, inclusi gli interessi e le altre remunerazioni del capitale prestato nonché i servizi accessori connessi tra cui i premi assicurativi<sup>29</sup>, se la relativa polizza è necessaria per ottenere il credito o per ottenerlo alle condizioni offerte.

D'altronde, lo scopo del TAEG è proprio quello di segnalare il costo complessivo del credito, a fini comparativi<sup>30</sup> e di consapevolezza della scelta del finanziato tra più soluzioni<sup>31</sup>, circostanza non solo impedita da un indicatore che non tenga conto delle commissioni attribuibili ad

---

<sup>29</sup> In generale sul tema delle polizze abbinate al credito, rappresentativamente, L. MEZZASOMA, A. BELLUCCI, A. CANDIAN, P. CORRIAS, S. LANDINI e E. LLAMAS POMBO, *La Banca-Assicurazione*, Napoli, 2017. Con riferimento alle polizze PPI – *Payment Protection Insurance*, F. QUARTA, *Assicurazione e costo totale del credito. Rilevanza della payment protection insurance nel computo del TAEG*, in questa *Rivista*, 1, 2019; P. MARANO e M. SIRI, (a cura di), *Le assicurazioni abbinate ai finanziamenti*, Milano, 2016; O. CALEO, *Polizze assicurative connesse ai mutui a garanzia del credito*, in *I Contratti*, 2012; D. CERINI, *Assicurazione e garanzia del credito. Prospettive di comparazione*, Milano, 2003.

<sup>30</sup> La possibilità di comparazione è consentita dalla definizione normativa della base e delle metriche di calcolo del TAEG. Così U. MINNECI, *Contratti di credito e taeg erroneo o assente*, cit., 288. Nello stesso senso, con riferimento più in generale agli indicatori sintetici di costo, P. FERRO-LUZZI, *Lezioni di diritto bancario. Volume I: parte generale*, Torino, 2012, 177.

<sup>31</sup> L'incapacità dell'informazione allo scopo di ripristinare un equilibrio delle asimmetrie, secondo A. BARENGHI, *Note sulla trasparenza bancaria venticinque anni dopo*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2, 2018, 165, giustifica «per un verso l'affinarsi degli obblighi di informazione nel senso della contrattualizzazione della stessa, e, per altro verso, l'introduzione di misure di controllo e di riequilibrio ulteriori a tutela delle posizioni contrattuali segnate da asimmetria informativa (recesso, controllo sul contenuto, nullità contrattuali), ma altresì, e si tratta di un ulteriore aspetto da prendere in considerazione, la necessità di rielaborare la teoria degli obblighi informativi nel senso della semplificazione, della mediazione delle informazioni al consumatore o al cliente».

Analizza l'ispirazione e l'efficacia delle discipline costruite intorno all'informazione, R. DI RAIMO, *Autonomia privata e dinamiche del consenso*, Napoli, 2003, 151 ss. Evidenzia l'esaltazione di derivazione europea degli obblighi di informazione, P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-europeo delle fonti*, vol. IV, *Attività e responsabilità*, Napoli, 2020, 39-40 e 88-92, cui si rinvia per ulteriori riferimenti. Sul tema, A.M. MUSY, *Il dovere di informazione. Saggio di diritto comparato*, Trento, 1999, 3 ss., conia l'espressione "contratto informato" avanzando perplessità rispetto alla sua progressiva accettazione quale nuovo dogma, giacché esso «presenta dei limiti oggettivi quando lo si cerca di misurare con il dato reale».

una indispensabile porzione del rapporto (che, si ripete, incide sulla clausola di determinazione del tasso) ma oggetto di potenziale manipolazione da parte degli istituti di credito, i quali sarebbero incentivati a far transitare le proprie commissioni nell'ambito dell'*irs* per poter rappresentare al cliente un TAEG inferiore<sup>32</sup>.

Ebbene, se, come si è detto, il contratto derivato di *irs* contribuisce allo spiegarsi della funzione del contratto bancario e, più precisamente, al meccanismo di quantificazione dell'entità del tasso di interesse convenzionale del mutuo, allora i costi e le commissioni attribuibili in via diretta all'*interest rate swap* devono essere ricompresi nel novero

---

<sup>32</sup> Incentivo simile stigmatizzato in altra ipotesi dalla Corte di Giustizia UE, Sez. I, 11 settembre 2019, C-383/18, (c.d. *Lexitor*), la quale ha chiarito che la riduzione dei costi in ipotesi di anticipata estinzione dei crediti al consumo deve includere tutti i costi a carico del consumatore, superando così inequivocabilmente la distinzione tra oneri *up front* e oneri *recurring*. In particolare, il giudice comunitario ha ritenuto di privilegiare tale interpretazione perché maggiormente congruente con l'obiettivo della dir. 2008/48, consistente nel "garantire un'elevata protezione dei consumatori", in base all'assunto che "il consumatore si trova in una situazione di inferiorità rispetto al professionista per quanto riguarda sia il potere di negoziazione che il livello di informazione (v., in tal senso, sentenza del 21 aprile 2016, Radlinger e Radlingerová, C-377/14, EU:C:2016:283, punto 63)".

In particolare, il parallelismo sul potenziale comportamento abusivo del creditore può trarsi in relazione all'argomentazione in punto di distinzione tra commissioni *up-front* e commissioni *recurring*, giacché secondo la Corte «limitare la possibilità di riduzione del costo totale del credito ai soli costi espressamente correlati alla durata del contratto comporterebbe 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».

Non così, però, per il credito immobiliare, ove secondo Corte di Giustizia UE, Sez. III, 9 febbraio 2023, C-555/21 (c.d. *UniCredit Bank Austria AG*), la «ripartizione regolamentata dei costi posti a carico del consumatore riduce sensibilmente il margine di manovra di cui dispongono gli enti creditizi nella loro fatturazione e nella loro organizzazione interna e consente, sia al consumatore che al giudice nazionale, di verificare se un tipo di costo è oggettivamente connesso alla durata del contratto».

Sul rapporto tra le due sentenze della Corte di Giustizia UE (*Lexitor* e *UniCredit Bank Austria AG*), S. PAGLIANTINI, *Il canone delle cruces iurisconsultorum in salsa post-moderna: UniCredit Bank Austria AG v. Lexitor*, in *Foro it.*, 3, 2023, c. 129 ss.; M. NATALE e R. PARDOLESI, «Lexitor» o no? *Dubbi, crucci e malefatte della Corte di giustizia*, ivi, c. 115 ss.; D. ACHILLE, *Estinzione anticipata del credito (immobiliare) ai consumatori e «riduzione del costo totale del credito»*: melius re perpensa, ivi, c. 134 ss.

delle commissioni applicate al contratto di finanziamento. Viceversa, se i costi legati al derivato si dovessero considerare estranei al meccanismo di calcolo del TAEG, gli intermediari sarebbero sollecitati a collegare costi e commissioni non già alla stipula del mutuo ma alla sottoscrizione del derivato. Alla luce delle riflessioni in punto di qualificazione e delle considerazioni rispetto alla *ratio* della disciplina in questione, costi e commissioni non possono che essere inclusi nel costo totale del credito e nel tasso annuo effettivo globale.

Per quanto concerne la patologia, deve essere evidenziato in premessa che l'indicazione del TAEG è prevista anzitutto per gli annunci pubblicitari *ex art.* 123, comma 1, lett. c), TUB, inoltre, quale obbligo precontrattuale di cui all'*art.* 124, comma 2, TUB, sul modulo contenente le "Informazioni europee di base sul credito ai consumatori", nonché nel testo del contratto di credito ai sensi dell'*art.* 125-*bis* TUB<sup>33</sup>.

L'assenza o la non corretta indicazione<sup>34</sup> del TAEG innesca, ai sensi dell'*art.* 125-*bis*, comma 6, TUB, «una complessa vicenda di carattere

---

<sup>33</sup> Per un confronto tra le previsioni di cui all'*art.* 117, commi 6 e 7, e all'*art.* 125-*bis*, commi 6 e 7, A. TINA, *L'errata indicazione del TAEG nelle operazioni di credito al consumo*, in *Banca borsa tit. cred.*, 6, 2019, 787 ss., spec. 790. Secondo l'a., mentre la prima previsione tutela la trasparenza delle voci di costo poste a carico del cliente, la seconda «oltre a presidiare la corretta trasparenza delle condizioni contrattuali e la corrispondenza tra quanto pubblicizzato [...] e le condizioni effettivamente praticate al cliente consumatore [...], garantisce anche la corrispondenza del TAEG reale (*i.e.* quello effettivamente applicato al cliente) con quello pubblicizzato *ex art.* 124 t.u.b. (comma 6°) e indicato in contratto (comma 7°).

<sup>34</sup> Sulla non corretta indicazione del TAEG, A. TINA, *op. cit.*, 801, enuclea quattro diverse opzioni e altrettante conseguenze:

- il TAEG effettivo non corrisponde a quello indicato nel contratto sottoscritto dal cliente-consumatore: «trovano applicazione le (più gravi) conseguenze previste dall'*art.* 125-*bis* comma 7°, lett. a), t.u.b.» poiché «i rimedi contemplati per l'eventuale (e possibile) violazione concorrente degli *artt.* 117, comma 6°, e 125-*bis*, comma 6°, t.u.b. vengono, di fatto, assorbiti e ricompresi nella (più ampia) sanzione prevista dall'*art.* 125-*bis*, comma 7°, lett. a), t.u.b.»

- il TAEG contrattuale è correttamente calcolato ma è difforme rispetto al TAEG pubblicizzato perché sono stati introdotti costi originariamente non pubblicizzati: si discorre di «nullità ai sensi dell'*art.* 117, comma 6°, t.u.b.»;

- il TAEG contrattuale è correttamente calcolato ma è difforme rispetto al TAEG pubblicizzato perché, quest'ultimo, non è stata correttamente calcolato: la banca incorre in responsabilità precontrattuale;

caducatorio-integrativo»<sup>35</sup>: nullità delle clausole (e non del contratto) relative ai costi a carico del consumatore, sostituzione del tasso con tasso nominale minimo dei buoni del tesoro annuali o di altri titoli similari eventualmente indicati dal Ministro dell'economia e delle finanze, emessi nei dodici mesi precedenti la conclusione del contratto e riparametrazione del piano di restituzione del credito su un arco temporale di trentasei mesi.

Premessa la necessità di includere nel corretto calcolo del tasso annuo effettivo globale anche i costi collegati allo *swap* per quanto sopra evidenziato, l'eventuale rapporto di finanziamento che dovesse indicare un TAEG nel cui calcolo non si sia tenuto conto dei costi e delle commissioni attribuibili al contratto di *interest rate swap* – compreso il tasso di interesse risultante dal calcolo integrato con la relativa pattuizione del contratto di credito – dovrebbe andare incontro a rideterminazione del TAEG al tasso c.d. BOT e, ai sensi dell'art. 125-*bis*, comma 7, lett. a), TUB, nessuna altra somma dovrebbe essere dovuta dal consumatore a titolo di tassi di interesse, commissioni o altre spese.

#### 4. (Segue) Applicazione della disciplina antiusura all'operazione economica ibrida. Costo del credito, tasso soglia e commissioni del contratto di swap.

Dagli aspetti di trasparenza nell'erogazione del credito alla regolazione del costo del credito, dagli indicatori sintetici di costo all'usuraietà dei tassi d'interesse, la complessa strutturazione del rapporto di erogazione del credito interessa molteplici aspetti.

Com'è noto, nell'ipotesi in cui il costo del credito superi il tasso usurario si configura un reato (ai sensi dell'art. 644 c.p.) e consegue l'applicazione della sanzione civile di cui all'art. 1815, secondo comma, c.c., ove si prevede che «se sono convenuti interessi usurari la clausola è nulla e non sono dovuti interessi»<sup>36</sup>.

---

- il TAEG pubblicizzato non è correttamente calcolato: «troveranno applicazione le disposizioni di cui all'art. 125-*bis*, comma 6°, t.u.b.

<sup>35</sup> U. MINNECI, *Contratti di credito e taeg erroneo o assente*, cit., 291.

<sup>36</sup> Il comma è stato così sostituito dall'art. 4 della L. n. 108/1996. La precedente disciplina prevedeva, invece, la riduzione automatica degli interessi al tasso legale. Con riferimento all'attuale formulazione, B. INZITARI, *Il mutuo con riguardo al tasso*



Nell'attuale assetto della disciplina in materia di usura è centrale il ruolo svolto dal tasso soglia – il tetto massimo introdotto dall'art. 2 della l. n. 108/1996 oltre il quale il relativo prestito è sempre usurario –, la cui applicabilità ai rapporti bancari è oramai scontata<sup>37</sup>.

---

“soglia” della disciplina antiusura e al divieto di anatocismo, in *Banca borsa tit. cred.*, 3, 1999, discorre di «modificazione d'imperio della natura onerosa in natura assolutamente gratuita del contratto». Sulle perplessità destinate da un approccio così rigido, E. QUADRI, *La nuova legge sull'usura ed i suoi diversi volti*, in *Corr. giur.*, 1996, 365; G. MERUZZI, *Usura*, in *Contr. Impr.*, 1996, 784; S.T. MASUCCI, *Disposizioni in materia di usura. La modificazione del codice civile in tema di mutuo ad interesse*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1997, 1339; L. FERRONI, *La nuova disciplina civilistica del contratto di mutuo ad interessi usurari*, Napoli, 1997, 28; A. MANNA, *La nuova legge sull'usura*, Torino, 1997, 147.

<sup>37</sup> Così come è «parimenti scontato che l'introduzione di un limite legale al costo del finanziamento ha segnato un deciso cambio di prospettiva nell'approccio al fenomeno dell'usura», M. SEMERARO, *Usura bancaria e regole del mercato del credito*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2, 2017, 212. Mentre prima l'usura era «rimessa a una valutazione discrezionale del giudice, che doveva accertare la ricorrenza dello stato di bisogno del ricevente e il relativo approfittamento da parte del concedente il prestito», oggi si presenta, invece, «quale fattispecie dall'ambito applicativo più ampio; non più soltanto appannaggio della criminalità organizzata». Sul tema, A. GENTILI, *I contratti usurari: tipologie e rimedi*, in *Riv. dir. civ.*, 1, 2001, 353 ss., spec. 356, ove l'a. afferma che «Ammaestrato dall'esperienza, e sospinto dalla pubblica emozione, il legislatore con le nuove norme reca una determinazione *ex lege* del tasso massimo consentito, abolisce qualsiasi riferimento ad elementi soggettivi, e completa sul piano civilistico questo approccio, almeno laddove dispone, come nel caso del mutuo, la conferma della nullità del contratto ma la limitazione dei suoi effetti alla clausola usuraria. Facile allora persuadersi che abbia scelto con decisione la via non soltanto di una incondizionata repressione dell'usura ma anche di una non teorica protezione dell'usurato. Sul piano civilistico questo sembra aprire un nuovo capitolo degli interventi legislativi a tutela del contraente debole. Un capitolo il cui specifico ambito è l'area delle operazioni di finanziamento, e il cui specifico scopo è l'equilibrio delle prestazioni contrattuali». Già F. MESSINEO, *Dottrina generale del contratto*, cit., 276, sosteneva che la regola di cui all'art. 1815, capoverso, può essere interpretata estensivamente «a tutti i contratti che mettono in essere un'operazione di credito, cioè ai contratti bancari, pur se diversi dal mutuo».

In giurisprudenza, da ultimo, Cass. Civ., sez. I, 22 dicembre 2020, n. 29316, in *dejure.it* – richiamando Cass. Civ., sez. I, 22 giugno 2016, n. 12965, con nota di V. FARINA, *Clausola di salvaguardia, commissione di massimo scoperto e divieto delle usure*, in *I Contratti*, 11, 2016, 976 ss.; U. SALANITRO, *Usura e commissione di massimo scoperto: la Cassazione civile riconosce il valore vincolante del principio di simmetria*, in *Nuova giur. comm.*, 12, 2016, 1600 ss.; M. CIAN, *Questioni in tema di commissione di massimo scoperto: a volte ritornano (anzi, sono sempre state qui)*, in *Giur. comm.*, 1, 2017, 14 ss. – afferma che «il divieto di pattuire interessi usurari,

Ai sensi del comma 1 dell'art. 2, l. n. 108/1996, il tasso effettivo globale medio è rilevato trimestralmente ed è comprensivo di commissioni, di remunerazioni a qualsiasi titolo e di spese, escluse quelle per imposte e tasse, riferito ad anno, degli interessi praticati dalle banche e dagli intermediari finanziari nel corso del trimestre precedente per operazioni della stessa natura; mentre il successivo comma 4 prevede che il limite previsto dal terzo comma dell'art. 644 c.p. oltre il quale gli interessi sono sempre usurari, è stabilito nel tasso medio risultante dall'ultima rilevazione pubblicata nella Gazzetta Ufficiale ai sensi del comma 1 relativamente alla categoria di operazioni in cui il credito è compreso, aumentato di un quarto, cui si aggiunge un margine di ulteriori quattro punti percentuali, con la precisazione che la differenza tra il limite e il tasso medio non può essere superiore a otto punti percentuali<sup>38</sup>.

Parimenti, l'art. 644, comma quinto, c.p. prevede che «per la determinazione del tasso di interesse usurario si tiene conto delle commissioni, remunerazioni a qualsiasi titolo e delle spese, escluse quelle per imposte e tasse, collegate alla erogazione del credito».

Le due norme elaborano, quindi, una nozione omnicomprensiva degli interessi al fine di includere ogni contropartita economica che sia collegata al finanziamento e determinata dal finanziatore. Su tale via si colloca la rilevazione trimestrale dei tassi effettivi globali (TEG) e della loro media (TEGM), la quale ultima, per ogni categoria o sottocategoria di operazioni, individua una cifra omnicomprensiva di tutte le componenti di costo. Al TEGM si somma poi uno *spread* di scostamento (l'aumento di un quarto più un margine di quattro punti percentuali) per ottenere il tasso soglia.

La soglia usuraria corrisponde, in altri termini, alla maggiorazione della media ponderata dei prezzi di mercato poiché si presume che tali prezzi siano “giusti”<sup>39</sup>; così, un tasso oltre soglia rende il contratto di

---

previsto per il mutuo dall'art. 1815 c.c., comma 2, è applicabile a tutti i contratti che prevedono la messa a disposizione del denaro dietro remunerazione».

<sup>38</sup> Prima della modifica ad opera dell'art. 5, d.l. n. 70/2011, la norma prevedeva un aumento della metà. L'introduzione di uno scarto fisso tra i due valori ha contenuto gli effetti della discesa dei tassi dovuta alle misure di politica monetaria adottate per far fronte alla crisi finanziaria.

<sup>39</sup> A proposito del tasso effettivo globale medio, contesta l'esistenza di un prezzo “giusto” in un'economia di mercato A.A. DOLMETTA, *Trasparenza dei prodotti*

finanziamento anzitutto fuori mercato e «in quanto tale manifesta la sua anomalia, sì da cadere sotto la scure della disciplina antiusura»<sup>40</sup>.

Si è detto che solo la considerazione dell'ordine pubblico *tout court*<sup>41</sup> è in grado di giustificare la sanzione consistente nella trasformazione del mutuo da oneroso a gratuito nelle ipotesi di usura c.d. oggettiva<sup>42</sup>, ch  «costringendo entro una soglia rigida le transazioni che abbiano per oggetto un finanziamento, il legislatore non si limita a proteggere ma sceglie consapevolmente di dirigere»<sup>43</sup>.

Collocandosi nella medesima prospettiva di gestione dei traffici e in ragione della considerazione unitaria del derivato, come innanzi qualificato, sembra allora opportuno integrare il calcolo del TEG della specifica operazione di credito che venga a configurarsi come operazione economica ibrida. In questo senso, nel tasso effettivo

---

*bancari. Regole*, Bologna, 2013, 151: «nell'economia di mercato esiste il prezzo normale – cio  correttamente praticato in luoghi e tempi dati –, che a sua volta pu  anche venire orientato, o gravato, da correttivi sociali e solidali (ma anche di ordine semplicemente strutturale). Il prezzo normale   misura laica: non ontologica, bens  variabile a seconda dell'area di riferimento che venga assunta come rilevante». Qualifica il tasso usurario come un tasso sproporzionato «rispetto al mercato creditizio e agli indici normativi», P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalit  costituzionale secondo il sistema italo-europeo delle fonti*, vol. IV, *Attivit  e responsabilit *, cit., 136; in questo senso gi  in ID., *Nuovi profili del contratto*, in *Il diritto dei contratti fra persona e mercato. Problemi di diritto civile*, Napoli, 2003, 432.

<sup>40</sup> M. SEMERARO, *Usura bancaria e regole del mercato del credito*, cit., 217. Da qui, secondo l'a. (218), la conferma della «ragionevolezza della scelta, [...] agli effetti del provvedimento di riforma, di limitare temporalmente il rilievo dello sfioramento della soglia alla fase genetica dell'operazione di finanziamento». Cos  anche G. GUIZZI, *Congruit  dello scambio e contratti di credito (ancora una breve riflessione intorno ai rapporti tra mercato e teoria del contratto)*, in (a cura di) G. VETTORI, *Squilibrio e usura nei contratti*, Padova, 2002, 449 ss.

<sup>41</sup> Nelle due nozioni di ordine pubblico economico di direzione e ordine pubblico economico di protezione, come elaborate da G. FARJAT, *L'ordre public économique*, Paris, 1963.

<sup>42</sup> Riferisce invece l'ordine pubblico di direzione all'usura oggettiva e l'ordine pubblico di protezione all'usura soggettiva, C. ROBUSTELLA, *Usura bancaria e determinazione del tasso soglia*, Bari, 2017, 51. Secondo l'a., nella prima fattispecie il bene tutelato   «l'ordine nel mercato del credito» con l'introduzione di un calmiere al costo del denaro, mentre nell'usura soggettiva il legislatore ha inteso tutelare le «posizioni soggettive individuali e, pi  precisamente, [le] categorie economiche considerate meritevoli di tutela».

<sup>43</sup> A. GENTILI, *I contratti usurari: tipologie e rimedi*, cit. 358-359.

globale del singolo rapporto andrebbero inclusi i costi e le commissioni recati non soltanto dal contratto di credito ma pure dal contratto derivato di *irs*<sup>44</sup>.

Come accaduto in passato per altre voci di costo – commissioni di massimo scoperto, tassi moratori e spese assicurative – tale inclusione

---

<sup>44</sup> Osserva il contratto di *interest rate swap* nella prospettiva della funzione di finanziamento, sino a ritenere doveroso valutare il flusso a debito (in favore dell'intermediario) «alla stregua dei medesimi principi che regolamentano gli interessi nel credito», sì da misurare e giudicare tale flusso «in ragione del divieto di usura», R. DI RAIMO, *Dopo la crisi, come prima e più di prima (il derivato finanziario come oggetto e come operazione economica*, in (a cura di) D. MAFFEIS, *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, cit., 69 ss., spec. 82-83; si v. inoltre per ulteriori argomentazioni ID., *Fisiologia e patologie della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, in (a cura di) F. CORTESE e F. SARTORI, *Finanza derivata, mercati e investitori*, Pisa, 2010, 58; ID., *Dopo le Sezioni Unite: ancora sulla qualificazione e sulla disciplina degli Interest Rate Swap*, cit., 239. Sul punto A. TUCCI, *Derivati e usura*, cit., differenzia tra stipula contestuale del derivato e stipula successiva, ritenendo che solo con riferimento alla prima ipotesi l'operazione sia «sovrapponibile a un finanziamento erogato a condizioni economiche risultanti dalla “combinazione” dei due contratti», una equivalenza funzionale rafforzata «allorché il finanziatore e il negoziatore siano il medesimo intermediario». Tuttavia l'a. è scettico rispetto all'idea «di cumulare i costi formalmente imputabili al finanziamento con quelli del derivato di copertura».

Sulla fattispecie del derivato con *up front* e, in particolare, sulla clausola che prevede l'erogazione delle somme quale forma di finanziamento si sofferma D. MAFFEIS, *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, in *Banca borsa tit. cred.*, 6, 2010, 793 ss. L'a., in particolare, ritiene che «l'accertamento *ex post* della misura degli interessi applicati deve essere condotto alla stregua della disciplina dei c.d. tassi soglia di cui alla legge 108/1996, atteso che l'intermediario contestualmente alla conclusione del nuovo contratto derivato, “si fa (...) promettere (...) in corrispettivo di una prestazione di denaro (...) interessi o altri vantaggi” di cui occorre vagliare il carattere usurario tenendo conto che a tal fine rileva “qualsiasi forma”: e così, ad es., le c.d. commissioni di intermediazione, che parimenti il contratto di swap potrebbe non avere disciplinato». Si v. anche ID., *Costi impliciti nell'interest rate swap*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 648. Nello stesso senso anche S. PAGLIANTINI, *I costi impliciti nei derivati fra trasparenza e causa (ovvero quando nomina non sunt consequentia rerum)*, in (a cura di) D. MAFFEIS, *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, cit., 240-241. *Contra* A. TUCCI, *Derivati e usura*, cit., 83, secondo il quale il pagamento dell'*up front* funge «da strumento di riequilibrio del valore economico iniziale delle prestazioni a carico delle parti, nel contratto *IRS* “rinegoziato”, e, dunque, rientri nella logica dell'*investimento finanziario*», qualificazione che comporterebbe l'esclusione della applicabilità della disciplina antiusura.

porta con sé un problema di omogeneità dei dati comparati, segnatamente tra gli oneri economici rilevanti per il calcolo del TEGM e il costo effettivo sopportato dal cliente.

Sul punto, in un primo momento si è espressa la Corte di Cassazione con una nota decisione del 2016<sup>45</sup>, affermando in quell'occasione che il giudizio di usurarietà si basa «sul raffronto tra un dato concreto (lo specifico TEG applicato nell'ambito del contratto oggetto di contenzioso) e un dato astratto (il TEGM rilevato con riferimento alla tipologia di appartenenza del contratto in questione)» e che, pertanto, il confronto deve essere effettuato adoperando la medesima metodologia di calcolo perché, altrimenti, se ne ricaverebbe un dato viziato<sup>46</sup>.

In seguito, però, la posizione è stata meglio precisata dalle Sezioni Unite della Cassazione, con sentenza 18 settembre 2020, n. 19597<sup>47</sup>, sì confermando «la piena razionalità del c.d. principio di simmetria», secondo cui deve esservi simmetria tra il tasso effettivo globale medio rilevato trimestralmente e il tasso effettivo globale della singola operazione, epperò chiarendo al contempo che malgrado gli interessi moratori non vengano considerati nella rilevazione, essi vadano compresi nel TEG del singolo rapporto «in ragione della esigenza primaria di tutela del finanziato»<sup>48</sup>. Nel solco di questo indirizzo si pone

<sup>45</sup> Cass., 22 giugno 2016, n. 12965, cit.

<sup>46</sup> Prosegue la Corte: «quand'anche le rilevazioni effettuate dalla Banca d'Italia dovessero considerarsi inficiate da un profilo di illegittimità (per contrarietà alle norme primarie regolanti la materia, secondo le argomentazioni della giurisprudenza penalistica citata), questo non potrebbe in alcun modo tradursi nella possibilità, per l'interprete, di prescindervi, ove sia in gioco – in una unitaria dimensione afflittiva della libertà contrattuale ed economica – l'applicazione delle sanzioni penali e civili».

<sup>47</sup> Cass., Sez. Un., 18 settembre 2020, n. 19597, con nota di A. BARENGHI, *Mora usuraria e interessi corrispettivi: le Sezioni unite disinnescano il contenzioso*, in *Giur. it.*, 3, 2021, 572 ss.; F. GRECO e A. ZURLO, *Interessi moratori, usurarietà e tutela consumeristica: considerazioni a margine dell'alchimia delle Sezioni unite*, in *Resp. civ. prev.*, 4, 2021, 1192 ss.; P. DUVIA, *Usura e interessi di mora: la discutibile posizione assunta dalle Sezioni Unite*, in *Banca borsa tit. cred.*, 4, 2021, 456 ss.; C. ROBUSTELLA, *Usura e mora: l'ultimo atto delle Sezioni Unite*, in *Giur. comm.*, 5, 2021, 1080 ss.; P. MAZZAMUTO, *L'usurarietà degli interessi moratori. Considerazioni critiche sulla sentenza delle Sezioni Unite 18 settembre 2020, n. 19597*, in *Jus civile*, 6, 2021, 1830 ss.; B. PETRAZZINI, *Interessi moratori e usura: l'intervento delle Sezioni unite*, in *Giur. it.*, 6, 2021, 1395 ss.

<sup>48</sup> Così anche Cass., 20 agosto 2020, n. 17466, in *dejure.it*, la quale valorizza l'argomento secondo cui l'art. 644 c.p., nella determinazione del tasso usurario

una decisione di legittimità del 2021<sup>49</sup>, la quale, investita di una questione in tema di spese assicurative, afferma che «la circostanza che i decreti ministeriali di rilevazione del TEGM non inseriscano nel calcolo di esso una particolare voce che, secondo la definizione data dall'art. 644 c.p., comma 5, dovrebbe essere inclusa [...] rileva ai soli fini della verifica di conformità dei decreti stessi, quali provvedimenti amministrativi, alla legge di cui costituiscono applicazione, in quanto la rilevazione sarebbe effettuata senza tenere conto di tutti i fattori che la legge impone di considerare» e che, pertanto, «la mancata inclusione nei decreti ministeriali non comporta l'esclusione di tale voce ai fini della determinazione della soglia usuraria, imponendo semmai al giudice ordinario di prendere atto della illegittimità dei decreti e disapplicarli».

In definitiva, l'esistenza di un collegamento tra il contratto finanziario derivato di *interest rate swap* e l'erogazione del credito – frutto dell'interazione dell'*irs* con il patto relativo alla determinazione degli interessi – non può che comportare la determinazione del TEG dello specifico rapporto di credito tenendo conto anche dei costi e delle

---

impone di tenere conto di «commissioni, remunerazioni a qualsiasi titolo e delle spese [...] collegate alla erogazione del credito», persegue il fine di «impedire, tanto prevedibili quanto agevoli, aggiramenti del divieto, a prescindere dal nome con il quale il contratto qualifica la dazione». Riassume la posizione critica della dottrina rispetto ad un tale approccio, definito “sostanzialista e solidaristico”, G. CAZZETTA, *Il collegamento negoziale tra prestito e spese di assicurazione*, in *giustiziacivile.com*, 2018, 5. L'a., in particolare, sottolinea «il *vulnus* che l'approccio sostanzialista della inclusione nel TEG di ogni spesa di fatto sopportata dal cliente arreca alla razionalità e credibilità tecnica dei criteri di rilevazione del tasso soglia e all'innegabile correlazione tra TEGM e TEG. Esiste cioè un necessario, e non altrimenti sottovalutabile, rapporto di omogeneità tra i parametri utilizzati per la rilevazione periodica del TEGM e quelli per la valutazione singola della possibile usurarietà del singolo contratto di finanziamento». Peraltro, «la necessità di ancorare la rilevazione della soglia usura ad un parametro razionale, certo e prevedibile è d'altronde resa esplicita dalla lettera della norma penale dell'art. 644 c.p. e di quella civile dell'art. 1815 c.c. che, nel rinviare alla legge speciale n. 108 del 1996 accolgono la scelta legislativa di delegare la competenza tecnica dell'operazione di rilevazione dei tassi al Ministro dell'Economia, sentiti la Banca d'Italia e l'Ufficio cambi».

<sup>49</sup> Cass., 26 novembre 2021, n. 37058, in *dejure.it*. Cfr., inoltre, Cass., ord. 1° febbraio 2022, n. 3025, in *italgiure.giustizia.it*, secondo cui la mancata rilevazione fino al d.m. del maggio 2009 dei costi assicurativi ai fini del calcolo del TEGM non rileva nella determinazione della soglia usuraria del singolo rapporto. Conforme, da ultimo, Cass., ord. 18 maggio 2022, n. 16077, in *italgiure.giustizia.it*.

commissioni di cui all'*irs*, sicché ove il TEG così calcolato dovesse restituire un valore superiore al tasso soglia, il rapporto di credito dovrà inevitabilmente scontare l'applicazione della sanzione caducatoria di cui all'art. 1815, comma secondo, c.c.

5. (*Segue*) *Applicazione della disciplina riguardante la surrogazione per volontà del debitore all'operazione economica ibrida. Contratto di credito, contratto di swap e mark to market.*

Sulla tendenza alla complessità del rapporto banca-cliente all'ibridazione finanziaria dello strumento contrattuale che lo regola, sembra infine incidere anche la disciplina riguardante la surrogazione per volontà del debitore di cui al D.L., 31 gennaio 2007, n. 7 (c.d. *Decreto Bersani-bis*) convertito con modificazioni dalla L. 2 aprile 2007, n. 40, poi modificato dall'art. 2, comma 450, L. 24 dicembre 2007, n. 244 (legge finanziaria per il 2008), infine trasfusa nel Testo Unico Bancario all'art. 120-*quater*.

Di là del caotico utilizzo del linguaggio da parte del legislatore<sup>50</sup>, che discorre indifferentemente nella rubrica e nel testo della norma di “trasferimento”, “surrogazione” e “portabilità”, la disciplina ha rivitalizzato un istituto che è stato definito “difficilmente comprensibile”<sup>51</sup>, quello di cui all'art. 1202 c.c.<sup>52</sup>, e che ha trovato nel tempo una applicazione soltanto sporadica, come confermerebbero i “rari e remoti precedenti giurisprudenziali”<sup>53</sup>.

---

<sup>50</sup> Cfr. A.A. DOLMETTA, *Questioni sulla surrogazione per volontà del debitore ex art. 8 Legge n. 40/2007 (c.d. portabilità del mutuo)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 4, 2008, 395 ss.

<sup>51</sup> Così U. BRECCIA, *Le obbligazioni*, in *Tratt. Iudica-Zatti*, Milano, 1991, 768 ss.

<sup>52</sup> Sull'istituto codicistico, M. PROSPERETTI, *Il pagamento con surrogazione*, in *Tratt. Rescigno*, IX.1, Torino, 1984; B. CARPINO, *Del pagamento con surrogazione. Art. 1201-1205*, in *Comm. Scialoja-Branca, Libro quarto, Delle obbligazioni*, Bologna Roma, 1988; A. MAGAZZÙ, voce *Surrogazione per pagamento*, in *Enc. dir.*, XLIII, Milano, 1990.

<sup>53</sup> E. MOSCATI, *Dalla surrogazione per volontà del debitore alla legge sulla portabilità dei mutui (ovvero come un legislatore rivitalizza l'art. 1202 c.c.)*, in *Riv. not.*, 1, 2022, 5, il quale riferisce di un precedente risalente al 5 agosto 1945 (Cass., 4 agosto 1945, n. 677, in *Giurisprudenza completa della Corte suprema di Cassazione – Sezioni civili*, 1945, II, 155) sorto in relazione ad una vicenda riguardante l'art. 1265, n. 2, del codice civile del 1865.

Quella del legislatore interno è una iniziativa nata dal proposito della Commissione europea<sup>54</sup> di incentivare la concorrenza sul mercato bancario agevolando la «mobilità dei clienti e la propensione dei consumatori a passare da un erogatore di mutui ipotecari all'altro», senza essere loro dissuasi da «ostacoli giuridici o economici ingiustificabili».

Riferendosi espressamente all'istituto del pagamento per surrogazione per volontà del debitore, già l'art. 8 del decreto n. 7/2007 ed oggi l'art. 120-*quater* TUB riconosce al debitore la possibilità di rimborsare anticipatamente il capitale residuo del finanziamento al mutuante – «con esclusione di penali o altri oneri di qualsiasi natura»<sup>55</sup> – facendo subentrare nel contratto un nuovo ente creditizio (terzo surrogato)<sup>56</sup>, il quale accede anche alle garanzie, personali e reali, accessorie al credito. In tal modo, la normativa consente al cliente di realizzare in sostanza una rinegoziazione e di fruire di migliori opportunità sul mercato<sup>57</sup>.

---

<sup>54</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Libro bianco sull'integrazione dei mercati UE del credito ipotecario* (COM(2007) 807 def).

<sup>55</sup> Non solo la surrogazione deve avvenire senza penali o altri costi ma anche per la concessione del nuovo finanziamento «non possono essere imposte al cliente spese o commissioni [...] per l'istruttoria e per gli accertamenti catastali» e, in ogni caso, «gli intermediari non applicano alla clientela costi di alcun genere, neanche in forma indiretta, per l'esecuzione delle formalità connesse alle operazioni di surrogazione» (art. 120-*quater*, comma 4, TUB).

In continuità con questo approccio l'art. 6 del d.lgs. n. 141 del 2010 ha introdotto il comma 7-*quater* dell'art. 161 del TUB, ai sensi del quale «Per i mutui a tasso variabile e a rata variabile per tutta la durata del contratto, stipulati o accollati, anche a seguito di frazionamento, per l'acquisto, la ristrutturazione o la costruzione dell'abitazione principale entro il 29 gennaio 2009, gli atti di consenso alla surrogazione di cui all'art. 120-*quater*, comma 3, sono autenticati dal notaio senza l'applicazione di alcun onorario e con il solo rimborso delle spese [...]».

<sup>56</sup> La portabilità può avvenire secondo due schemi operativi: i) con la stipula di un unico atto cui partecipino tutte e tre le parti interessate – debitore, originario creditore e nuovo creditore – e che racchiuda sia il nuovo mutuo che la quietanza di quello originario; ii) mediante il perfezionamento di atti separati, ed in particolare: a) del nuovo contratto di finanziamento tra debitore e nuovo creditore; b) della successiva quietanza rilasciata dal creditore originario, con le indicazioni di contenuto stabilite dall'art. 1202 c.c.

<sup>57</sup> Sul punto, tra i primi commentatori della normativa, A. GENTILI, *Teoria e prassi nella portabilità dei contratti di finanziamento bancario*, in *I Contratti*, 5, 2007, 465, il quale a. si sofferma sugli auspicati effetti della riforma, in particolare sulla creazione



Da qui l'interesse della banca alla complessità, l'incentivo a stipulare non già un solo contratto di mutuo a tasso fisso ma due contratti, uno di mutuo a tasso variabile e uno di *irs*, che nella loro interazione strutturano un rapporto con obbligazione di pagamento a carico del mutuatario a tasso fisso; rapporto che solo al momento dell'eventuale esercizio della facoltà prevista dall'art. 120 *quater* TUB svela al cliente la sua complessità: la banca a fronte di una richiesta di portabilità del contratto di mutuo a tasso variabile pretende comunque per l'estinzione anticipata il pagamento del valore residuo del contratto di *irs*, il *mark to market*, ovvero richiede, in alternativa, il pagamento dei restanti differenziali alle scadenze fissate. Dunque, elusione della normativa che non prevede costi e oneri in caso di surrogazione per volontà del debitore e, per l'effetto, restrizione della concorrenza sul mercato bancario<sup>58</sup>.

---

di un «nuovo segmento di mercato nel settore dei servizi bancari e finanziari», in altri termini del «mercato della circolazione dei finanziamenti», e sull'aumento dell'efficienza del settore, poiché «migliori finanziamenti sostituiscono i vecchi» e «finanziatori più efficienti sottraggono quote di mercato a quelli marginali». Sull'ispirazione del decreto, si v. anche P. SIRENA, *La «portabilità del mutuo» bancario o finanziario*, in *Riv. dir. civ.*, 4, 2008, 450, spec. nota 5.

Così, più di recente, tre sentenze della Cassazione (Cass., 19 febbraio 2021, n. 4526 e 4527, Cass., 23 febbraio 2021, n. 4841, tute in *dejure.it* e con nota di A. VALZER, *La surrogazione ex art. 120-quater t.u.b. tra evoluzione normativa e prassi applicativa, alla luce di alcune recenti sentenze di legittimità*, in *questa Rivista*, 2, 2022, 325 ss.) ove si sottolinea lo scopo del legislatore del 2007, ossia «quello di introdurre elementi di concorrenzialità tra le imprese bancarie non soltanto nella fase dell'accesso ai finanziamenti da parte dei mutuatari, ma anche in quella successiva della circolazione dei rapporti di mutuo, consentendo ai mutuatari di sfruttare eventuali dinamiche al ribasso dei tassi di interesse». Scopo che, secondo la decisione, «è stato realizzato mediante una rivitalizzazione della surrogazione di pagamento per volontà del debitore (art. 1202 c.c.) superando le rigidità, presunte o reali, della disciplina codicistica che ne avevano ostacolato un più diffuso e massiccio utilizzo, nonché gli ostacoli provenienti da pattuizioni eventualmente introdotte nei contratti, dirette alla conservazione, in capo alle originarie imprese di credito, della titolarità dei rapporti in essere, stante la convenienza che discende dal progressivo attenuarsi, nello svolgimento del rapporto, del rischio di insolvenza del mutuatario».

<sup>58</sup> In effetti A. GENTILI, *Teoria e prassi nella portabilità dei contratti di finanziamento bancario*, cit., 471, all'indomani dell'introduzione normativa, notava che il legislatore potrebbe non aver tenuto conto di effetti ulteriori rispetto a quelli auspicati: «che succederà ai mutui? La concorrenza realizzerà davvero la libera circolazione dei servizi di credito? o tenteranno le banche di fidelizzare i clienti recuperando di più nel primo periodo e meno in seguito? Si avrà un continuo

Tuttavia, la considerazione unitaria in chiave funzionale dell'operazione esclude l'autonomia del contratto di *interest rate swap* rispetto al contratto di finanziamento (entrambi sono preordinati ad uno scopo pratico unitario) per cui nell'ipotesi di surrogazione l'*irs* – non potendosi immaginare la portabilità anche del contratto derivato – andrà incontro a scioglimento del relativo vincolo per difetto funzionale della causa, fatti salvi gli effetti già prodotti. Se così non fosse il contratto di *swap* si dovrebbe, in ogni caso, ritenere nullo ai sensi del comma 6 dell'art. 120 *quater* TUB, che prescrive la nullità di ogni patto, anche successivo alla stipulazione del contratto, «con il quale si impedisca o si renda oneroso per il debitore l'esercizio della facoltà di surrogazione [...] La nullità del patto non comporta la nullità del contratto».

In conclusione, la struttura del rapporto di erogazione del credito come incisa dall'interazione con il contratto finanziario derivato non può dirsi rappresentare l'ineludibile arrivo dell'evoluzione del rapporto contrattuale ma, di certo, l'artificiosa complessità che cela interessi di parte; interessi non sempre meritevoli e da valutare attentamente, caso per caso, nell'ambito di contesti operativi presidiati da fonti normative autonomamente strutturate e in considerazione della (sempre più marcata) disomogeneità di interessi di banche e clienti.

---

miglioramento delle condizioni offerte? o gli intermediari si copriranno dal rischio di abbandono riversandone per altra via il costo?» [enfasi aggiunta]. Altra via che oggi viene a tracciarsi nella dinamica dell'erogazione del credito con l'inserimento del contratto finanziario di *interest rate swap*.

Nella prospettiva della responsabilità, si occupa degli aspetti di concorrenza in relazione alla portabilità dei mutui (e ai servizi di pagamento), F. QUARTA, *Rimedi civilistici in funzione pro-concorrenziale nel settore bancario. Spunti dalle discipline sulla «portabilità» dei mutui e dei servizi di pagamento*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 1, 2018, 127 ss.

## **Sostenibilità mercato ambiente. Una riflessione introduttiva\***

**SOMMARIO:** 1. Premessa. - 2. La formula della «sostenibilità». - 3. Segue: ...e le sue variegate declinazioni. - 4. La sostenibilità in ambito finanziario. - 5. Quali prospettive?

### *1. Premessa.*

L'incontro odierno, come sapete, è dedicato all'analisi della *sostenibilità*, tematica che negli anni recenti è stata posta al centro dell'attenzione di numerose discipline e, in particolare, degli studi di «diritto dell'economia». Siamo in presenza di indagini orientate alla individuazione di un paradigma concettuale che, attraverso una compiuta valutazione della realtà, consente di identificare linee di sviluppo compatibili con gli equilibri dell'ecosistema e, più in generale, correlate all'adozione di linee operative rispettose del «rapporto tra fini e mezzi». Da qui l'esigenza di dar corso ad una ricerca volta ad accertare il superamento dei condizionamenti imposti dalla logica capitalistica, incline spesso a supportare ragioni di mero utilitarismo (delle quali beneficiano solo alcuni, a discapito della generalità dei partecipanti allo sviluppo dell'attività economica).

L'interprete deve, quindi, affrontare una complessa fenomenologia che trae origine, in primo luogo, dalla globalizzazione che, innovando le modalità relazionali tra gli Stati, ha fatto emergere innumerevoli antinomie. Si acquisisce piena contezza dei limiti di un *agere* che non è proteso ad assicurare stabili livelli nel corretto sfruttamento delle risorse e nella valorizzazione del potenziale (umano e della natura) dei sistemi economici. Si avverte in modalità crescente l'esigenza di un ordine sistemico coerente con l'affermazione di una imparziale partecipazione ai benefici del processo produttivo di tutti coloro che (sia pure in misura ed a titolo diverso) intervengono in esso, acquisendo in tal modo diritti che si contrappongono a posizioni d'obbligo.

Conseguentemente gli studi sono stati orientati alla verifica della strumentazione regolamentare e dei meccanismi che consentono di

---

\* Testo della relazione svolta presso l'Università di Bari il 16 maggio 2024 nel convegno "Sostenibilità Finanza Mercati Ambiente".

supportare l'anelito allo sviluppo ed al miglioramento delle condizioni di vita. Ciò, indirizzando la ricerca in una duplice prospettiva ('sistematica' e 'tecnico operativa'), nella quale le indagini sono finalizzate a fornire (da variegate angolazioni) le soluzioni ipotizzabili per riportare lo sviluppo sociale ed economico in un contesto di *sostenibilità*. Di fondo, si individua un chiaro riferimento ad una indicazione formulata in sede ONU in tempi lontani, allorché detto concetto venne inteso come funzionalizzato alla soddisfazione dei «bisogni del presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri»<sup>1</sup>; indicazione cui agli inizi di questo millennio venne data piena adesione dalla Commissione UE<sup>2</sup>, in attuazione dell'art. 2 del Trattato di Amsterdam del 1997 nel quale si fa espresso riferimento ad «uno sviluppo armonioso, equilibrato e sostenibile delle attività economiche», nonché ad «una crescita sostenibile e non inflazionistica».

Va da sé che col tempo - a seguito di un progressivo raccordo tra le esigenze dell'economia e quelle della solidarietà - la *sostenibilità* è divenuta presupposto di 'pari dignità', assurgendo a valore ampiamente condiviso, declinato in variegate modalità, unitariamente protese verso l'affermazione di una cultura incentrata sulla 'responsabilità sociale'. In particolare, l'assunzione di un'essenza valoriale a base del processo produttivo ha dato vita ad un modo nuovo di inquadrare la realtà d'impresa e l'*agere* finanziario, segnando una svolta di entrambi sul piano semantico; da qui la conseguente necessità di riferire i comportamenti che caratterizzano le attività economiche a parametri etico sociali, come ebbero modo di sottolineare in tempi ormai lontani<sup>3</sup>.

## 2. La formula della «sostenibilità».

È con l'inizio di questo millennio che si afferma il convincimento secondo cui lo sviluppo non può essere circoscritto nell'angusta ed

---

<sup>1</sup> Cfr. ONU, *Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future*, 1987.

<sup>2</sup> Cfr. Comunicazione della Commissione Europea del 15 maggio 2001 intitolata *Sviluppo sostenibile in Europa per un mondo migliore: strategia dell'Unione europea per lo sviluppo sostenibile*.

<sup>3</sup> Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Etica della finanza mercato globalizzazione*, Bari, 2004, 192 ss.

egoistica visione di uno schema strategico proteso allo sfruttamento delle risorse naturali, in modalità incuranti delle condizioni e delle compatibilità ambientali<sup>4</sup>. Si acquisisce, quindi, la consapevolezza di dover orientare lo sviluppo in modalità che riescano a conciliare finalità diverse; ciò induce a ricercare una formula che, anche a livello terminologico, riesca a rappresentare l'esigenza di porre in essere un nuovo schema operativo in grado di innovare l'*agere* economico finanziario.

Si individuano i prodromi di un percorso che, a seguito di vicende variegata, ha consentito alla ricerca di pervenire ad una 'visione pluralistica del benessere' che tiene conto dell'urgenza di ridare un senso umano all'economia ed ai suoi fini<sup>5</sup>; essa si compendia nel riconoscimento di una modalità d'impiego delle ricchezze del pianeta coerente con la salvaguardia dell'ambiente e con l'osservanza di forme di equilibrio tra produzione e profitto<sup>6</sup>.

Bisognerà attendere la pesante esperienza della crisi pandemica del 2020 - duro banco di prova cui sono stati sottoposti la gran parte dei paesi del globo - per vedere finalmente aperta la strada ad una attenuazione della inflessibile applicazione delle categorie della scienza economica (l'interesse, il profitto, l'efficienza, ecc.). Il lungo periodo di *lockdown* che ha contraddistinto la presenza del COVID-19, la recessione economica conseguente alla stasi operativa causata da detta emergenza produssero, infatti, una «accelerazione delle contraddizioni che connotano la realtà di molti paesi», come ebbe a precisare Giancarlo Montedoro<sup>7</sup>, con inevitabili riflessi sulla impostazione dei rapporti intersoggettivi; si comprende la necessità di doverne orientare gli esiti in direzioni che evitino di sacrificare a rigide valutazioni tecniche i diritti umani.

---

<sup>4</sup> Cfr. P. COLLIER, D. DOLLAR, *Globalization, Growth and Poverty: Building and Inclusive World Economy*, World Bank, 2002, Oxford University Press.

<sup>5</sup> Cfr. F. BOTTA, *Della globalizzazione, dello sviluppo sostenibile e degli altri giochi possibili*, Bari, 2001.

<sup>6</sup> Cfr. A. IANNARELLI, *La tutela dell'ambiente e lo sviluppo sostenibile tra diritto dell'economia e valori supremi*, in *AA.VV., Giovanni Paolo II. Le vie della giustizia, Itinerari per il terzo millennio*, a cura di Loiodice e Vari, Roma, 2003, 660 ss.

<sup>7</sup> Ci si riferisce alla Relazione svolta nel webinar su «Emergenza covid 19 e regolazione dell'economia: giuristi ed economisti a confronto», incontro organizzato dall'Università La Sapienza di Roma il giorno 11 gennaio 2020.

Tale innovativa tendenza reca un significativo impulso alla realizzazione di obiettivi volti a conseguire una riduzione delle asimmetrie riscontrabili in ambito socioeconomico. Muovendo, infatti, dalla comparazione tra i variegati sistemi operativi vengono ricercate soluzioni ad alcune delle più importanti problematiche presenti nel pianeta (dualismo economico, riduzione della disoccupazione e della povertà).

In tale contesto si colloca la individuazione della formula della *sostenibilità* preordinata a orientare lo sviluppo in modalità che riescano a conciliare finalità diverse nella proposizione di un innovativo modello dell'attività economica, cui dianzi si è fatto riferimento. Si è in presenza, infatti, di una locuzione specificamente idonea per la definizione di uno schema operativo cui è sottesa una 'flessibilità programmatica' volta a promuovere l'adozione di soluzioni concrete nell'integrazione tra fattori variegati. Diviene, per tal via, prefigurabile una nuova relazione tra ecologia, giustizia sociale e democrazia in quanto, come è stato autorevolmente sostenuto, l'«accesso allo sviluppo umano in modo sostenibile» fa sì che si determinino i presupposti per una «democrazia [...] che mira a realizzare la giustizia sociale»<sup>8</sup>. Conseguisce la riconducibilità dello sviluppo sostenibile all'affermazione di canoni democratici, vale a dire in grado di assicurare a ciascuno il diritto ad esistere, superando le disuguaglianze, che per solito sono frutto del capitalismo industriale.

Di fondo emerge l'esigenza di fare riferimento ad una logica ordinatoria fondata sul convincimento che i fattori della produzione devono essere congiuntamente orientati al conseguimento di una meta comune: evitare che nel loro impiego si verifichino gravi irregolarità comportamentali dalle quali possano derivare in futuro pericolosi danni alla comunità. Il termine *sostenibilità* diviene, quindi, l'indicatore di un innovativo progetto operativo che ha di mira uno sviluppo tecnologico e industriale che sia, in primo luogo, rispettoso della natura e, dunque, dell'ambiente. Ciò implica l'esigenza di prefigurare obiettivi che possono essere realizzati soltanto attraverso un'attenta utilizzazione delle risorse rinnovabili, ineludibile presupposto, questo, per addivenire al contenimento della immissione nell'ambiente di sostanze inquinanti.

---

<sup>8</sup> Cfr. J.P. FITOUSSI, *La nuova ecologia politica*, Milano, 2009, 11 ss.

Va da sé che l'obiettivo di non causare squilibri dell'ecosistema (che possono ripercuotersi negativamente sui diritti incompressibili della persona) interagisce sui meccanismi operativi del mercato; da qui l'avvertita necessità di dover procedere ad una ridefinizione dei criteri che presiedono all'esercizio di una finanza che si propone finalità in precedenza poco attenzionate. Si individua una realtà nella quale la ricerca di esiti adeguati a riportare lo sviluppo sociale ed economico nel contesto dianzi rappresentato agisce da catalizzatore nella proposizione di una struttura organizzativa 'multiforme' con riguardo alla pluralità dei suoi elementi costitutivi, ma 'unitaria' ove considerata con riferimento al nesso che congiunge le finalità programmatiche da attuare.

Conseguentemente, la sostenibilità economica e ambientale trova adeguata estrinsecazione nella creazione di un circolo virtuoso che valorizza in chiave sociale il ritorno dell'investimento; l'ottimizzazione dell'impatto decisionale delle imprese, degli investitori e dei regolatori si rinviene, quindi, in progetti che riescano a coniugare liberazione dal bisogno, libertà politica e coesione relazionale, valori che di certo sono tra loro convergenti ove siano ricondotti nell'alveo di un sano processo di sviluppo economico. In tale contesto si giustifica appieno la tesi, rappresentata in letteratura fin dagli inizi di questo millennio, secondo cui va contestata l'aggressione al pianeta ed alle sue risorse attuata in una logica che supporta l'arbitrio dell'uomo nel convincimento di poter assoggettare la terra senza riserve alla sua volontà<sup>9</sup>.

Si addivene, in tal modo, ad una costruzione nella quale la riferibilità alla finanza (riguardata nelle sue molteplici forme di attivazione) risulta orientata alla identificazione degli obiettivi da raggiungere in ambito ambientale, economico, sociale ed istituzionale; consegue la prospettiva di una coerente riorganizzazione delle forme di produzione e consumo, fondate su un'equa combinazione di strumenti (che includa il capitale finanziario, il capitale naturale e quello sociale).

### 3. Segue:...e le sue variegate declinazioni.

Le considerazioni che precedono spiegano la ragione per cui la *sostenibilità* assume specifica centralità tra gli approfondimenti

---

<sup>9</sup> Cfr. *ex multis* G. CORDINI, *Diritto ambientale comparato*, Padova, 2002, *passim*.

tematici proposti da una realtà economica in transizione. Ad essa viene, infatti, attribuita la peculiare funzione di identificare i limiti che connotano i processi economici impedendo che questi siano di ostacolo al conseguimento degli obiettivi avuti di mira. Nel contempo, le viene riconosciuta significativa valenza nella promozione di opportune linee comportamentali che siano in grado di attivare mutamenti dell'ordine giuridico ed economico idonei a superare pregresse situazioni distoniche, come quelle verificatisi nell'ultimo decennio.

La 'sostenibilità' diventa, quindi, una parola *magica* che, con frequenza crescente, si rinviene nelle analisi effettuate dagli studiosi di differenti discipline, oltre che nelle indicazioni della politica, associata alla individuazione di soluzioni riguardanti molteplici questioni che, muovendo da quella ambientale, si estendono fino alla ottimizzazione dei processi di *governance*. Ciò spiega la ragione per cui specifici riferimenti al criterio in parola si rinvengono sia nell'esame delle regole di prevenzione dei rischi climatici - e, dunque, nella strumentazione tecnico giuridica che dà contenuto al *Green Deal* - sia in talune indagini relative a tematiche di carattere generale (come la relazione tra indebitamento pubblico e crescita, la definizione delle scelte di investimento, la gestione dei rischi nello svolgimento delle attività economiche).

La logica che informa l'itinerario di rinnovamento gestionale delle risorse in chiave sociale (nel configurarsi rispettosa degli equilibri dell'ecosistema) induce a ipotizzare il superamento dell'«economia lineare», che punta al profitto senza tener conto dei danni che possano derivare da tale modello di sviluppo economico. Si ravvisa, pertanto, l'esigenza di dover sostituire a quest'ultimo un innovativo schema organizzativo, che viene individuato nel riferimento ad una «economia circolare»; significative al riguardo le parole di un acuto studioso: «ed ecco che l'araba fenice dell'economia circolare, di una società del recupero, alimenta le speranze di uno sviluppo sostenibile»<sup>10</sup>! Esse ci indicano che forse esiste ancora un rimedio valido a difesa dell'ambiente, fornendo un indispensabile aiuto nell'attuale contesto «ancora inquinato dal permanere di politiche che legano il livello di

---

<sup>10</sup> Cfr. M. SEPE, *Sviluppo, sostenibilità e sana e prudente gestione in ambito finanziario*, in AA. VV., *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, a cura di Passalacqua, Milano, 2021, 64.



sfruttamento delle risorse ambientali ad un sistema di incentivi e disincentivi distorto»<sup>11</sup>; l'economia circolare consente, infatti, uno sfruttamento razionale delle risorse (necessario ai fini della sopravvivenza del genere umano) aprendo la strada alla 'progettazione rigenerativa' dei prodotti obsoleti e deteriorati<sup>12</sup>.

Va da sé che si determina in tal modo un contesto operativo realizzabile nel riferimento ad un *agere* responsabile, donde la definizione di siffatto processo produttivo data in letteratura di «*framework* per soluzioni di sistema [...] che costruisce resilienza a lungo termine, genera opportunità commerciali ed economiche, e offre vantaggi ambientali e sociali»<sup>13</sup>.

Come si è anticipato, è la «transizione al verde» ad offrire una grande opportunità nell'individuare specifiche forme d'intervento finalizzate ad uno sviluppo sostenibile nella prospettiva ambientale. L'esigenza di preservare gli equilibri dell'ecosistema dalla devastazione e, dunque, di evitare i conseguenti «rischi di turbative per l'uomo», avvertita già in tempi lontani da un'autorevole dottrina<sup>14</sup>, di recente ha trovato espressione nella ricerca di un modello dell'*agere* economico che, attraverso pratiche di produzione sostenibile, fosse mirato alla tutela ambientale e, in particolare, alla realizzazione di tecnologie e prodotti «puliti».

Il dibattito internazionale ha supportato detta linea di tendenza, dando vita ad un programma operativo finalizzato ad una crescente affermazione della componente *green* nelle attività economico-finanziarie, nonché al miglioramento dei processi per l'utilizzazione dei prodotti che la natura ci offre. Ad esso hanno aderito la gran parte dei paesi sottoscrittori dell'«Accordo di Parigi sul clima» e dell'«Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite»; nella stessa direzione sono orientati anche i vertici dell'Unione, come risulta

---

<sup>11</sup> Cfr. M. SEPE, op. cit..

<sup>12</sup> Cfr. *ex multis* F. DE LEONARDIS, *Il futuro del diritto ambientale: il sogno dell'economia circolare*, in AA.VV., *Studi in tema di economia circolare*, Macerata, 2019, 11 e ss.

<sup>13</sup> Cfr. *The circular economy as a de-risking strategy and driver of superior risk-adjusted returns*, White Paper Università Bocconi – Intesa Sanpaolo – Ellen MacArthur Foundation, 2021, 5.

<sup>14</sup> Cfr. M.S. GIANNINI, «Ambiente»: *saggio sui diversi suoi aspetti giuridici*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 1973, 15 e ss.

chiaramente dal dichiarato intento della Commissione UE di voler legare l'azione da intraprendere all'obiettivo di una attenta transizione verso modelli di crescita mirati alla realizzazione di tematiche ambientali<sup>15</sup>.

Naturalmente la crisi pandemica ha accentuato l'esigenza da parte dei pubblici poteri di assicurare che il processo di rinascita *post* Covid avvenisse nel riferimento a criteri ordinatori che «impongono di prendere atto del legame imprescindibile che esiste tra l'equilibrio della natura e la nostra sopravvivenza», come ebbe a sottolineare il Presidente Mattarella all'insorgere di tale triste evento<sup>16</sup>. Anche l'UE ha prontamente colto la sfida di un *cambiamento di passo* nei programmi di contrasto al '*climate change*'. Di ciò è conferma nel *Green Deal* adottato dalla Commissione, a fondamento del quale è il proposito di trasformare l'Unione in un'efficiente economia moderna puntando al raggiungimento, entro il 2050, di un impatto climatico zero e fissando come traguardo intermedio una riduzione delle emissioni di almeno il 55% entro il 2030 rispetto ai livelli del 1990<sup>17</sup>.

Il piano di riforme predisposto in sede europea ipotizza la costruzione di un nuovo 'modello organizzativo' del processo produttivo nel quale la realizzazione di un sistema energetico pulito agisca da catalizzatore nella transizione alla sostenibilità dei fattori di produzione. Le proposte che ne integrano i contenuti si propongono di avere un impatto positivo sulla 'catena del valore' di numerosi settori (trasporti, edilizia, ristrutturazioni, ecc.) coinvolti in una innovativa formula ordinatoria (nella quale i benefici rivenienti dal ricorso alle energie rinnovabili si traducono in una maggiore efficienza del sistema

---

<sup>15</sup> Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Accordo di Parigi*, visionabile su [https://ec.europa.eu/clima/policies/international/negotiations/paris\\_it](https://ec.europa.eu/clima/policies/international/negotiations/paris_it), nel quale 195 paesi hanno adottato la prima convenzione universale e giuridicamente vincolante sul clima mondiale. Si ricorda, infatti, che nell'occasione venne definito un piano d'azione globale, inteso ad evitare cambiamenti climatici pericolosi limitando il riscaldamento globale ben al di sotto dei 2°C.

<sup>16</sup> Cfr. l'editoriale intitolato *Mattarella: "Legame imprescindibile tra equilibrio natura e nostra sopravvivenza"*, visionabile su [www.adnkronos.com/fatti/politica/2020/06/05/mattarella-legame-impre-scindibile-tra-equilibrio-natura-nostra-sopravvivenza](http://www.adnkronos.com/fatti/politica/2020/06/05/mattarella-legame-impre-scindibile-tra-equilibrio-natura-nostra-sopravvivenza).

<sup>17</sup> Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Un Green Deal europeo*, visionabile su [https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal\\_it](https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_it).

economico)<sup>18</sup>. Nello specifico rileva la definizione nel 2021 di un complesso programma che dà vita ad una «rivoluzione verde» che ha di mira il raggiungimento di un accordo politico sulla normativa europea riguardante la questione climatica<sup>19</sup>. Ad esso si accompagnano altri provvedimenti che convergono verso la unitaria finalità di realizzare ulteriori forme di coesione economica e sociale, tra i quali denota specifico rilievo il cd. *Fit for 55 package*, un pacchetto di misure (che segna una tabella di marcia per una transizione al verde) nel quale sono forniti criteri operativi per una rilevante ristrutturazione industriale ed economica.

Valutando oggi tale attenzione dell'UE, più sistemica rispetto al passato, ai fattori che rendono possibile una sana convivenza tra gli Stati membri, ci si accorge che nel tempo essa sembra destinata a venir meno. Ed invero, l'acquisita consapevolezza di una necessaria innovazione nelle politiche di tutela ambientale se, in un primo momento, ha determinato un fervore nell'assunzione di misure volte a preservare la natura e ad assicurare gli equilibri dell'ecosistema, non è stata tuttavia sufficiente a superare i limiti dell'interesse economico che da tempi lontani hanno frenato forme di sviluppo destinate a recare benessere, a ridurre le diseguaglianze, ad eliminare la povertà. In tal senso orientano gli esiti della Cop 28, Conferenza Onu sul clima, conclusasi nel dicembre 2023 con un *Accordo* nel quale l'*invito* alle Parti ad intraprendere azioni per 'triplicare la capacità di energia rinnovabile' e 'migliorare l'efficienza energetica' entro il 2030 non è accompagnato dalla richiesta di uno specifico *impegno* sull'immediato

---

<sup>18</sup> Significative, al riguardo, sono le indicazioni formulate in sede UE al fine di far chiarezza sulle modalità comportamentali che devono essere tenute dai consumatori e dall'industria sulla plastica a base biologica, cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *European Green Deal: Putting an end to wasteful packaging, boosting reuse and recycling*, visionabile su, provvedimento nel quale si stabilisce, infatti, in quali applicazioni le materie plastiche sono veramente vantaggiose senza recar danno all'ambiente e come tali materie dovrebbero essere progettate, smaltite e riciclate.

<sup>19</sup> Cfr. il Regolamento UE n. 2021/1119 del 30 giugno 2021 che istituisce il quadro per il conseguimento della neutralità climatica e che modifica il regolamento CE n. 401/2009 e il regolamento UE n. 2018/1999.

Per una rassegna del quadro disciplinare europeo di riferimento si rinvia a M. PASSALACQUA, B. CELATI, *Stato che innova e Stato che ristruttura*, in *Concorrenza e Mercato*, 2020, 93 ss.

abbandono dell'utilizzo del fossile<sup>20</sup>; donde l'evidente carenza del rigore impositivo necessario per assicurare la realizzazione degli obiettivi avuti di mira.

Sotto altro profilo, conferisce particolare rilievo alla sostenibilità il fatto che essa si pone a fondamento della proposizione di uno stretto rapporto tra la strategia per un equilibrato cambiamento climatico e lo sviluppo sociale; ciò con la conseguenza che alla medesima devono ritenersi riconducibili, per un verso, la tutela dei 'diritti umani', per altro l'innovazione dei processi decisionali da improntare a criteri che garantiscano di preservare l'ambiente e il rispetto dei diritti sociali. Risale alla pubblicazione di un Piano d'Azione per finanziare la crescita sostenibile ("*Action Plan on Financing Sustainable Growth*")<sup>21</sup>, la presentazione di un *Discussion Paper* contenente una proposta completa su come integrare nel quadro normativo una serie di misure specifiche (e relative scadenze) riguardanti criteri ambientali, sociali e di *governance* (i cd. "ESG"), ai quali è opportuno conformarsi nelle decisioni di finanziamento/investimento, nella gestione dei rischi e nell'orizzonte temporale valutato dagli operatori finanziari<sup>22</sup>.

Il riferimento ai cd. fattori ESG (*Environmental, Social, Governance*), consente la rappresentazione di un «valore integrato», nel quale trovano espressione non solo i dati finanziari, ma anche quelli ambientali, sociali e di *governance*, destinati a giocare soprattutto negli investimenti di lungo periodo un ruolo decisivo con riguardo alla identificazione del rischio e del rendimento. Ne consegue che

---

<sup>20</sup> Cfr. UNITED NATIONS, *Conference of the Parties serving as the meeting of the Parties to the Paris Agreement*, visionabile su [https://www.reteambiente.it/repository/normativa/53144\\_cop28\\_bozza\\_accordo.pdf](https://www.reteambiente.it/repository/normativa/53144_cop28_bozza_accordo.pdf)

<sup>21</sup> Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, COM (2018)97, dell'8 marzo 2018. In letteratura per tutti si veda G. SIANI, *L'impatto del processo di attuazione dell'Action Plan sulla Finanza sostenibile*, Festival dello Sviluppo Sostenibile (ASVIS), Roma, 6 ottobre 2021, il quale sottolinea il raccordo esistente tra il *Piano d'Azione* lanciato nel 2018 e il *Green Deal* dell'UE varato nel 2019 e poi «rafforzato nel 2021 con il piano "Pronti per il 55%" che indica una serie di politiche per raggiungere gli ambiziosi obiettivi di decarbonizzazione al 2050».

<sup>22</sup> Cfr. GLOBAL RESPONSIBILITY NETWORK, *L'autorità bancaria europea pubblica un documento di discussione sulla gestione e la vigilanza dei rischi ambientali, sociali e di governance (ESG) degli istituti di credito e delle imprese di investimento*, visionabile su <https://esgdata.it/lautorita-bancaria-europea-pubblica-un-documento-di-discussione-sulla-gestione-e-la-vigilanzadei-rischi-ambientali-sociali-e-di-governance-esg-degli-istituti-di-credito-e-delle-imprese>

l'adesione a tale modello non si risolve nella rinuncia alla dimensione finanziaria dell'investimento, bensì rende possibile computare (nel calcolo della *performance* di quest'ultimo) una serie di elementi i quali permettono di accertarne la sostenibilità in un'angolazione che va al di là dei risultati economici dello stesso.

Si addivene ad una linea comportamentale fondata su una ridefinizione degli obiettivi del processo produttivo, preordinata ad affiancare a quelli tradizionali altri correlati alla salvaguardia del capitale naturale e sociale, finalità cui consegue la possibilità di migliorare l'efficienza operativa e la protezione degli investitori<sup>23</sup>. Ed invero, come attentamente è stato osservato, i fattori ESG «gioca[no] un ruolo centrale nel processo di riduzione dei rischi di natura sistemica»<sup>24</sup>; tesi che si ritiene condivisibile ove si abbia riguardo alla circostanza che le innovazioni operative, per tal via realizzate, promuovono un *agere* responsabile della politica, sostenendo soprattutto le attività economiche ecocompatibili.

Viene, altresì, introdotta nel processo produttivo una metodologia che rispetta i valori incoraggiando l'adozione di prassi migliorative che potenziano i livelli di crescita e, conseguentemente, il benessere della collettività. Ciò spiega la ragione per cui l'UE riconosce peculiare valenza alla integrazione ESG nella consapevolezza che essa contribuisce a superare le difficili sfide che il pianeta deve affrontare per dar corso ai cambiamenti resi necessari dalla tutela dell'ambiente e dalla conservazione dell'ecosistema<sup>25</sup>.

È evidente come la logica che accomuna le variegate forme applicative della sostenibilità si fondi sul comune convincimento della

---

<sup>23</sup> Cfr. l'editoriale intitolato *Cosa sono gli investimenti ESG (Environmental, Social e Governance)*, visionabile su <https://www.digital4.biz/finance/>

<sup>24</sup> Cfr. L. LOCCI, *Brevi riflessioni in materia di fattori ESG e informativa non finanziaria nella crisi da covid-19*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2020, suppl. n. I, 137.

<sup>25</sup> Cfr. la Risoluzione del Parlamento europeo del 29 maggio 2018 sulla finanza sostenibile (2018/2007(INI)) ove si legge, tra l'altro, che «il Parlamento europeo [...] sottolinea che l'individuazione, la gestione e la comunicazione dei rischi ESG sono parte integrante della protezione dei consumatori e della stabilità finanziaria e dovrebbero pertanto rientrare nel mandato e negli obblighi di vigilanza delle AEV; chiede al CERS di procedere attivamente alla ricerca sull'interazione dei fattori ESG e del rischio sistemico, oltre i cambiamenti climatici»; sul punto si v. anche M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 1024.

necessarietà di dar vita ad un modello operativo che consenta l'adozione di soluzioni concrete nella integrazione tra fattori molteplici, pubblici e privati, congiuntamente protesi al conseguimento di una meta: evitare gravi irregolarità comportamentali nella gestione dei beni ambientali e nel governo societario dalle quali possano derivare, in futuro, pericolosi danni alla comunità.

Pertanto, si è in presenza di analisi che ravvisano nella sostenibilità un valore ampiamente condiviso, declinato in modalità le quali convergono verso l'unitario obiettivo di impedire a talune iniziative di risolversi negativamente a livello sociale ed ambientale. Ed invero quel che rileva sul piano operativo è la verifica di compatibilità tra l'*ethos* (*i.e.* una ottimale conformità agli obiettivi perseguiti) e il comportamento che si intende tenere.

A ben considerare, si delinea una realtà che facilita la comprensione delle posizioni teoriche volte a contrastare gli estremismi ed a ricercare le ragioni della speranza incentrando la riflessione relativa allo sviluppo economico sulla necessità di coniugare gli esiti del processo produttivo all'istanza storica della liberazione dal bisogno e dalla povertà<sup>26</sup>.

#### 4. *La sostenibilità in ambito finanziario*

L'obiettivo della sostenibilità, valutato con riguardo alla finanza, presenta una incidenza significativa dovendosi ascrivere a quest'ultima una valenza meramente strumentale quale mezzo (*rectius*: condizione) per poter orientare le dinamiche del mercato a favore della persona umana; ciò aprendo ad una prospettiva in cui la solidarietà e l'uguaglianza identificano i valori ai quali vanno ancorate le regole della produzione e dello sviluppo. È questa la premessa logica che individua il 'punto di partenza' di una analisi tutt'ora in via di definizione, i cui esiti sono legati alla possibilità di riuscire a realizzare nuove forme di convivenza, specificamente consone alla dignità dell'uomo.

---

<sup>26</sup> Si ha qui riguardo alla cd. *teoria della liberazione* che sostiene la tesi secondo cui l'economia deve essere considerata alla stregua di mezzo, imponendo di ricercate forme di conciliazione tra le esigenze dell'economia e quelle della solidarietà e della pari dignità; cfr. L. BOFF, *L'aquila e la gallina*, Milano, 1999; ID., *La teologia, la Chiesa, i poveri. Una prospettiva di liberazione*, Torino, 2003.

Nello specifico, rileva il passaggio da una realtà orientata alla massimizzazione del valore degli azionisti (*shareholder's value*) ad un'altra nella quale si reputa prevalente l'interesse degli *stakeholders*, donde l'effetto di portare in primo piano, nelle agende dei Paesi membri, gli investimenti ad alto impatto sociale, fondati su un'articolata analisi dell'ecosistema<sup>27</sup>. Viene, quindi, in considerazione l'esigenza di uno schema ordinatorio che, come avemmo modo di sottolineare in altra sede<sup>28</sup>, appare caratterizzato da un significativo ridimensionamento della 'teoria dei mercati efficienti', nei quali i prezzi degli strumenti finanziari rispecchiano (in ogni caso ed in modalità assoluta) le informazioni disponibili<sup>29</sup>.

Si delinea, quindi, l'esigenza di poter fruire di un modello in grado di attuare adattamenti finalizzati alla ricerca del giusto prezzo finanziario; ciò tenendo ovviamente conto che nella definizione di quest'ultimo interagiscono fattori variegati, dai quali non è dato prescindere per addivenire ad una corretta valutazione dei rischi<sup>30</sup>. Si individua, conseguentemente, la tendenza a ricercare l'equilibrio dei mercati avendo riguardo ad uno schema organizzativo nel quale rilevano non solo l'entità (*rectius*: la qualità) finanziaria dell'attività posta in essere, ma anche ad altri, possibili fattori di rischio, segnando

---

<sup>27</sup> Cfr. il *Report della Social Impact Investment Task Force*, istituita in ambito G8, intitolato *La finanza che include. Gli investimenti ad impatto sociale per una nuova economia*, presentato il 15 settembre 2014 alla Camera dei Deputati, visionabile su [www.equiterpa.com/news/la-finanza-include-investimenti-impatto-sociale-nuova-economia](http://www.equiterpa.com/news/la-finanza-include-investimenti-impatto-sociale-nuova-economia); v. tra gli altri A. N. LICHT, R. B. ADAMS, *Shareholders and Stakeholders around the World: The Role of Values, Culture, and Law in Directors' Decisions*, visionabile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 2019; A. N. LICHT, *Stakeholder Impartiality: A New Classic Approach for the Objectives of the Corporation*, visionabile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 2019; G. HERTIG, *Governance by Institutional Investors in a Stakeholder World*, in *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, a cura di Gordon e Ringe, Oxford University Press, 2018.

<sup>28</sup> Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Il dopo CoViD-19: esigenza di uno sviluppo sostenibile*, in *Nuova giur. civ. commentata*, n. 5/2020, Speciale, 26 ss.

<sup>29</sup> Ci si riferisce al noto lavoro di E.F. FAMA, *Random Walks in Stock Market Prices*, pubblicato sul *Financial Analysts Journal* nel 1965, ove si sostiene che un mercato può essere definito efficiente quando tutti gli investitori hanno le stesse informazioni.

<sup>30</sup> Cfr. CUSSEDDU, *La nuova finanza: la transizione verso la sostenibilità*, lezione tenuta il 21 febbraio 2020, nel Master di II livello su Regolazione dell'attività finanziaria e dei mercati, Università LUISS G. Carli di Roma.

per tal via l'abbandono del cd. *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) il quale raccorda la definizione di un rendimento atteso alle caratteristiche dell'attività finanziaria oggetto di valutazione<sup>31</sup>.

Si spiega, in tal modo, la ragione per cui nelle analisi in parola, ciò che rileva è la composizione del portafoglio e non anche il dato quantitativo che ne qualifica i contenuti; donde il diffondersi del convincimento secondo cui è preferibile la tipologia d'investimenti che consente di effettuare, in aggiunta ad una corretta valutazione dei fondamentali economici dei medesimi, anche quella di altri fattori non finanziari.

È evidente come la finanza sostenibile comporti una trasformazione profonda nel comportamento dei consumatori e degli investitori, ponendosi a fondamento di una rivoluzione copernicana delle dinamiche del mercato. Tale assunto trova riscontro vuoi nella regolamentazione adottata dalle istituzioni di vertice dell'UE a supporto degli obiettivi connessi all'affermazione di siffatta logica operativa, vuoi nelle linee comportamentali dei consumatori sempre più orientati alla ricerca di opportunità di investimento che siano sostenibili, etiche e rispettose dell'ambiente.

Sotto il primo aspetto viene in considerazione, il regolamento UE *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR) il quale - introducendo specifici criteri di trasparenza con riguardo all'impatto della sostenibilità sulle entità finanziarie - punta a realizzare un mercato più resiliente<sup>32</sup>, nel quale si contrastano fenomeni come il cd "greenwashing" idonei a determinare l'insorgere di una serie di esternalità negative di settore<sup>33</sup>. Con riguardo ai consumatori/investitori

---

<sup>31</sup> Ci si riferisce al modello sul funzionamento di un mercato finanziario, proposto da W. Sharpe nel 1964 (*Capital Asset Prices: a Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk*, in *Journal of Finance*), poi sviluppato da R. Merton nel 1973 (*An Intertemporal Capital Asset Pricing Model*, *Econometrica*, 41), nel quale si analizza l'ipotesi nella quale l'investitore attraverso un'equa distribuzione della sua ricchezza tra consumo e investimento finanziario (in un portafoglio caratterizzato da una attività rischiosa e una non rischiosa) riesce a massimizzare la utilità attesa.

<sup>32</sup> Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Implementing and delegated acts – SFDR*, visionabile su [https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/financial-services-legislation/implementing-and-delegated-acts/sustainable-finance-disclosures-regulation\\_en](https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/financial-services-legislation/implementing-and-delegated-acts/sustainable-finance-disclosures-regulation_en).

<sup>33</sup> Cfr. tra gli altri, WAHIDA SHAHAN, *Green Washing: An Alarming Issue*, in *ASA University Review*, vol. VII, fasc. 1, 2014, 81-88; P. SEELE – L. GATTI, *Greenwashing*



in tale regolamento assumono specifica centralità le forme tecniche con cui deve trovare esplicazione l'offerta da parte delle istituzioni finanziarie di prodotti e servizi che supportano la sostenibilità ambientale e sociale; da qui la riferibilità a strumenti più appropriati di valutazione che consentono di inquadrare compiutamente i rischi connessi agli ESG, stimolando un'attenta allocazione delle risorse in attività coerenti con siffatta innovazione delle esigenze del mercato. In altri termini, la SFDR introduce più alti livelli di trasparenza correlati alla effettiva portata dell'impatto di determinate forme operative sulla sostenibilità a livello delle entità finanziarie.

Per converso, si colloca in una diversa angolazione la «definizione di una tassonomia europea delle attività sostenibili, che consente alle imprese finanziarie e non finanziarie di condividere una definizione comune di sostenibilità»<sup>34</sup>. Il Regolamento UE n. 2020/ 852, cd. Regolamento *Tassonomia*, pubblicato il 22 giugno 2020, offre una compiuta classificazione delle attività ecosostenibili sulla base di puntuali criteri scientifici<sup>35</sup>.

Premesso che tale Regolamento afferisce essenzialmente ai profili della disciplina ambientale, va subito detto che nel medesimo le attività economiche sono considerate sostenibili soltanto se rispondono a talune condizionalità. Queste ultime spaziano: a) dal positivo contributo recato al conseguimento di almeno uno degli obiettivi di sostenibilità indicati dall'Unione (senza recare implicazioni negative sugli altri); b) al rispetto di garanzie sociali minime (tra le quali si annoverano le Linee Guida emanate dall'OCSE per le imprese multinazionali e i Principi guida formulati dall'ONU con riguardo alle imprese ed ai diritti umani)<sup>36</sup>. Si è in presenza, quindi, di una costruzione disciplinare volta

---

*revisited: in search of a typology of and accusation-based definition incorporating legitimacy strategies*, in *Business strategy and the Environment*, vol. XXVI, fasc. 2, 2017, 239-252; M. PELLEGRINI – A. DAVOLA, *Il ruolo dello stato nella transizione della finanza verso la sostenibilità*, in AA.VV., *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale. Studi dedicati a Mauro Giusti*, Milano, 2021, 95.

<sup>34</sup> Così G. SIANI, *L'impatto del processo di attuazione dell'Action Plan sulla Finanza sostenibile*, cit., 3.

<sup>35</sup> Si ritiene, peraltro, opportuno sottolineare l'esigenza di aver riguardo, nella lettura delle sue disposizioni, anche alle prescrizioni del Regolamento UE n. 2019 /2088, cd. Regolamento *Disclosure*, pubblicato nel dicembre del 2019.

<sup>36</sup> Si fa presente che tali obiettivi - la cui realizzazione, come si è detto, deve avvenire in linea con il criterio *do no significant harm principle* - afferiscono, tra

a consentire la possibilità di comprendere il livello di ecosostenibilità dell'investimento posto in essere e, conseguentemente, finalizzata a delimitare l'ambito della responsabilità sociale assunta.

Nello specifico, rileva la predeterminazione di alcune condizioni generali (fissate nel regolamento in esame) alle quali un'attività economica deve soddisfare per poter conseguire una qualifica di ecosostenibilità. In vista di tale obiettivo, infatti, la normativa valuta positivamente le attività economiche che siano in grado di dare un contributo costruttivo allo sviluppo, evitando peraltro di recar danno ad alcuni obiettivi puntualmente identificati (tra cui: mitigazione del cambiamento climatico, protezione delle risorse idriche e marine, transizione verso la economia circolare, riduzione e riciclo dei rifiuti).

È evidente, pertanto, come la *tassonomia europea* assolvà ad una funzione guida per le imprese che si confrontano con gli SDG (*Sustainable development goals*) inclusi nella *Agenda 2030* per il raggiungimento di uno sviluppo sostenibile<sup>37</sup>. Di certo, il regolatore europeo con l'elencazione in parola individua le fondamenta di un complesso disciplinare col quale l'Unione conforma la propria regolazione al criterio della sostenibilità ambientale, intesa quale cardine di una sistemica giuridico economica protesa al riconoscimento di una nuova dimensione dell'*agere*, che coniuga e valorizza il rapporto tra natura e razionalità, etica dell'azione e crescita imprenditoriale, tutela delle generazioni future e vincolo di universale fraternità.

Naturalmente detto complesso disciplinare si avvale di un'articolata regolazione la quale ricomprende sia innovative disposizioni riguardanti le informazioni sociali e ambientali che le società devono dare a coloro che con esse si relazionano, sia le notizie di carattere finanziario ovvero concernenti la distribuzione di prodotti assicurativi anch'esse oggetto di comunicazione. Vengono quindi in considerazione la *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD), entrata in

---

l'altro, alla mitigazione dei cambiamenti climatici, alla protezione delle risorse idriche e marine, alla transizione verso un'economia circolare, alla prevenzione e la riduzione dell'inquinamento ed alla protezione e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

<sup>37</sup> Cfr. ONU, *Risoluzione adottata dall'Assemblea Generale il 25 settembre 2015*, nella quale sono indicati gli obiettivi dell'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile, visionabile su <https://unric.org/it/wp-content/uploads/sites/3/2019/11/Agenda-2030-Onu-italia.pdf>.

vigore nel gennaio 2023, che impone alle aziende di significativa dimensione (ivi comprese la PMI quotate in borsa) di presentare un rapporto sulla sostenibilità<sup>38</sup>, nonché la nuova *Markets in financial instruments directive* del 2014 integrata dalla *Markets in financial instruments regulation*, riguardante i mercati finanziari dell'Unione europea e la *Insurance Distribution Directive* del 2016, relativa alla tutela dei consumatori nella gestione dei prodotti assicurativi.

Concludendo sul punto, può dirsi che la sostenibilità abbia assunto una rilevanza crescente nelle dinamiche dei mercati finanziari; ciò, in quanto essa interagisce sulla esposizione al rischio delle imprese, le quali possono sottrarsi a quest'ultimo previa adozione di linee comportamentali orientate a canoni che le rendono meno esposte ai danni da cambiamento climatico ovvero derivati da controversie sociali. Va segnalato, infine, che l'incremento di informazione affidabile sotteso ad un *agere* improntato alla sostenibilità facilitando le opportunità d'investimento denota carattere essenziale per la resilienza delle singole banche, oltre a contribuire alla stabilità del sistema finanziario ed a favorire la transizione verso un'economia più integrata e più forte.

##### 5. Quali prospettive?

Le considerazioni che precedono lasciano intravedere un cambiamento sistemico di particolare importanza nel diritto positivo del nostro Paese. Mi riferisco, in primo luogo, al superamento di pregresse interpretazioni relative alle modalità d'utilizzo dei beni che la natura ci offre, nonché all'innovativa visione del contesto ambientale posta a fondamento di una progettualità giuridico economica finalizzata al benessere della comunità. Rilevano in seguito le modifiche di noti canoni disciplinari del nostro ordinamento (come, ad esempio, la ridefinizione del Testo Unico della Finanza e l'adozione di misure correlate ai cambiamenti introdotti dalle tecnologie digitali), resi

---

<sup>38</sup> Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *New rules on corporate sustainability reporting: The Corporate Sustainability Reporting Directive*, visionabile su [https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting\\_en](https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en)

necessari per una semplificata regolazione del mercato dei capitali e per normare il ruolo essenziale svolto da servizi e mercati digitali.

La questione ecologica - e con essa la maggiore attenzione dedicata alla tutela dell'ambiente - ha agito da catalizzatore nella ricerca di adeguati rimedi finalizzati a risolvere le problematiche del presente momento storico in modalità coerenti con le esigenze dell'uomo. La finanza sostenibile offre una alternativa deontologica che ascrive carattere valoriale all'obiettivo della tutela ambientale, essendo riconducibile all'intento di privilegiare i diritti umani; sicché è volta ad evitare che questi ultimi possano essere compromessi da comportamenti distorsivi che determinano alterazioni climatiche e dell'ecosistema. Essa, infine, sollecita il senso di responsabilità che deve guidare i comportamenti rispettosi del bisogno comune di preservare l'integrità della natura, condannando l'indifferenza per gli effetti lesivi che a quest'ultima vengono di sovente recati.

Si è in presenza di un approccio interpretativo della realtà che fa riferimento ad un criterio guida proteso a trovare la soluzione più vicina ai 'comuni valori plurali', la cui scelta avviene a seguito del riconoscimento delle differenze esistenti tra le alternative a confronto, donde il tentativo di farle progressivamente convergere verso il modello ritenuto ottimale.

Conseguentemente la ricerca deve prendere atto dell'esigenza di far riferimento alla 'sostenibilità' ove si intenda verificare quali siano le distinzioni/contrapposizioni rinvenibili nel rapporto tra società, economia e politica. Essa consente, infatti, di realizzare l'obiettivo di superare le contraddizioni e gli ostacoli che impediscono la salvaguardia dell'ambiente e, con questa, la possibilità di assicurare un regolare e duraturo processo di crescita. Da qui la sua configurabilità di nozione di rilevante importanza sia sotto il profilo giuridico che economico.

A ben considerare, la sostenibilità ha subito nel tempo un processo evolutivo muovendo da una originaria qualificazione di carattere politico adottata per supportare specifiche scelte operative finalizzate ad un rapporto sinergico tra l'equilibrio dell'ecosistema ed una produzione energetica rispettosa dell'ambiente. Ad essa ha fatto seguito la specificazione della *ratio* che, raccordandosi al contenuto etimologico del termine, viene posta a fondamento della traslazione in ambito normativo del pregnante significato di cui è portatore. È con

riguardo al diritto ambientale che trova affermazione il suo inquadramento come autentico principio giuridico, la cui rilevanza nel nostro Paese si è espressa anche con la recente riforma della Costituzione.

Come si è evidenziato in altra sede, l'introduzione di un nuovo comma nell'art. 9 Cost. attribuisce alla Repubblica la «tutela dell'ambiente, della biodiversità e degli ecosistemi, anche nell'interesse delle future generazioni», prevedendo altresì che «la legge dello Stato disciplina i modi e le forme di tutela degli animali»<sup>39</sup>. Nel contempo, la modifica dell'art. 41 Cost., concernente l'esercizio dell'iniziativa economica, precisa che questo non può svolgersi in modo da recare danno «alla salute e all'ambiente», oltre che alla sicurezza, alla libertà e alla dignità umana, già previste nel testo della disposizione in parola. È stata poi introdotta, nel terzo comma dell'art. 41 Cost., la previsione secondo cui l'attività economica pubblica e privata può essere indirizzata e coordinata non solo a fini sociali, ma anche «ambientali»; all'uopo confermando la 'riserva di legge' prevista dalla disposizione in commento, la quale - come si evince dalle indicazioni testé riportate - si limita unicamente ad ampliare l'ambito oggettivo di riferimento dei programmi e controlli praticabili dalla legge *in subiecta materia*.

Si è in presenza di una riforma che è destinata ad avere significative implicazioni sul sistema imprenditoriale e sulle strategie aziendali, oltre ad un impatto sociale connesso alla difficile tenuta del 'governo della complessità' che, com'è noto, contraddistingue l'*agere* posto in essere in un contesto caratterizzato dalla proliferazione delle problematiche causate da una sostanziale insufficienza dei criteri guida vigenti<sup>40</sup>. Da qui l'esigenza di non trascurare, a livello di individuazione delle concrete determinazioni operative, detto orientamento normativo, procedendo a costruttive analisi delle possibili modalità di declinazione dei fattori che connotano la sostenibilità all'interno della regolazione che governa il mondo *corporate* e, dunque, le relazioni socio

---

<sup>39</sup> Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Clima energia finanza. Una difficile convergenza*, Milano, 2023, 190

<sup>40</sup> Cfr. E. MORIN, *Introduzione al pensiero complesso. Gli strumenti per affrontare la sfida della complessità*, Milano, 1993; Cfr. M. CERUTI, *Una comunità di destino nel tempo della complessità*, in *Educazione sentimentale*, 2018, fasc. 30, il quale sottolinea che la contemporaneità sta determinando la nascita di una comunità planetaria nella quale la coscienza morale ha acquisito una nuova universalità.

economiche; sì come è dato riscontrare ove si abbia riguardo all'adozione, da parte degli amministratori di grandi imprese, di interventi a tutela dell'ecosistema ovvero alla dotazione disposta a favore degli *Stakeholders* di un potere di “voice” che si aggiunga a quello dei soci.

Necessita altresì aver presente che la ricerca *in subiecta materia* ha indicato l'esigenza di conseguire opportune forme di raccordo della sostenibilità con i cardini di un innovativo *modus operandi* idoneo a consentire la ripresa e la resilienza, previo superamento degli impedimenti che ostacolano lo sviluppo economico. Conseguisce la prospettiva di utilizzare modelli e metodologie fondati su uno stretto nesso tra l'entità delle risorse mobilitate e l'innalzamento del grado di efficienza produttiva; ciò rendendo indispensabile, come è stato opportunamente sottolineato, che «i piani di spesa pubblica [siano] accompagnati da riforme volte a migliorare l'ambiente economico in cui si svolge l'attività imprenditoriale»<sup>41</sup>.

Da qui la possibilità di un recupero relazionale tra i paesi UE e l'avvio di un percorso unitario verso l'obiettivo di una coesione non soltanto economica, ma anche socio/politica. In tale contesto si colloca la tendenza, riscontrabile nell'Unione, a cambiare gli obiettivi cui rivolgere l'attività regolatoria orientando la politica economica - finora protesa in via prevalente alla produzione di beni in una logica che appare finalizzata *tout court* alla crescita economica - alla promozione di modelli organizzativi e gestionali nei quali è riconosciuto crescente spazio alla tutela dell'interesse sociale riguardato in articolazioni molteplici<sup>42</sup>.

Sulla base di tali considerazioni diviene possibile valutare la prospettiva di un crescente benefico effetto recato dall'affermazione della sostenibilità nei diversi aspetti sociali ed economici nella comunità europea. È difficile fare puntuali pronostici al riguardo in

---

<sup>41</sup> Cfr. Intervento del Governatore della Banca d'Italia al 27° convegno Assiom - Forex, 6 febbraio 2021.

<sup>42</sup> Ci si riferisce, in particolare, alla nota opera di ricostruzione postpandemica del tessuto sociale ed economico disposta dal *Next Generation EU*, parte integrante di un programma che prevede la messa a disposizione, da parte dell'UE, di un fondo da 750 miliardi di euro per la ripresa europea, del quale al nostro Paese sono stati assegnati 191,5 miliardi (di cui 70 miliardi in sovvenzioni a fondo perduto e 121 miliardi in prestiti).

quanto le aspettative di un futuro benessere legato alla ricerca di nuovi equilibri sono condizionate da fattori variabili che potrebbero limitarne o ritardarne la realizzazione. È, invece, possibile fin da ora pronosticare che appaiono destinate a perdurare nel tempo le positive conseguenze di un pressoché generalizzato riconoscimento alla sostenibilità della caratteristica di *bene essenziale*, qualificato da una rilevante valenza etica, cui si deve il bilanciamento tra la massimizzazione del profitto e l'interesse sociale della collettività in una prospettiva escatologica.





## **L'abusiva erogazione di credito alle imprese in crisi e i problemi di impiego delle azioni di massa per il risarcimento del danno ai creditori**

**SOMMARIO:** 1. La rappresentanza dei creditori nella liquidazione giudiziale e l'esigenza di "azioni di massa". – 2. La dubbia legittimazione del curatore all'esercizio dell'azione di responsabilità per abusiva erogazione del credito. – 3. L'attuale orientamento favorevole alla legittimazione del curatore in presenza di una "base comune" di danno. – 4. La non desumibilità dalla disciplina della liquidazione giudiziale di una preferenza dell'ordinamento per un trattamento concorsuale della violazione dell'obbligo di finanziare in modo responsabile. – 5. L'evoluzione della disciplina riguardante l'esercizio da parte del curatore delle azioni di responsabilità (...) – 6. (*Segue*): e la dubbia portata del *numerus clausus* introdotto dall'art. 255 CCII. – 7. La possibile diversità delle conseguenze dell'indebito finanziamento nei confronti dei creditori del debitore insolvente. – 8. La necessità di correttivi allo scopo di porre rimedio alle inopportune implicazioni dell'indistinta attribuzione del risarcimento alla massa. – 9. Il problema dell'ammissione del finanziatore abusivo allo stato passivo e della conseguente partecipazione al risarcimento del danno. – 10. Considerazioni conclusive.

### *1. La rappresentanza dei creditori nella liquidazione giudiziale e l'esigenza di "azioni di massa".*

Intervenuta la dichiarazione di apertura della liquidazione giudiziale, il debitore è privato della gestione dei beni e ai creditori non è più consentito avviare azioni esecutive o cautelari sui beni interessati dalla procedura, alla tutela individuale sostituendosi quella collettiva affidata al curatore<sup>1</sup>. Per indicare l'oggetto di queste fenomenologie la legge parla di "beni", un termine che non ne lascia intendere appieno l'ampiezza<sup>2</sup> ma che non ha comunque mai fatto dubitare che quel che

---

<sup>1</sup> Questi effetti discendono, rispettivamente, dall'art. 142 CCII, che prevede il c.d. spossessamento, dall'art. 150 CCII, che stabilisce il c.d. concorso formale escludendo l'esercizio di azioni esecutive o cautelari, e dall'art. 151 CCII, per il quale aperta la procedura ogni credito deve essere verificato secondo i principi dell'accertamento dello stato passivo. Queste metodologie «concorrono a definire la regola della concorsualità» (G. D'ATTORRE, *Manuale di diritto della crisi e dell'insolvenza*<sup>2</sup>, Torino, 2022, 237).

<sup>2</sup> Ciò dipendendo sia dal significato che allo stesso è attribuito dall'art. 810 cod. civ., per il quale «[s]ono beni le cose che possono formare oggetto di diritti», sia dalla

viene sottratto, e che deve essere gestito nel generale e indistinto interesse dei creditori, è tutto quanto riferibile al debitore<sup>3</sup>, ivi compresi i poteri, le facoltà e le aspettative ricollegabili al possibile esercizio di azioni giudiziarie. Per quanto spesso determinanti per la soddisfazione dei creditori, a queste ultime, tuttavia, la legge non riserva una disciplina esaustiva, tant'è che le regole applicabili appaiono non sempre chiare risultando in particolar modo incerto, talvolta, se il curatore sia legittimato a promuoverle.

Questo dubbio, per la verità, non si pone per ciò che concerne le azioni che il debitore avrebbe potuto direttamente esperire qualora ancora *in bonis*, ogni problema essendo in tal caso risolto dall'art. 143 CCII, che stabilisce – tra l'altro – che il curatore sta in giudizio in luogo del debitore in tutte le controversie di carattere patrimoniale, anche se non ancora esperite al momento dell'avvio della procedura o riguardanti beni sopravvenuti. Pertanto, il curatore potrà sicuramente promuovere le azioni che avrebbe potuto avviare il debitore, e quindi, per fare qualche esempio, le azioni per ottenere il rilascio di beni, per il realizzo dei crediti, per l'accettazione dell'eredità, per la riduzione della legittima e per il risarcimento del danno<sup>4</sup>.

A non essere pacifiche sono invece le conseguenze del fatto che, con l'apertura della liquidazione giudiziale ai creditori è precluso l'esercizio delle azioni esecutive nonché di quelle volte alla

---

distinzione che tradizionalmente viene proposta tra i beni e il patrimonio, i primi solitamente considerati nella loro individualità ed il secondo invece quale insieme di rapporti attivi e passivi facenti capo ad un soggetto (cfr. F. DE MARTINO, *Dei beni*, in *Della proprietà*<sup>4</sup>, di F. De Martino, R. Resta e G. Pugliese, in *Commentario del codice civile*, a cura di A. Scialoja e G. Branca, 1976, Bologna-Roma, 4).

<sup>3</sup> Vale a dire tutti i suoi beni mobili, immobili e immateriali, le entità e i diritti, materiali ed immateriali, tra cui anche quelli non suscettibili di valutazione autonoma e di valorizzazione immediata, quali ad esempio i crediti inesigibili e/o illiquidi e persino i beni non commerciabili (cfr. M. FABIANI, *Sistema, principi e regole della crisi d'impresa*, Piacenza, 2023, 319) e di provenienza illecita (cfr. G.B. NARDECCHIA, *Il nuovo codice dell'impresa e dell'insolvenza*, Molfetta, 2019, 78), restando solo esclusi i beni personali previsti dall'art. 146 CCII. Per un generale commento della portata dello spossessamento, N. ROCCO DI TORREPADULA, *Commento all'art. 42*, in *Il nuovo diritto fallimentare*, diretto da A. Jorio e coordinato da M. Fabiani, Bologna, 2006, I, 690 ss.

<sup>4</sup> Rimane invece al debitore la legittimazione a far valere le (sole) azioni relative a beni e rapporti non ricompresi nella liquidazione giudiziale (Cass., 14 aprile 1983, n. 2599).

conservazione della garanzia patrimoniale, alla tutela individuale sostituendosi quella collettiva affidata al curatore. Rispetto a questa situazione, infatti, manca una norma analoga a quella rinvenibile nell'art. 143 CCII, di generale sostituzione del curatore ai creditori, rinvenendosi solo specifici riferimenti che con riguardo a ben determinate ipotesi stabiliscono che il curatore è legittimato, in quei casi, a prendere il posto dei creditori. Tra queste ipotesi le più note sono senz'altro quelle riguardanti le azioni di responsabilità esperibili contro gli organi della società, delle quali la legge fallimentare si occupava all'art. 146 e la cui disciplina, all'esito di una evoluzione della quale avremo modo di dire, è oggi rinvenibile nell'art. 255 CCII.

In mancanza di una previsione in tal senso, nel caso delle azioni spettanti ai creditori si potrebbe quindi essere portati a credere che il curatore non disponga di un generalizzato potere di rappresentanza degli stessi in giudizio, salvo le ipotesi rispetto alle quali tale potere risulti espressamente riconosciuto dalla legge. Ad avvalorare questa conclusione contribuisce peraltro l'art. 81 cod. proc. civ., per il quale «fuori dei casi previsti dalla legge, nessuno può agire in nome proprio per un diritto altrui»<sup>5</sup>. Una previsione che di per sé basterebbe ad escludere che il curatore possa agire in giudizio in rappresentanza dei creditori, salvo mettere in discussione l'applicabilità di tale norma sostenendo non trattarsi di una fattispecie di sostituzione processuale<sup>6</sup>.

---

<sup>5</sup> Sulla sostituzione processuale, v. F. KELLER, *Profili evolutivi della legittimazione processuale*, Milano, 2018, 99 ss.

<sup>6</sup> Invero, che l'azione intrapresa dal curatore in rappresentanza degli interessi dei creditori potrebbe non integrare una fattispecie di sostituzione processuale è stato ipotizzato con riguardo all'azione di risarcimento per irresponsabile finanziamento, della quale si sta per diffusamente dire nel testo, rispetto alla quale la dottrina non ha escluso che quel che si trasferirebbe al momento dell'apertura della procedura non sarebbe la mera legittimazione processuale ma il diritto stesso, che rimarrebbe nella massa concorsuale, in capo al curatore, per tutta la durata della procedura. In particolare, e con tutta la prudenza del caso, tale ricostruzione è stata proposta da I. PAGNI, *La concessione abusiva del credito, tra diritti dei creditori e azioni della curatela*, in *Società*, 2007, 447 ss., che ha ipotizzato che «l'insolvenza commerciale, a differenza di quella civile, (omissis) comprimendo gli strumenti di tutela individuali rivolti ad un aumento o ad una conservazione dell'attivo, postulerebbe un passaggio, finché duri il fallimento, già del diritto attribuito ai creditori del patrimonio (e non soltanto della legittimazione, perché per questo occorrerebbe una norma espressa, come imposto dall'art. 81 c.p.c.) e perciò di tutti i rimedi, preventivi e successivi, che la facoltà di conservare o reintegrare la garanzia patrimoniale consenta di invocare».

Per quanto nessuna previsione deponga a favore dell'attribuzione al curatore di un generalizzato potere di rappresentanza dei creditori, resta però che tra i compiti del curatore vi è pacificamente anche quello di adoperarsi per la conservazione e la ricostruzione del patrimonio del debitore<sup>7</sup>. Un obiettivo la cui attuazione rende in molti casi indispensabile l'intrapresa di azioni giudiziarie (di natura esecutiva, cautelare, di condanna e di cognizione<sup>8</sup>) volte alla protezione ed alla ricostruzione di tutto quanto destinato ai creditori, ed alle quali – avendo come connotazione il fatto di essere finalizzate all'indistinta e generalizzata salvaguardia degli interessi dei creditori – è tradizionalmente riservata la definizione di “azioni di massa”<sup>9</sup>.

A contraddistinguere queste azioni è, come accennato, il carattere indeterminato dei suoi beneficiari, mirando infatti le azioni di massa ad

---

Considera la tesi «suggestiva ma non condivisibile» M. FABIANI, *Le azioni di responsabilità nel concordato preventivo con cessione dei beni: la transizione dalla legge fallimentare al codice della crisi*, in *Fall.*, 2019, 1538. In argomento v. anche F. PACILEO, *Concessione “abusiva” di credito ed azione del curatore fallimentare: il cavillo del concorso della banca nella mala gestio degli amministratori*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2018, II, 185 ss.; S. SERAFINI, *Responsabilità degli amministratori ed interessi protetti*, Milano, 2013, 253 ss.; I. PAGNI, *Le azioni di massa e la sostituzione del curatore ai creditori*, in *Fall.*, 2007, 1041 ss.

<sup>7</sup> Cfr. F. FERRARA - A. BORGIOLO, *Il fallimento*<sup>5</sup>, Milano, 1995, 504 ss. Gli obblighi di ricostruzione del patrimonio sono peraltro desumibili dalle previsioni dell'art. 213 CCII, riguardante i contenuti ed i doveri di redazione da parte del curatore del programma di liquidazione. Per Cass., 30 giugno 2021, n. 18610, «[I]a funzione recuperatoria della garanzia patrimoniale a tutela della *par condicio creditorum* è tipica dell'attività demandata dalla legge al curatore».

<sup>8</sup> Cfr. Cass., 20 dicembre 2002, n. 18147, in *Foro. It.*, 2003, I, 1770, che considera l'attribuzione al curatore del potere di esercitare nell'interesse dei creditori azioni anche di cognizione un naturale corollario del divieto da parte di questi ultimi di esercitare azioni esecutive e cautelari individuali, che comporta «anche il divieto di esercitare le azioni di cognizione che sono, nel diritto comune, nella titolarità dei creditori e che tendono alla ricostituzione del patrimonio del debitore, per esercitarvi la garanzia di cui all'art. 2740 c.c.».

<sup>9</sup> Cfr., nella stessa manualistica, M. FABIANI, *Sistema, principi e regole della crisi d'impresa*, cit., 533; L. GUALANDI, *Gli effetti del fallimento per i creditori*, in *Manuale di diritto fallimentare*, di E. Bertacchini, L. Gualandi, S. Pacchi, G. Pacchi e G. Scarselli, Milano, 2011, 179; G. D'ATTORRE, *Manuale di diritto della crisi e dell'insolvenza*<sup>2</sup>, cit., 349. La consacrazione normativa di questa terminologia si deve invece all'art. 124 l. fall., che ha previsto nel concordato fallimentare la cedibilità ai creditori o al terzo assuntore, oltre che dei beni compresi nell'attivo, «delle azioni di pertinenza della massa».

incrementare l'attivo della procedura indipendentemente dalla misura in cui tale incremento avvantaggerà i singoli creditori, loro proposito essendo la reintegrazione della generica garanzia rappresentata dal patrimonio del debitore, indipendentemente dai criteri di suddivisione dello stesso al momento del riparto<sup>10</sup>. In questo novero, in particolare, sono ricondotte diverse azioni tra quelle espressamente spettanti al curatore, azioni di massa essendo ritenute, ad esempio, le azioni revocatorie previste dall'art. 166 CCII e l'azione revocatoria ordinaria disciplinata dall'art. 165 CCII, in quanto volte a ricondurre nell'ambito della procedura beni fuoriusciti dal patrimonio del debitore, nonché le varie azioni di responsabilità in materia societaria previste dall'art. 255 CCII, anch'esse miranti, se pur in altro modo, ad incrementare la consistenza dell'attivo nell'indistinto interesse dei creditori. Oltre a queste, seppur non espressamente menzionate dal legislatore, altre azioni sono tendenzialmente ricondotte alla competenza del curatore, proponendosi anch'esse la realizzazione di un indistinto vantaggio a favore della massa dei creditori. Come nel caso, sempre ad esempio, delle azioni di nullità, di simulazione, di surrogatoria nonché delle azioni di responsabilità contro soggetti diversi da quelli contemplati dall'art. 255 CCII<sup>11</sup>.

Al curatore, per contro, non spetta l'esercizio delle azioni volte all'accertamento della sussistenza di specifici diritti soggettivi né quelle che, per quanto espressive di una pretesa estesa, non sono tuttavia destinate a produrre effetti generalizzati a beneficio, indistintamente, di

---

<sup>10</sup> Definiscono sostanzialmente in tal modo le azioni di massa, Cass., Sez. un., 28 marzo 2006, nn. 7029, 7031 e 7030, quest'ultima in *Corr. Giur.*, 2006, 643 ss., con commento di G. FAUCEGLIA, *Abusiva concessione di credito e legittimazione attiva del curatore: intervengono le sezioni unite*.

<sup>11</sup> Si pensi, ancora una volta solo per fare qualche esempio, all'azione di responsabilità contro i soggetti finanziatori per abusiva erogazione del credito, della quale si sta per dire diffusamente; all'azione di responsabilità disciplinata dall'art. 15 del d.lgs. 39/2010 contro il revisore legale dei conti, alla quale anche si farà ancora cenno; all'azione contro il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari nominato in base all'art. 154-bis TUF, assoggettato allo stesso regime di responsabilità degli amministratori in relazione alle proprie attribuzioni ma che l'art. 255 CCII non menziona espressamente; all'azione contro l'attestatore degli accordi di ristrutturazione dei debiti, la cui attestazione abbia colpevolmente determinato danni (con riferimento ad una azione contro l'attestatore in ipotesi di ritardo nell'apertura della procedura di fallimento, v. Trib. Venezia, 19 maggio 2015, in Banca dati *One Legale*).

tutti i creditori<sup>12</sup>: in questi casi l'azione spetta infatti individualmente ai creditori, nella misura in cui direttamente interessati.

La legittimazione del curatore ad esercitare le azioni di massa risponderebbe dunque ad una sorta di esigenza del sistema. In pratica, la concorsualità e, specificamente, l'esigenza di necessaria ricostruzione del patrimonio del debitore ai fini di una ordinata soddisfazione in *par condicio* dei creditori, richiederebbe l'attribuzione al curatore della legittimazione all'esercizio di azioni di massa allo scopo di poter riversare l'eventuale risultato utile del vittorioso esercizio dell'azione «a favore dell'intera platea dei creditori»<sup>13</sup>, e questa esigenza giustificerebbe il riconoscimento di questa legittimazione anche in assenza di una espressa previsione di legge<sup>14</sup>.

## *2. La dubbia legittimazione del curatore all'esercizio dell'azione di responsabilità per abusiva erogazione del credito.*

In merito a questa legittimazione in assenza di una espressa previsione di legge, un caso molto discusso è quello riguardante

---

<sup>12</sup> V. ancora Cass., Sez. un., 28 marzo 2006, nn. 7029, 7030 e 7031, § 4b, e poi anche Cass., Sez. un., 23 gennaio 2017, n. 1641, secondo cui «la legittimazione del curatore ad agire in rappresentanza dei creditori è *limitata* alle azioni c.d. di massa – finalizzate, cioè, alla ricostruzione del patrimonio del debitore nella sua funzione di garanzia generica ed aventi carattere *indistinto* quanto ai possibili beneficiari del loro positivo esito» (corsivo aggiunto), e Cass., 12 maggio 2017, n. 11798 (in *Fall.*, 2017, 905 ss., con commento di G. TARZIA, *La Cassazione torna sul tema dell'azione risarcitoria per "concessione abusiva di credito" che abbia ritardato il fallimento*), per la quale «il curatore non è titolare di un potere di rappresentanza dei creditori, ma può al più agire con le azioni c.d. di massa, dirette ad ottenere nell'interesse del ceto creditorio in quanto tale la ricostruzione del patrimonio del debitore».

<sup>13</sup> R. DEL PORTO, *Brevi note in tema di legittimazione attiva del curatore: le azioni di massa come regola "di sistema"*, in *Quaderni di ristrutturazione aziendale*, 4, 2023, 140.

<sup>14</sup> Occasione per rimediare a questa mancanza di previsioni espresse avrebbe potuto essere l'approvazione del CCII, che ha invece preferito non intervenire su tale materia presumibilmente perché la legge 155/2017 non aveva conferito la necessaria delega (cfr. B. INZITARI - E. DEPRETIS, *Abusiva concessione di credito, legittimazione del curatore, danno alla massa ed al soggetto finanziato*, in *Dir. fall.*, 2018, I, 1062, ove si manifesta delusione per l'occasione perduta «non essendo contenuta nell'oggetto della delega alcuna indicazione rispetto a una possibile riscrittura della disciplina generale della legittimazione sostitutiva del curatore alla massa dei creditori nel loro interesse»).

l'ammissibilità di azioni risarcitorie da parte del curatore nell'ipotesi della c.d. concessione abusiva di credito, per tale intendendosi la condotta dell'ente finanziatore che, pur conoscendo lo stato di insolvenza in cui versa l'impresa – o che comunque avrebbe dovuto conoscerlo usando la diligenza normalmente pretendibile in considerazione della natura professionale e degli obblighi di verifica del merito creditizio imposti dalla disciplina bancaria<sup>15</sup> – continua ugualmente a mantenere aperte le preesistenti linee di credito ovvero

---

<sup>15</sup> Che, come noto, richiede al finanziatore professionale di subordinare l'erogazione del credito all'esito di un determinato processo di valutazione del merito creditizio nella prospettiva della salvaguardia degli interessi del sistema nella sua interezza, tutelandone la stabilità e l'efficienza complessiva e ferme restando le situazioni rispetto alle quali la verifica del merito creditizio deve altresì tener conto dell'interesse dello stesso soggetto finanziato (obblighi di questo genere essendo in particolar modo previsti a protezione del consumatore ma non anche del soggetto imprenditore: S. FORTUNATO, *Codice della Crisi e responsabilità di creditore finanziatore nella valutazione del "merito creditizio"*, in *Dir. banc. fin.*, 2019, I, 797 ss.; G.P. LA SALA, *La responsabilità da abusiva concessione di credito alle imprese nella prospettiva del codice civile (con qualche riflessione critica sugli orientamenti della giurisprudenza recente)*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2019, I, 822; A.A. DOLMETTA, *Merito del credito e concessione abusiva. Dopo Cass. n. 18610/2021*, in *Dirittobancario.it*, ottobre 2021). Per una ricostruzione della responsabilità bancaria, comprensiva di riferimenti all'erogazione ed interruzione abusiva del credito, in una prospettiva di recupero di autonomia rispetto alle regole comuni, G.B. PORTALE, *Tra responsabilità della banca e «ricommercializzazione» del diritto commerciale*, in *Jus*, 1981, 141 ss. Per un generale inquadramento della speciale disciplina bancaria in relazione alla fattispecie della concessione abusiva del credito, S. DELLE MONACHE, *Concessione abusiva di credito e legittimazione del curatore*, in *Fall.*, 2021, 1330 ss.; R. MUNARO, *La gestione del credito bancario per l'impresa in crisi*, in *Il diritto commerciale della crisi*, a cura di L. Lambertini e F. Platania, Milano 2023, 591 ss. Sulle specifiche "componenti" della fattispecie, F. DI MARZIO, *Ancora sulla fattispecie "concessione abusiva di credito"*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2012, II, 693, che iscrive l'erogazione abusiva del credito nel novero dell'irragionevole esercizio della "libertà contrattuale", in tal modo differenziandola da figure affini di responsabilità quali in particolar modo quella del finanziatore che abusivamente interferisca nella gestione dell'impresa in crisi (da tempo valorizzata da varie esperienze straniere, quali ad esempio quella statunitense, che riconduce tale ipotesi alla più ampia nozione della c.d. *deepening insolvency*, quella tedesca, nella quale la concessione immorale di credito – *sittenwidrige Kreditgewährung* – è tra l'altro integrata nei casi di immorale controllo occulto della gestione dell'impresa, e quella francese, il cui *Art. L.650-1 Code de commerce*, come si dirà *infra*, ha limitato a specifiche ipotesi la responsabilità della banca per il sostegno alle imprese in crisi, tra cui quella della interferenza nella gestione).

concede nuova finanza, così consentendo il prosieguo di un'attività che altrimenti sarebbe stata interrotta<sup>16</sup>.

Rispetto a questa fenomenologia, mentre alcune questioni sono state risolte in modo sufficientemente condiviso<sup>17</sup>, altre invece hanno continuato ad essere dibattute<sup>18</sup> e, tra queste (e più di altre) quella

---

<sup>16</sup> Secondo la tradizionale visione, questa illegittima condotta manifesterebbe una attitudine potenzialmente plurioffensiva, risultando astrattamente idonea a danneggiare i creditori dell'impresa finanziata, i suoi concorrenti e, secondo una certa interpretazione, la stessa impresa finanziata. Per una ricostruzione dell'origine dottrinale di questa figura di illecito, A. NIGRO, *La responsabilità della banca per concessione «abusiva» di credito*, in *Giur. comm.*, 1978, I, 219 ss.; C.M. PRATIS, *Responsabilità extracontrattuale della banca per concessione «abusiva» di credito?*, in *Giur. comm.*, 1982, I, 841 ss.; F. GALGANO, *Civile e penale nella responsabilità del banchiere*, in *Contr. impr.*, 1987, 20 ss.; B. INZITARI, *Concessione abusiva del credito: irregolarità del fido, false informazioni e danni conseguenti alla lesione dell'autonomia contrattuale*, in *Dir. banc. fin.*, 1993, II, 399 ss.; V. ROPPO, *Responsabilità delle banche nell'insolvenza dell'impresa*, in *Fall.*, 1997, II, 869 ss. In senso contrario alla ricostruzione di una responsabilità per concessione abusiva, C. CASTRONOVO, *Diritto privato generale e diritti secondari. La responsabilità civile dell'impresa bancaria, in Funzione bancaria, rischio e responsabilità della banca*, a cura di S. Maccarone e A. Nigro, Milano, 1981, 275 ss.

<sup>17</sup> Invero, non sembrano oramai sussistere più dubbi in merito alla circostanza che all'integrazione della fattispecie risarcitoria concorrano tanto gli obblighi di diligente esecuzione della prestazione che l'art. 1176, comma 2, cod. civ., pone a carico dell'operatore professionale, quanto l'obbligo di sana e prudente gestione, che notoriamente permea l'intero ordinamento bancario imponendo di verificare il merito creditizio del cliente secondo i canoni del *bonus argentarius*. L'inosservanza di questi doveri comporterebbe quindi, nei rapporti con l'impresa insolvente, una responsabilità di natura pre-contrattuale ai sensi dell'art. 1337 cod. civ., qualora la banca abbia contrattato e, quindi, concesso il finanziamento, e di natura contrattuale, ai sensi dell'art. 1218 cod. civ., qualora la banca abbia ingiustificatamente proseguito un finanziamento già in corso. Nei rapporti con i creditori dell'impresa la banca risponde invece a titolo aquiliano. Per una riassuntiva rappresentazione di queste conclusioni v., in giurisprudenza, Cass., 30 giugno 2021, n. 18610, ed in dottrina, M. DE PAMPILIS, *L'azione risarcitoria per abusiva concessione di credito nel «diritto della crisi pandemica»*, in *Corr. Giur.*, 2020, 1250; L. CASTELLI - S. TINA, *Concessione abusiva del credito e legittimazione attiva del curatore: il punto della Suprema Corte*, in *Contratti*, 2022, 181).

<sup>18</sup> Molto discusse sono state, tra le altre, le questioni riguardanti lo stato in cui l'impresa finanziata dovrebbe versare, se cioè in situazione «di irreversibile insolvenza o, più largamente e meno nitidamente, «crisi»» (F. DI MARZIO, *Sulla fattispecie «concessione abusiva di credito»*, in *Banca, borsa tit. cred.*, II, 2009, 385. Nel senso della necessità di una situazione di insolvenza, A. NIGRO, *La responsabilità*



riguardante la riconducibilità delle pretese risarcitorie esperibili contro il soggetto finanziatore nel novero di quei valori destinati ad accrescere l'attivo della procedura nell'indistinto interesse dei creditori. A questo riguardo ci si è in particolar modo interrogati in merito a se quella in questione debba considerarsi una azione "di massa", che il curatore sarebbe tenuto (e quindi legittimato) a promuovere in adempimento del proprio dovere di ricostruire il patrimonio del debitore nell'interesse della generalità dei creditori, o se invece il pregiudizio derivante dalla erogazione abusiva di credito riguardi in modo differenziato i creditori dell'insolvente, ai quali spetterebbe perciò, in modo individuale, il diritto di agire in giudizio per il ristoro del danno individualmente subito.

---

*della banca per concessione 'abusiva' di credito*, cit., 249, e I. PAGNI, *La concessione abusiva di credito, tra diritti dei creditori e azioni della curatela*, cit., 443. V. poi anche M. ARATO, *La responsabilità della banca nelle crisi di impresa*, in *Fall.*, 2007, 252 ss.; ID., *Fallimento: le nuove norme introdotte con la l. 80/2005*, in *Dir. fall.*, 2006, 160 ss.); sull'elemento psicologico rilevante, se necessariamente doloso o anche di semplice colpa, avendo al riguardo alcuni autori richiesto la necessaria presenza del dolo soprattutto alla luce della prospettiva adottata dal legislatore tesa a favorire, nella maggior parte dei casi con il necessario supporto di finanziamenti esterni, il raggiungimento di soluzioni concordate (A. NIGRO, "Privatizzazione" delle procedure concorsuali e ruolo delle banche, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2006, 370; ID., *La responsabilità della banca nell'erogazione del credito*, in *Società*, 2007, 440; ALLEGRETTI, *La concessione abusiva di credito: evoluzioni e prospettive anche alla luce della riforma della legge fallimentare*, in *Dir. fall.*, 2007, 586 ss. Nel senso della non necessità di una connotazione dolosa, Cass., 21 novembre 2016, 23632; Cass., Sez. un., 28 marzo 2006, nn. 7029, 7030, 7031, ed in dottrina, S. FORTUNATO, *La concessione abusiva di credito dopo la riforma delle procedure concorsuali*, in *Fall.*, 2009, 67; L. BALESTRA, *Crisi dell'impresa e abusiva concessione del credito*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 116; V. ROPPO, *Responsabilità delle banche nell'insolvenza dell'impresa*, in *Fall.*, 1997, 872, che in assenza di dolo limita la responsabilità ai soli casi di colpa grave, ad esempio per completa omessa istruttoria, e non anche a quelli di colpa lieve, come, sempre ad esempio, nel caso di erronea valutazione della meritevolezza della iniziativa imprenditoriale); sul ruolo attribuibile all'impresa finanziata, se da considerarsi necessariamente complice dell'illecito o se qualificabile essa stessa vittima del finanziamento (la circostanza secondo cui l'impresa non potrebbe essere nello stesso tempo autore e vittima dell'illecito è affermata, se pur come *obiter dictum*, da Cass., Sez. un., 28 marzo 2006, nn. 7029, 7030, 7031. Tale argomento è stato però ritenuto privo di «pregio» da Cass., 30 giugno 2021, n. 18610. In dottrina cfr. B. INZITARI, *L'azione di massa per abusiva concessione di credito nella giurisprudenza della cassazione*, in *Contr. impr.*, 2021, 1132).

Espressasi più volte sull'argomento, la giurisprudenza di legittimità ha modificato nel tempo le sue conclusioni.

Invero, in una prima decisione, pronunciata nel 2001 all'esito di un regolamento facoltativo di competenza, la Suprema Corte ha escluso che l'azione di risarcimento promossa contro la banca ritenuta responsabile di aver abusivamente finanziato una impresa insolvente potesse essere considerata una «azione di massa». Questa decisione ha in particolar modo sottolineato che il danneggiato dall'abusiva erogazione «non può, in via generale e di principio e in relazione alla struttura dell'illecito in questione, identificarsi con la totalità dei creditori, ossia con il ceto creditorio della procedura concorsuale», dovendosi il danneggiato invece identificare con «ciascuno dei creditori rispetto ai quali tutte le componenti dell'illecito saranno da verificare». La qual cosa, secondo la Suprema Corte, basterebbe ad escludere trattarsi di una «azione di massa», tanto più considerando, quale ulteriore aspetto critico, che del ceto creditorio di regola fa anche parte «quel banchiere al quale viene imputato e addebitato il comportamento lesivo»<sup>19</sup>.

Ad analoghe conclusioni sono successivamente pervenute tre decisioni pronunciate nel 2006 dalle Sezioni Unite della Suprema

---

<sup>19</sup> Cass., 9 ottobre 2001, n. 12368 (in *Foro it.*, 2002, I, 435, e in *Banca, borsa tit. cred.*, 2002, II, 264, in quest'ultima con commento di M. ROBLES, *Erogazione «abusiva» di credito, responsabilità della banca finanziatrice e (presunta) legittimazione attiva del curatore fallimentare del sovvenuto*), come accennato nel testo pronunciata all'esito di un regolamento facoltativo di competenza avviato ai sensi dell'art. 43 cod. proc. civ. allo scopo di verificare la fondatezza della tesi secondo cui la domanda di risarcimento del danno per abusiva erogazione del credito deriverebbe dal fallimento e, pertanto, resterebbe attratta ai sensi dell'art. 24 l. fall. nella competenza funzionale del tribunale fallimentare. Disattendendo questa prospettazione, la decisione ha escluso la competenza del tribunale fallimentare ai sensi dell'art. 24 l. fall., negando la natura di azione di massa dell'azione e sottolineando, tra l'altro, che il danno conseguenza dell'erogazione abusiva del credito non potrebbe comunque essere considerato una conseguenza della dichiarazione di fallimento, posto che l'aggravio del dissesto si realizzerebbe indipendentemente e già prima della dichiarazione di fallimento, quest'ultima potendo solo contribuire ad una più ordinata ricognizione degli effetti nelle forme rese possibili dall'accertamento del passivo. Tra gli altri aspetti trattati da Cass. 12368/2001, quello riguardante l'appartenenza del banchiere al ceto creditorio, pure ricordato nel testo, merita invece menzione in ragione della rilevanza che allo stesso è stata riservata dal successivo dibattito.

Corte<sup>20</sup>, divenute note come “sentenze gemelle” in quanto sorrette da identiche motivazioni. Occupandosi in modo specifico del problema della legittimazione del curatore ad agire in rappresentanza dei creditori contro l’irresponsabile banchiere, queste decisioni hanno in particolar modo evidenziato la disomogeneità delle posizioni dei diversi creditori, facendone discendere la non riferibilità dei danni provocati dalla banca alla indistinta massa dei creditori. Questa disomogeneità è stata anzitutto segnalata con riguardo alla diversità delle conseguenze «a seconda che i crediti siano antecedenti oppure successivi», i creditori risultando in effetti danneggiati, nel primo caso per il fatto di dover concorrere con altri creditori, così recuperando una somma inferiore a quella che avrebbero riscosso, nel secondo, invece, perché senza l’abusivo finanziamento non avrebbero concesso credito, o perché il debitore sarebbe già stato assoggettato a procedura o anche perché non sarebbero stati tratti in inganno dalla solvibilità apparente creata dall’indebito finanziamento<sup>21</sup>. L’altra disomogeneità evidenziata è quella riguardante i rapporti tra creditori bancari e restanti creditori, avendo al riguardo le sentenze gemelle incidentalmente rilevato che, per ammettere la natura di massa delle azioni in questione, bisognerebbe (anche) ammettere che i creditori bancari, pur avendo abusivamente erogato credito, dovrebbero poter comunque «partecipare al riparto della massa così costruita e riprendere quanto versato», la qual cosa – nella visione espressa dalla tre decisioni – rappresenterebbe una anomalia. Inoltre, riferendosi sempre ai rapporti tra creditori bancari e non, le sentenze gemelle hanno dato rilievo alla circostanza che l’azione risarcitoria avrebbe avvantaggiato solo questi ultimi, ma senza che a tal riguardo possa parlarsi di una vera e propria diversità, l’aspetto rilevato dipendendo unicamente dal fatto che, per sua scelta, nei tre giudizi la curatela aveva ritenuto di dover agire nell’esclusivo interesse dei restanti creditori richiedendo a tal fine un risarcimento commisurato alle «passività non bancarie della fallita».

---

<sup>20</sup> Si tratta delle già citate Cass., Sez. un., 28 marzo 2006, nn. 7029, 7030 e 7031.

<sup>21</sup> I primi riferimenti a questa distinzione fra creditori anteriori e creditori posteriori sono rinvenibili nella letteratura francese, notoriamente anticipataria nell’indagine del problema della responsabilità verso i creditori di chi abbia concesso credito a imprese insolventi (cfr. J. STOUFFLET, *L’ouverture de crédit peut-elle être source de responsabilité envers les tiers ?*, in *Jurisdasseur périodique*, 1965, I, 1882 ss.; C. GAVALDA - J. STOUFFLET, *Droit de la banque*, Paris, 1974, 590 ss.).

Una prima apertura a favore della legittimazione del curatore è giunta invece con un *obiter dictum* del 2010<sup>22</sup>, quando la Suprema Corte ha per la prima volta riconosciuto che il curatore fallimentare sarebbe legittimato ad agire, ai sensi dell'art. 146 l. fall. in relazione all'art. 2393 cod. civ., nei confronti della banca, quale terzo solidalmente responsabile del danno cagionato alla società fallita dall'amministratore di quest'ultima, resosi responsabile di abusivo ricorso al credito. Secondo questa decisione, in particolare, nessuna rilevanza assumerebbe l'intervenuto esercizio dell'azione nei soli confronti della banca e non anche dell'amministratore, stante le previsioni dell'art. 2055 cod. civ., per le quali, se un unico evento dannoso è imputabile a più persone, sorge a carico delle stesse un'obbligazione solidale il cui adempimento può essere richiesto, per l'intero, anche ad uno solo dei diversi responsabili. A distanza di alcuni anni, e precisamente a partire dal 2017, in applicazione del principio sancito da questo *obiter dictum* sono quindi giunte le prime decisioni di condanna delle banche per concorso nella violazione degli amministratori responsabili di abusivo ricorso al credito<sup>23</sup>. Tutte queste decisioni, va notato, non hanno però messo in discussione l'orientamento espresso dalle Sezioni Unite del 2006, ma anzi confermato che il curatore fallimentare sarebbe carente

---

<sup>22</sup> Cfr. Cass., 1 giugno 2010, n. 13413, che non ha però risolto la controversia applicando il principio menzionato nel testo dal momento che, in quel caso, «la responsabilità della banca quale concorrente nell'illecito commesso dall'amministratore della società fallita non risulta essere stata prospettata nel giudizio di merito e il curatore della società fallita in violazione del principio della autosufficienza non ha indicato nel ricorso (trascrivendone il contenuto rilevante) in quali atti del giudizio di merito abbia formulato la domanda nei termini sopra precisati» (la decisione è rinvenibile in *Fall.*, 2011, 306 ss., seguita da commento di A. MARCINKIEWICZ, *Curatore fallimentare e danno dei creditori per abusiva concessione di credito*).

<sup>23</sup> V. in particolare, per la giurisprudenza di legittimità, Cass., 20 aprile 2017, n. 9983, riportata in diverse riviste (tra cui *Banca, borsa tit. cred.*, 2018, II, 236 ss., e *Giur. comm.*, 2018, II, 236 ss.), che ha riconosciuto il concorso della banca nella violazione commessa dagli amministratori dei propri obblighi di conservazione del patrimonio della società ai sensi dell'art. 2486 cod. civ., avendo fatto accesso al credito nonostante il verificarsi di una causa di scioglimento della società a seguito dell'intervenuta perdita del capitale sociale. Per la giurisprudenza di merito, App. Firenze, 11 novembre 2019, in *Fall.*, 2020, 812 ss., con nota di commento di G. FALCONE, *Concessione abusiva di credito e concorso della banca nel ricorso abusivo al credito*.

di legittimazione a proporre contro la banca finanziatrice l'azione da illecito aquiliano in rappresentanza del ceto creditorio. Ad essere esperibile non essendo infatti un'azione di massa ma l'azione che la stessa società avrebbe potuto promuovere autonomamente, prima ancora della dichiarazione di fallimento, e che a seguito dell'avvio della procedura il curatore eserciterebbe quindi al posto del fallito<sup>24</sup>.

Alla definitiva svolta si è giunti, infine, con due decisioni del 2021<sup>25</sup>, momento a partire dal quale anche altre sentenze<sup>26</sup> hanno riconosciuto

---

<sup>24</sup> Per una critica di questa impostazione, v. in dottrina A. JORIO, *Concessione abusiva di credito, fallimento, responsabilità della banca e legittimazione del curatore*, in *Giur. comm.*, 2018, II, 269, che ritiene che il risultato raggiunto da questo orientamento «è condivisibile, ma altrettanto non si può dire del percorso logico [omissis]; un po' più di coraggio non sarebbe guastato, riconoscendo che nei casi nei quali il patrimonio sia già svanito prima dell'erogazione abusiva del credito la legittimazione del curatore trova fondamento non già nella tutela dei diritti della società fallita bensì nella tutela dell'intero ceto creditorio per il pregiudizio subito dalla ritardata apertura e quindi con un'azione diretta alla reintegrazione del patrimonio assoggettato all'esecuzione concorsuale». Analogamente critica la valutazione di F. PACILEO, *Concessione "abusiva" di credito ed azione del curatore fallimentare: il cavillo del concorso della banca nella mala gestione degli amministratori*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2018, II, 186, per il quale una legittimazione ampia del curatore fallimentare all'esercizio delle azioni di massa «trae origine dal generale ed esclusivo potere di disporre del patrimonio di gestione dell'impresa sottoposta al fallimento nell'interesse prioritario della massa dei creditori».

<sup>25</sup> Cass., 30 giugno 2021, n. 18610, e Cass., 14 settembre 2021, n. 24725. Dopo questa svolta interpretativa, tra i diversi commenti in dottrina sul tema della responsabilità delle banche per abusiva erogazione del credito, B. INZITARI, *L'azione di massa per abusiva concessione di credito nella giurisprudenza della cassazione*, cit., 1125 ss.; L. CASTELLI - S. TINA, *Concessione abusiva del credito e legittimazione attiva del curatore: il punto della Suprema Corte*, cit., 176 ss.; R. SACCHI, *Sulla responsabilità della banca per abusiva concessione del credito*, in *Governance e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, a cura di M. Callegari, S.A. Cerrato e E.R. Desana, II, Torino, 2022, 1194 ss.; I. D'ANSELMO, *Due sentenze sulla concessione abusiva*, in *Giur. comm.*, 2022, II, 1110 ss.; G. FAUCEGLIA, *Riflessioni sulla responsabilità delle banche nel Codice della crisi con particolare riguardo all'abusiva concessione del credito*, in *Diritto della crisi*, 4 gennaio 2023; ID., *Il Codice della crisi e dell'insolvenza e le banche: qualche spunto di riflessione*, in *Dir. fall.*, 2023, I, 334 ss.

<sup>26</sup> Cfr. Cass., 11 maggio 2022, n. 14876, che richiamando con assenso Cass. 18610/2021 ha ricordato, nelle proprie motivazioni, che «il curatore fallimentare, in caso di illecita nuova finanza o di mantenimento dei contratti in corso, è legittimato

al curatore la legittimazione ad agire non solo allorché venga dedotta la responsabilità del finanziatore per il pregiudizio diretto al patrimonio dell'impresa, e quindi quale successore nei rapporti già facenti capo al debitore, ma anche nei casi della prospettazione di una responsabilità verso i creditori. In particolare, la legittimazione del curatore opererebbe ogniqualvolta risulti promossa una azione «recuperatoria in favore dell'intero ceto creditorio di quanto sia andato perduto, a causa dell'indebito finanziamento, del patrimonio sociale, atteso che il fallimento persegue, appunto, l'obiettivo del miglior soddisfacimento dei creditori nel rispetto della par condicio»<sup>27</sup>. In tal caso, infatti, si tratterebbe di un danno al patrimonio dell'impresa dipendente da una diminuzione della generica garanzia patrimoniale ai sensi dell'art. 2740 cod. civ., che in quanto tale riguarderebbe tutti i creditori, sia che precedenti sia che successivi alla concessione dell'abusivo finanziamento, a nulla rilevando che solo per questi ultimi «possa aggiungersi pure la *causa petenti* di essere stati indotti in errore, ed allora individualmente, dall'apparente stato non critico della società»<sup>28</sup>.

### 3. *L'attuale orientamento favorevole alla legittimazione del curatore in presenza di una "base comune" di danno.*

Per quanto da alcuni commenti ritenuto non del tutto convincente<sup>29</sup>, il nuovo orientamento si sta consolidando in giurisprudenza e raccogliendo apprezzamenti anche in dottrina, le cui valutazioni più favorevoli lo hanno financo considerato una «definitiva tappa» nella ricostruzione sistematica «dell'intera tematica e specificamente della responsabilità della banca per abusiva concessione di credito e nella definizione della categoria di massa»<sup>30</sup>.

---

ad agire contro la banca per la concessione abusiva del credito che abbia cagionato una diminuzione del patrimonio», e poi anche Cass., 18 gennaio 2023, n. 1387.

<sup>27</sup> Cass. 18610/2021, § 3.6.2.

<sup>28</sup> In questi termini sempre Cass. 18610/2021, poi anche richiamata da Cass. 1387/2023.

<sup>29</sup> A commento di Cass., 18610/2021 e di Cass. 24725/2021, parla ad esempio di analogie non chiarite e di sentenze con incoerenze di fondo, I. D'ANSELMO, *Due sentenze sulla concessione abusiva*, cit., 1121 e 1123.

<sup>30</sup> B. INZITARI, *L'azione di massa per abusiva concessione di credito nella giurisprudenza della cassazione*, cit., 1125.

E in effetti, non c'è dubbio che le analisi rinvenibili nelle decisioni del 2021 rappresentino un utile contributo ad una più approfondita comprensione di alcuni importanti aspetti riguardanti la «tematica» in questione, ad essere stato meglio chiarito risultando, tra l'altro, che la legittimazione del curatore può essere inquadrata in vario modo, e precisamente, o in termini di diretta responsabilità (di natura precontrattuale o contrattuale<sup>31</sup>) nei confronti dell'impresa finanziata<sup>32</sup>, o come responsabilità della banca in concorso con quella degli amministratori per il danno arrecato alla società<sup>33</sup>, ovvero quale responsabilità nei confronti della massa dei creditori<sup>34</sup>, anche in questo caso con la possibilità di distinguere l'ipotesi della responsabilità diretta da quella del concorso con gli amministratori.

Riguardo a queste diverse ipotesi di legittimazione del curatore, le prime due si presentano di facile configurazione. Nel caso di danno

---

<sup>31</sup> Invero, nel caso in cui la banca risulti aver contrattato disattendendo le prescrizioni di professionalità e di prudenza che dovrebbero soprassedere l'esercizio dell'attività creditizia, la responsabilità verso il debitore sarebbe a titolo precontrattuale ex art. 1337 cod. civ.; ove invece alla stessa venga imputata la prosecuzione di un finanziamento in corso, si tratterebbe, più propriamente, di una responsabilità contrattuale ex art. 1218 cod. civ. In generale, a risultare convincente dovrebbe poi essere l'inquadramento «nell'ambito della responsabilità di tipo contrattuale da “contatto sociale qualificato”, inteso come fatto idoneo a produrre obbligazioni ex art. 1173 c.c., da cui derivano, a carico delle parti, reciproci obblighi di buona fede, di protezione e di informazioni, giusta gli artt. 1175 e 1375 c.c.» (Cass. 14 settembre 2021, 24725. Per tale costruzione v. anche Cass. 12 luglio 2016, n. 14188; Cass., 25 luglio 2018, n. 19775; Cass., Sez. un., 28 aprile 2020, n. 8236).

<sup>32</sup> Che non possa escludersi la configurabilità di una responsabilità diretta della banca verso l'impresa sostenuta finanziariamente nonostante la mancanza di una ragionevole probabilità di risanamento, indipendentemente dalla rinvenibilità di responsabilità in concorso dei relativi amministratori, è spiegato da R. SACCHI, *Sulla responsabilità della banca per abusiva concessione del credito*, cit., 1198.

<sup>33</sup> La responsabilità della banca in concorso con quella contrattuale degli organi sociali sarebbe di natura aquiliana, ai sensi dell'art. 2043 cod. civ., il nostro ordinamento avendo da tempo riconosciuto il possibile concorso fra diversi responsabili, anche se a diverso titolo, come anche il possibile concorso di responsabilità contrattuale ed extracontrattuale in capo allo stesso soggetto ogniquale volta un unico comportamento risulti lesivo del generale principio del *neminem laedere* e al tempo stesso di specifiche previsioni contrattuali (Cass., 14 dicembre 1991, n. 13039; Cass., 13 gennaio 1993, n. 343; Cass., 24 febbraio 2016, n. 3651, e così anche, più di recente, nella giurisprudenza di merito, Trib. Savona, 17 gennaio 2022, n. 44, in Banca dati *One Legale*).

<sup>34</sup> In tal caso di natura pacificamente aquiliana.

diretto all'impresa finanziata a poter essere esercitata, infatti, sarebbe la medesima azione che l'impresa avrebbe potuto essa stessa far valere qualora ancora *in bonis* e che, una volta aperta la procedura, passerebbe al curatore ai sensi dell'art. 143 CCII. Lo stesso si avrebbe, inoltre, in caso di condotte del soggetto finanziatore che abbiano agevolato gli amministratori nella commissione del ricorso abusivo al credito previsto dall'art. 325 CCII, comportante sul piano civile un'obbligazione risarcitoria del danno provocato alla società. Anche questa azione risarcitoria, esperibile contro la banca per la compartecipazione con gli amministratori, passerebbe infatti pacificamente al curatore per effetto dello spossessamento, le incertezze in tal caso riguardando semmai i presupposti del concorso. In effetti, la configurazione del concorso della banca nell'illecito degli amministratori responsabili di ricorso abusivo al credito è tutt'altro che agevole. Un'interpretazione rigida dovrebbe anzi portare ad escluderla per definizione, la fattispecie del ricorso abusivo al credito richiedendo difatti la dissimulazione dello stato di insolvenza quale elemento costitutivo del reato e il finanziatore dovendosi perciò considerare, di regola, più che il coautore il soggetto passivo del reato<sup>35</sup>. Presupponendo inoltre il reato, quale elemento psicologico, il dolo generico, la fattispecie dovrebbe peraltro essere esclusa ogniquale volta la *mala gestio* degli amministratori si sia fermata alla colpa, ancorché particolarmente grave<sup>36</sup>. Questa difficoltà di ricostruire la fattispecie penale non dovrebbe comunque portare ad anche escludere la possibilità di configurare l'ipotesi del concorso a fini solo civilistici, nel senso cioè di porre a carico della banca, a titolo di concorso, una responsabilità da illecito extracontrattuale ai sensi dell'art. 2043 cod. civ. Neppure il percorso di ricostruzione di questa responsabilità solidale a fini solo civilistici è tuttavia lineare, tant'è vero che l'interpretazione non è giunta a conclusioni condivise. Secondo la

---

<sup>35</sup> Cfr. G. INSOLERA, *La responsabilità penale della banca per concessione abusiva di credito alla impresa in crisi*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 848; I. VASSALLO - P. MAGRO, *Commento all'art. 325*, in *Codice della crisi dell'impresa e dell'insolvenza*, diretto da F. Di Marzio, Milano, 2022, 1558.

<sup>36</sup> Cfr. F. PACILEO, *Concessione "abusiva" di credito ed azione del curatore fallimentare: il cavillo del concorso della banca nella mala gestio degli amministratori*, cit., 173; I. VASSALLO - P. MAGRO, *Commento all'art. 325*, in *Codice della crisi dell'impresa e dell'insolvenza*, diretto da F. Di Marzio, cit., 1558.



giurisprudenza, infatti, il concorso della banca nelle responsabilità degli amministratori potrebbe essere riconosciuto per il sol fatto dell'inosservanza degli obblighi di corretta valutazione del merito creditizio che l'ordinamento impone a che esercita professionalmente il credito<sup>37</sup>. Alla banca, secondo questa visione, sarebbe in particolar modo imputabile – a titolo di concorso – il non aver impedito l'illegittima prosecuzione dell'attività di impresa erogando un credito del quale la società risultava immeritevole. Il fondamento di una siffatta ricostruzione è però quantomeno dubbio, nessuna norma richiedendo alla banca di assolvere a questa specifica funzione di controllo<sup>38</sup> né essendo configurabili a carico dei finanziatori professionali generali doveri di protezione ogniqualvolta la controparte sia un imprenditore<sup>39</sup>. Sicché, rispetto a questa visione, dovrebbe risultare preferibile quella secondo cui la configurabilità di un concorso presupporrebbe un effettivo coinvolgimento nelle decisioni della società sovvenuta, in

---

<sup>37</sup> Per la sussistenza di un concorso in presenza di condotte di mera negligenza, v. ad esempio Cass., 20 aprile 2017, n. 9983 (che ha ritenuto che «dinanzi a una avventata richiesta di credito da parte degli amministratori della società che ha perduto interamente il capitale, e dinanzi ad una altrettanto avventata o comunque imprudente concessione di credito da parte della banca, il comportamento illecito è concorrente e dotato di intrinseca efficacia causale»). Analogamente, tra altre, Cass., 12 maggio 2017, n. 11798.

<sup>38</sup> Cfr. V. PINTO, *La responsabilità da concessione abusiva di credito fra unità e pluralità*, in *Giur. comm.*, 2011, II, 1173, che osserva, tra l'altro, che «qui il problema non riguarda – se non indirettamente – l'inattuazione dei doveri di corretta valutazione del merito creditizio che l'ordinamento impone a che esercita professionalmente il credito, ma si incentra sull'imputazione a un terzo – il finanziatore, appunto – di un concorso nell'inadempimento dei doveri diretti a impedire l'illegittima prosecuzione dell'attività che l'ordinamento impone, in via primaria, a carico di chi è onerato della funzione gestoria entro l'organizzazione dell'impresa finanziata. Il fondamento di una siffatta responsabilità – in concorso – del finanziatore non può rinvenirsi nelle regole proprie dell'esercizio professionale del credito».

<sup>39</sup> Per quanto, come *supra* accennato in nota 15, riguardo alla verifica del merito creditizio l'interpretazione tenda a non addossare alle banche obblighi di protezione del soggetto finanziato qualora imprenditore, deve al contempo essere segnalato come il Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza sembrerebbe aver comunque assegnato alle banche un ruolo di *gatekeepers* del sistema imprenditoriale, come in effetti desumibile, ad esempio, dalle previsioni dell'art. 25-*decies* CCII, che stabilisce obblighi di comunicazione agli organi di controllo, e dell'art. 16, comma 5, CCII, che pone a carico degli operatori finanziari doveri comportamentali particolarmente qualificati.

particolar modo riscontrabile qualora la banca agevoli l'opera dissimulativa degli amministratori dell'impresa finanziata<sup>40</sup> ovvero ne indirizzi la condotta ingerendosi nei relativi processi decisionali<sup>41</sup>, influenzandone le scelte ed inducendola ad accettare il finanziamento<sup>42</sup>.

Per quanto agevolmente inquadrabili sul piano della fattibilità giuridica, salvo le incertezze appena dette in merito ai presupposti di rinvenibilità di un concorso, le azioni volte a far valere la responsabilità della banca verso la società finanziata non rappresentano comunque la preferibile soluzione per i curatori, e questo in ragione di alcuni limiti in termini di risultato conseguibile. Un primo limite essendo in particolar modo riscontrabile dal punto di vista dei necessari

---

<sup>40</sup> Cfr. A. NIGRO, *La responsabilità delle banche nell'erogazione del credito alle imprese "in crisi"*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 315, che riferendosi al caso in cui la condotta degli amministratori integri gli estremi del reato di concorso abusivo al credito, sottolinea come «complicità della banca può aversi solo ove essa concorra, con la sua assistenza creditizia, nella dissimulazione dello stato di dissesto o di insolvenza».

<sup>41</sup> I possibili condizionamenti possono essere di più generi, potendosi ad esempio immaginare il potere della banca di imporre la nomina di propri amministratori, ovvero la capacità, in via di fatto e pur in assenza di gestori di propria nomina, di condizionare le scelte della società, ovvero ancora la presenza di accordi contrattuali implicanti l'impegno della impresa finanziata ad assecondare le indicazioni ricevute e in generale a rispettare i c.d. *covenants* (M. MOZZARELLI, *Business covenants e governo della società finanziata*, Milano, 2013; L. PICARDI, *Il ruolo dei creditori fra monitoraggio e orientamento della gestione nella società per azioni*, Milano, 2013; P. CUOMO, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013; G. BARBARA, *Covenants e "fattispecie aggregative"*, Torino, 2022).

<sup>42</sup> Il problema della rinvenibilità di una responsabilità della banca a condizione che risulti che le decisioni assunte dal soggetto finanziato non siano state consapevoli, libere e autonome, assume rilievo, prima ancora che ai fini della configurabilità del concorso con gli amministratori, dal punto di vista causale. Secondo un certo orientamento, infatti, l'assenso alla stipula del contratto di finanziamento e le successive libere scelte di impiego delle somme ottenute, sarebbero comportamenti di per sé sufficienti a recidere il nesso di causalità tra l'abusiva erogazione del credito ed il danno risentito dal soggetto finanziato (in argomento, G.P. LA SALA, *La responsabilità da abusiva concessione di credito alle imprese nella prospettiva del codice civile (con qualche riflessione critica sugli orientamenti della giurisprudenza recente)*, cit., 830, che sostiene un ordine di idee in dottrina menzionato già in precedenza, v. A. NIGRO, *Note minime in tema di responsabilità per concessione "abusiva" di credito e di legittimazione del curatore fallimentare*, in *Dir. banc. fin.*, 2002, I, 299 ss.; F. DI MARZIO, *Sulla fattispecie "concessione abusiva di credito"*, in *Banca, borsa tit. cred.*, II, 2009, 397).

presupposti dell'azione, che potrebbero risultare non facilmente configurabili per il presumibile coinvolgimento dell'impresa finanziata rispetto all'abuso realizzato dalla banca, non foss'altro perché il contratto di finanziamento è voluto e richiesto dalla stessa impresa sovvenuta, che pertanto, in base alle regole dell'autoresponsabilità, e tanto più considerando la connotazione imprenditoriale<sup>43</sup>, potrebbe difficilmente argomentare la propria estraneità all'illecito<sup>44</sup> (potendosi tutt'al più ammettere una riduzione di questa difficoltà nel caso delle piccole realtà con livelli organizzativi non paragonabili alla diligenza pretendibile dai gestori dell'impresa bancaria, per quanto neppure in queste situazioni andrebbe trascurato come l'ordinamento stia indirizzando anche le imprese minori verso misure organizzative "idonee"<sup>45</sup>, in tale prospettiva la completa deresponsabilizzazione

---

<sup>43</sup> E quindi di soggetto professionale, al quale sarebbe conseguentemente difficile estendere le regole protettive che espressamente l'ordinamento stabilisce a favore dei consumatori (L. STANGHELLINI, *Il credito «irresponsabile» alle imprese e ai privati: profili generali e tecniche di tutela*, in *Società*, 2007, 401).

<sup>44</sup> Cfr. A. NIGRO, *La responsabilità delle banche nell'erogazione del credito alle imprese "in crisi"*, cit., 309, che commentando l'ipotesi della responsabilità della banca finanziatrice verso l'impresa beneficiaria la considera una prospettazione che «non si può accogliere, non solo perché stravolge la figura "tipica" della responsabilità per concessione abusiva di credito, ma anche e soprattutto perché una responsabilità diretta nei confronti del debitore appare difficilmente ammissibile visto che la concessione di credito viene normalmente richiesta dallo stesso debitore, il quale pertanto, in principio ed in generale, non avrebbe certo titolo per dolersi successivamente del pregiudizio che possa essergliene successivamente derivato»; dello stesso avviso F. DI MARZIO, *L'abuso nella concessione del credito*, in *Contr. impr.*, 2015, 319, ove si osserva che l'impresa, poiché necessariamente consapevole del proprio stato e della contrarietà alle regole del merito creditizio della condotta della banca, rivestirebbe semmai la posizione di complice di quest'ultima. Analogamente, escludendo che un soggetto possa incorrere in errore in merito al proprio stato, escludendo perciò in capo allo stesso il diritto al risarcimento del danno, Trib. Rovereto, 6 agosto 2012, in *Banca dati De Jure*. V. anche Trib. Monza, 8 febbraio 2011, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2012, II, 690 ss.

<sup>45</sup> V. al riguardo l'art. 3, comma 1, CCII, che a differenza dell'art. 2086 cod. civ., che per le imprese collettive contempla il dovere di istituire adeguati assetti organizzativi, richiede all'imprenditore individuale di adottare «misure idonee» al tempestivo rilevamento della crisi e l'assunzione senza indugio delle iniziative necessarie, ponendo così il dubbio di cosa debba intendersi per misure idonee e quale diversità sarebbe eventualmente riscontrabile rispetto agli adeguati assetti organizzativi ma senza potersi escludere che ad essere richiesti sarebbero i medesimi presidi organizzativi (B. MAFFEI ALBERTI, *Commento all'art. 3*, in *Commentario*

dell'impresa dovendosi perciò tendenzialmente escludere). Una seconda limitazione riguarderebbe invece il carattere comunque incerto e discutibile delle responsabilità eventualmente configurabili, le ipotesi più semplici risultando forse quelle di concorso della banca nell'illecito degli amministratori, in tal caso potendosi in effetti immaginare azioni dei gestori, della banca e dell'impresa finanziata, complessivamente lesive dell'interesse di quest'ultima, ma senza escludere l'ipotesi di illeciti degli amministratori dell'impresa finanziata aventi rilievo assorbente e dovendosi in aggiunta considerare che, perlomeno secondo un certo orientamento, una responsabilità concorrente della banca risulterebbe di difficile configurazione nel caso delle società di persone e sarebbe in ogni caso da escludere nell'ipotesi dell'impresa individuale, per evidente irrealizzabilità di alcun concorso con gli amministratori<sup>46</sup>. Per non dire, infine, del carattere solo parziale del risarcimento conseguibile, non potendosi difatti escludere – vuoi perché dell'operazione di finanziamento è necessariamente partecipe l'impresa finanziata, vuoi perché l'attività della banca si basa inevitabilmente sulla documentazione e sulle attestazioni ricevute dalla stessa impresa e vuoi perché pacificamente su quest'ultima gravano obblighi di collaborazione – che la banca, anche in caso di condanna, possa

---

*breve alle leggi su crisi d'impresa ed insolvenza*<sup>7</sup>, diretto da A. Maffei Alberti, Milano, 2023, 50).

<sup>46</sup> La responsabilità in concorso del terzo sarebbe infatti regolata dai principi del diritto delle società di capitali e, pertanto, non sarebbe configurabile «là dove, in considerazione della struttura dell'impresa finanziata, difetti tout court un momento organizzativo dell'attività e manchi, di conseguenza, come per l'impresa individuale, l'imputazione di compiti gestori a una funzione autonoma e, a sua volta, responsabile nei confronti del titolare: V. PINTO, *La responsabilità da concessione abusiva di credito fra unità e pluralità*, cit., 1174. Vedi però le osservazioni di R. SACCHI, *Sulla responsabilità della banca per abusiva concessione del credito*, cit., 1197, che, sottolineando l'evoluzione della disciplina in tema di obblighi organizzativi ed il carattere oramai generalizzato di questi doveri, sposta l'attenzione dal tipo di società alla diversa complessità delle regole organizzative e procedurali, senza peraltro escludere, nel caso di società di persone espressive di realtà imprenditoriali meno complesse, doveri organizzativi meno stringenti ed un ridotto grado di diligenza pretendibile dai relativi gestori, compatibili con l'ipotesi della non configurabilità di una responsabilità concorrente con quella dei gestori dell'impresa finanziata.

comunque beneficiare di una riduzione del *quantum debeatur* ai sensi dell'art. 1227 cod. civ.<sup>47</sup>

Tutte queste limitazioni non sarebbero invece rinvenibili ammettendo la legittimazione del curatore ad agire in giudizio nel generalizzato interesse dei creditori, dovendo ragionevolmente essere valutata alla luce di questa diversità, e quindi nella prospettiva di favorire l'esercizio di una più efficace azione risarcitoria, la rivisitazione promossa dal recente orientamento delle possibili diversità tra creditori – a partire da quelle riguardanti il momento di formazione del credito, la natura soggettiva e le ragioni della pretesa risarcitoria<sup>48</sup> –

---

<sup>47</sup> A favore dell'applicabilità dell'art. 1227 cod. civ., G.P. LA SALA, *La responsabilità da abusiva concessione di credito alle imprese nella prospettiva del codice civile (con qualche riflessione critica sugli orientamenti della giurisprudenza recente)*, cit., 828, il quale ritiene, in definitiva, che mentre il creditore del soggetto finanziato che sia stato leso dall'aggravamento della situazione del sovvenuto a causa del proseguimento dell'attività può far valere in modo pieno la responsabilità *solidale* della banca per concorso con il debitore nella generazione dell'evento pregiudizievole, «la pretesa risarcitoria del soggetto finanziato è significativamente ridimensionata, ai sensi dell'art. 1227 c.c., a causa del contributo dato da quest'ultimo alla produzione dell'evento lesivo».

<sup>48</sup> Tra le distinzioni tradizionalmente tenute in considerazione la più importante è sicuramente quella riguardante il momento di formazione del credito. I creditori precedenti l'erogazione abusiva sarebbero infatti unicamente danneggiati dalla riduzione della generica garanzia patrimoniale a seguito della sopravvenienza di nuovi creditori che altrimenti non avrebbero partecipato al riparto, mentre i creditori successivi sarebbero danneggiati anche dal fatto di aver confidato nella solvibilità dell'impresa posto che, qualora il credito illegittimo non fosse stato erogato, neppure sarebbero divenuti creditori del soggetto insolvente. Altra tipica distinzione è quella dipendente dalla natura bancaria del soggetto creditore, la specificità potendo in tal caso dipendere dal fatto di risultare la banca titolare di una aspettativa di pagamento insinuabile al passivo ed al tempo stesso co-responsabile della situazione (tant'è che in alcuni casi, quali ad esempio quelli decisi dalle tre ricordate sentenze gemelle, le azioni risarcitorie sono state promosse richiedendo che del risarcimento beneficiassero solo i creditori non bancari). Un'ulteriore distinzione è stata infine proposta tenendo conto delle regole la cui violazione ha dato luogo alla erogazione abusiva, distinguendo cioè tra violazioni delle regole dell'attività creditizia, la cui inosservanza implicherebbe danni a carico dei singoli creditori il cui risarcimento andrebbe fatto valere unicamente da questi, e violazione da parte degli amministratori della società finanziata della disciplina dell'attività societaria resa possibile dal concorso della banca, implicante pregiudizio dell'integrità del patrimonio e quindi lesione degli interessi di tutti i creditori (su quest'ultima distinzione v. in particolar

e l'affermazione, quale esito di questa rivisitazione, della rinvenibilità di un danno comune a tutti i creditori, identificabile con quanto andato perduto a seguito del finanziamento che abbia reso possibile il prosieguo dell'attività, indipendentemente dall'esistenza di eventuali diversità tra i creditori e di danni ulteriori a carico di solo alcuni. L'esistenza di questa base comune di danno, secondo il nuovo orientamento, renderebbe infatti possibile la prospettazione di un indistinto vantaggio a favore di tutti i creditori, l'importo ottenuto dal curatore potendo essere destinato «esclusivamente in favore della massa» e trovando così «idonea collocazione la distinzione tra, da un lato, il danno individuale ai singoli creditori e, dall'altro, il danno anche collettivo al patrimonio d'impresa»<sup>49</sup>.

La configurabilità di un danno comune a tutti i creditori varrebbe peraltro a legittimare il curatore ad agire nei confronti degli organi di gestione responsabili di aver fatto abusivo ricorso al credito, rientrando a quel punto l'azione non più tra quelle esperibili dal singolo creditore, a norma dell'art. 2395 cod. civ., bensì tra quelle che i creditori possono far valere nei casi di inosservanza degli obblighi di conservazione dell'integrità del patrimonio sociale, ai sensi dell'art. 2394 cod. civ. Ciò implicando – tra l'altro – che, analogamente a quanto già visto rispetto all'azione volta a far valere la responsabilità nei confronti della società finanziata, non vi sarebbero troppi dubbi in merito al fatto che il curatore potrebbe far anche valere la responsabilità verso i creditori ai sensi dell'art. 2055 cod. civ., invocando cioè il concorso della banca nell'illecito ricorso abusivo al credito da parte degli amministratori<sup>50</sup>

---

modo V. PINTO, *La responsabilità da concessione abusiva di credito fra unità e pluralità*, cit., 1161 ss.).

<sup>49</sup> Cass., 30 giugno 2021, n. 18610.

<sup>50</sup> Come già ricordato, la giurisprudenza è in generale favorevole all'applicazione dell'art. 2055 cod. civ. anche in caso di concorso tra responsabilità contrattuale ed extracontrattuale (v. *supra*, nota 33) e, nelle ipotesi di concorso nell'abusivo ricorso al credito da parte degli amministratori, ammette la legittimazione del curatore ad agire contro la banca. Che al ricorrere di una «responsabilità degli amministratori nei confronti della società sovvenuta e dei suoi creditori ai sensi degli artt. 2392 e 2394 cc.» corrisponda la possibilità di ricostruire la legittimazione del curatore ad agire contro la banca sotto forma di «concorso o complicità della stessa appunto nell'inadempimento degli amministratori», è peraltro condiviso anche in dottrina (A. NIGRO, *La responsabilità della banca nell'erogazione del credito*, in *Società*, 2007, 441; v. anche A. JORIO, *Concessione abusiva di credito, fallimento, responsabilità*

(fermi restando, anche in questo caso, i dubbi ed i limiti di configurabilità di una responsabilità concorrente per le ragioni cui si è in precedenza fatto cenno).

*4. La non desumibilità dalla disciplina della liquidazione giudiziale di una preferenza dell'ordinamento per un trattamento concorsuale della violazione dell'obbligo di finanziare in modo responsabile.*

Per quanto abbia una sua logica e non dia certo l'impressione di essere sguarnita di fondamento, la ricostruzione sostenuta da questo recente orientamento non manca tuttavia di suscitare perplessità e, anch'essa, potrebbe dimostrarsi non in grado di porre fine alle discussioni riguardanti il trattamento da riservare, in caso di apertura della liquidazione giudiziale del soggetto finanziato, alla banca irrispettosa dei propri obblighi di verifica del merito creditizio.

A questo proposito, prima di dire altro, vale la pena segnalare che nella disciplina della liquidazione giudiziale non si rinvergono norme riguardanti in modo espresso gli obblighi degli operatori professionali di erogare finanziamenti in modo responsabile, né sono presenti, a differenza di quanto riscontrabile in discipline analoghe, riferimenti normativi dai quali potersi desumere la preferenza dell'ordinamento per un trattamento concorsuale della violazione dei doveri di verifica del merito creditizio.

Parlando di situazioni analoghe intendo in particolar modo riferirmi alle previsioni del CCII riguardanti i finanziatori che con la propria irresponsabile condotta abbiano contribuito al sovraindebitamento dei soggetti nei cui confronti la liquidazione giudiziale non è applicabile. Ad assumere specifica rilevanza, in questa prospettiva, sono in particolar modo le previsioni degli artt. 67, comma 1, e 69, comma 2, CCII, le quali, in tema di ristrutturazione dei debiti del consumatore, sanzionano il creditore che abbia violato i propri doveri di verifica del merito creditizio sanciti dall'art. 124-*bis* t.u.b., stabilendo, rispettivamente, che la domanda di ristrutturazione può prevedere un

---

*della banca e legittimazione del curatore*, cit., 268). *De jure condendo*, potrebbero dimostrarsi perciò forse non in grado di spostare i termini della questione eventuali interventi normativi che dovessero limitarsi ad esplicitare che le azioni esperibili contro gli obbligati in solido rientrano anch'esse nel novero di quelle che, per legge, il curatore è autorizzato a promuovere.

trattamento «differenziato» dei creditori e che il finanziatore irresponsabile non possa presentare opposizione o reclamo in sede di omologa per contestare la convenienza della proposta di ristrutturazione<sup>51</sup>. Nel loro complesso queste disposizioni rendono cioè possibile<sup>52</sup> una proposta che riservi al creditore che abbia erogato credito in modo scorretto un trattamento peggiore rispetto agli altri creditori<sup>53</sup>, privandolo della facoltà di opporsi e quindi utilizzando lo strumento concorsuale, in pratica, per finalità riparatorie.

Riguardo alla liquidazione giudiziale non si rinvengono invece previsioni di questo genere, dalle quali potersi cioè desumere il proposito di una reazione di stampo concorsuale nei confronti del finanziatore che abbia violato i propri doveri di verifica del merito creditizio, la disciplina della liquidazione giudiziale non prendendo espressamente in considerazione, come già fatto cenno, questo genere di violazione. Né può dirsi il contrario tenendo conto delle situazioni rispetto alle quali l'erogazione di un finanziamento potrebbe rilevare ai fini del perfezionamento di talune fattispecie di reato stabilite dalla normativa concorsuale<sup>54</sup>, quali in particolar modo quelle previste dall'art. 325 CCII, in tema di ricorso abusivo al credito, e dall'art. 323 CCII, in tema di bancarotta semplice. Nel primo caso, perché la norma,

---

<sup>51</sup> V. poi anche l'art. 80, comma 4, CCII, che con riguardo al concordato minore, con previsione di portata generale, prevede che il creditore che abbia determinato colpevolmente la situazione di indebitamento, o il suo aggravamento, non possa contestare la convenienza della proposta proponendo opposizione in sede di omologa.

<sup>52</sup> Secondo un'interpretazione questa possibilità assumerebbe anzi carattere obbligatorio, argomentando bene questa ipotesi R. SANTAGATA, *La concessione abusiva di credito al consumo*, Torino, 2020, 141 ss., che evidenzia – tra l'altro – la portata non solo processuale delle preclusioni introdotte dall'art. 69, comma 2, CCII.

<sup>53</sup> Potrà perciò aversi che il creditore venga inserito in una apposita “classe” cui riservare un trattamento particolare rispetto a quello previsto per gli altri creditori e senza limitazioni dipendenti dal confronto con l'alternativa liquidatoria, il creditore non potendo infatti lamentare che la proposta preveda un trattamento peggiore rispetto all'alternativa della liquidazione controllata.

<sup>54</sup> Un'altra fattispecie, anch'essa legata al tema del merito creditizio ma del tutto diversa rispetto a quella prevista dalla disciplina concorsuale, è quella del mendacio bancario prevista dall'art. 137, comma 2, t.u.b., del quale risponde l'amministratore della banca o il dipendente che in relazione alle attività di credito «consapevolmente omettono di segnalare dati o notizie di cui sono a conoscenza o utilizzano nella fase istruttoria notizie o dati falsi sulla costituzione o sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria del richiedente il fido».



pur potendo essere valorizzata a riprova dell'esistenza di un generale dovere dei soggetti di astenersi da atti che consentano al debitore di dissimulare il proprio dissesto<sup>55</sup>, non è certamente finalizzata alla sanzione della violazione degli obblighi di verifica del merito creditizio da parte del finanziatore, che anzi – salvo non ricorrano, sulla base delle regole generali, gli estremi per una sua imputazione a titolo di concorso<sup>56</sup> – assume di regola, come già accennato, il ruolo di persona offesa. Nel secondo caso, perché riguardante tutta una serie di situazioni tra le quali potrebbe sì rientrare anche l'ipotesi dell'aggravio della situazione patrimoniale in conseguenza del ritardo nell'avvio della procedura con il concorso della banca, responsabile di aver illegittimamente finanziato l'impresa insolvente<sup>57</sup>, ma senza che vi sia possibilità di argomentare che il reato in questione sia stato pensato e si regga sul necessario presupposto della violazione degli obblighi di verifica del merito creditizio da parte della banca.

La mancanza di specifici riferimenti a questo particolare tipo di violazione e, in ogni caso, di previsioni dalle quali potersi desumere una preferenza dell'ordinamento per una gestione concorsuale delle

---

<sup>55</sup> Cfr. A. NIGRO, *La responsabilità della banca per concessione «abusiva» di credito*, cit., 238, che dopo aver ricordato come la *ratio* di questa previsione penale sia da ravvisare nell'intento di proteggere i creditori dal pericolo di inadempimento del debitore a seguito del dissesto, osserva come alla base della norma vi sia una regola che riguarda anzitutto il debitore, imponendogli di non ricorrere al credito dissimulando le proprie effettive condizioni economiche, «ma che ben può essere dilatato fino a comprendere altresì un dovere da parte dei terzi di astenersi dal compiere atti che consentano al debitore di dissimulare il proprio stato di dissesto». Potendosi quindi agevolmente pervenire all'affermazione, su queste premesse, dell'antigiuridicità della condotta di chi, concedendo credito o magari con atti di altro genere comunque idonei all'artificioso mantenimento in vita dell'impresa, integri una «fattispecie di “concorso” nella violazione di un obbligo di comportamento posto a tutela della generalità dei creditori».

<sup>56</sup> Non potendosi in particolar modo escludere che il banchiere concorra alla dissimulazione del dissesto, rappresentando questa dissimulazione il tipico elemento costitutivo della fattispecie di reato (cfr. A. NIGRO, *La responsabilità delle banche nell'erogazione del credito alle imprese “in crisi”*, cit., 315, e ancora, con riferimento allo stesso Autore, quanto ricordato nella parte conclusiva della nota che precede).

<sup>57</sup> Cfr. Cass. pen., 1 dicembre 1999, n. 2126, in *Giur. it.*, 2002, 1259, con nota di S. VINCIGUERRA, che ha affermato il concorso in bancarotta preferenziale per simulazione di un titolo di prelazione del funzionario di banca per aver concesso a un imprenditore in stato di insolvenza un mutuo garantito da ipoteca, allo scopo di consentirgli di ripianare uno scoperto di pari entità in conto corrente.

conseguenze risarcitorie, naturalmente non equivale a dire che la violazione degli obblighi di verifica del merito creditizio dalla quale siano dipesi danni ai creditori rappresenti una circostanza irrilevante per la procedura. Neppure deve essere trascurato, tuttavia, che l'attribuzione al curatore di una legittimazione in rappresentanza dei creditori integra pur sempre una deroga ai principi generali, che l'assenza di indizi normativi dovrebbe suggerire di valutare con tutta la prudenza del caso.

5. *L'evoluzione della disciplina riguardante l'esercizio da parte del curatore delle azioni di responsabilità (...)*

Che l'ipotesi di una legittimazione del curatore sostitutiva di quella dei creditori danneggiati debba essere prudentemente valutata, del resto, sembra anche suggerito dai più recenti interventi normativi, i quali lascerebbero intendere il proposito del legislatore di delimitare le azioni di responsabilità rispetto alle quali riconoscere una legittimazione sostitutiva del curatore.

Un proposito di questo genere è in particolar modo riscontrabile riguardo alle azioni di responsabilità espressamente regolate dal diritto societario, la cui disciplina rappresenta un importante riferimento per lo studio e la comprensione del fenomeno delle azioni di massa e rispetto alle quali, come si sta per dire, è indubbio che la disciplina introdotta dal CCII abbia inteso delimitarne la portata. Invero, nella legge fallimentare la materia delle azioni di responsabilità era disciplinata dall'art. 146, comma 2, 1. fall., che nella sua originaria formulazione attribuiva al curatore la legittimazione all'esercizio dell'azione di responsabilità contro «gli amministratori, i sindaci, i direttori generali e i liquidatori a norma degli artt. 2393 e 2394 del c.c.». Successivamente, la riforma organica del diritto societario del 2003 ha inserito nella disciplina delle società per azioni l'art. 2394-*bis* cod. civ., in tal modo stabilendo che in caso di fallimento le azioni di responsabilità «previste dai precedenti articoli» (ovvero le azioni previste dagli artt. 2393 e 2394 cod. civ, nonché quella prevista a favore dei soci dall'art. 2393-*bis* cod. civ., aggiunto dalla riforma) spettano al

curatore<sup>58</sup>. Successivamente ancora, la riforma della disciplina fallimentare operata dal d.lgs. 5/2006 ha modificato l'art. 146, comma 2, l. fall., prevedendo una indistinta legittimazione del curatore a promuovere le azioni di responsabilità previste dalla legge contro «gli amministratori, i componenti degli organi di controllo, i direttori generali e i liquidatori» nonché quella contro «i soci della Società a responsabilità limitata nei casi previsti dall'art. 2476, comma settimo, del c.c.». In questo contesto, infine, è intervenuto l'art. 255 CCII, che ha modificato la previgente disciplina<sup>59</sup>, per un verso, non menzionando i legittimati passivi, per altro verso, indicando specificamente quali

---

<sup>58</sup> Riferibile anche alle società cooperative cui si applicano le disposizioni della società per azioni nonché alle società in accomandita per azioni, per effetto del richiamo operato dagli artt. 2519, comma 1, e 2454 cod. civ., e non espressamente estesa alle società a responsabilità limitata ed alle società cooperative cui si applicano le relative disposizioni, l'art. 2394-*bis* cod. civ. è stato reso applicabile, mediante vari richiami, anche nei confronti degli organi di gestione e di controllo previsti dai modelli di amministrazione dualistico e monistico, dei direttori generali e dei liquidatori.

<sup>59</sup> Oltre a delimitare le azioni di responsabilità esperibili dal curatore, nei termini di cui si sta per dire nel testo, l'art. 255 CCII ha modificato la previgente disciplina sul piano procedurale, in particolar modo prevedendo che il curatore debba essere «autorizzato ai sensi dell'art. 128, comma 2», e quindi dal solo giudice delegato e senza necessità del parere del comitato dei creditori. Tenuto però conto che le azioni di responsabilità potrebbero, e secondo altra tesi dovrebbero, essere menzionate nel programma di liquidazione previsto dall'art. 213 CCII, l'esclusione del coinvolgimento del comitato dei creditori non può esser dato per certo (sul rapporto, riguardo al ruolo del comitato dei creditori, tra le previsioni degli artt. 255 e 213 CCII, V. GIORGI, *Il diritto della crisi di impresa e dell'insolvenza dalla legge fallimentare al codice*, Padova, 2024, 589). Nella originaria formulazione l'art. 255 CCII aveva anche previsto che le azioni possono essere promosse o proseguite «anche separatamente», e quindi, secondo quanto riferito dalla relazione al d.lgs. 14/2019 «non più in forma necessariamente cumulativa, come ritenuto dalla giurisprudenza prevalente con riguardo alla disciplina in vigore». L'inciso è stato tuttavia eliminato dall'art. 32 del d.lg. 17 giugno 2022, n. 83, stando alla relazione illustrativa di quest'ultimo decreto per evitare il proliferare dei giudizi promossi dalle curatele e connesse inefficienze nella gestione delle procedure (con generale riferimento all'art. 255 CCII, A. NASTRI, *Commento all'art. 255*, in *Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, diretto da F. Di Marzio, Milano, 2022, 1266 ss.; G. D'ATTORRE, *La liquidazione giudiziale delle società e delle imprese collettive non societarie*, in *Fall.*, 2019, 1257 ss.; LO CASCIO, *Il codice della crisi di impresa e dell'insolvenza: considerazioni a prima lettura*, in *Fall.*, 2019, 275; G. FAUCEGLIA, *Il nuovo diritto della crisi e dell'insolvenza*<sup>3</sup>, Torino, 2022, 336).

azioni di responsabilità il curatore deve ritenersi legittimato ad esperire<sup>60</sup>, per altro verso ancora, inserendo quale previsione di chiusura che la legittimazione del curatore sussiste in relazione a «tutte le altre azioni di responsabilità che gli sono attribuite da singole disposizioni di legge».

Con quest'ultima previsione, stando a quanto anche esplicitato dalla relazione illustrativa del d.lgs. 14/2019, il legislatore avrebbe inteso chiarire che il curatore sarebbe legittimato ad esercitare «le (sole) azioni di responsabilità che (nel rispetto della riserva prevista dall'art. 81 c.p.c.) gli sono attribuite da singole disposizioni di legge, in tal modo superando l'incerta disposizione in vigore, che attribuisce al curatore la legittimazione ad esercitare “le azioni di responsabilità” senza altra precisazione». In altre parole, la previsione di chiusura dell'art. 255 CCII avrebbe inteso far emergere come il catalogo delle azioni esperibili dal curatore «debba intendersi come un *numerus clausus*»<sup>61</sup>, avendo in tal modo cercato di superare le incertezze interpretative nella definizione del perimetro delle azioni esercitabili dal curatore<sup>62</sup>.

Affermando che le azioni di responsabilità esperibili dal curatore sarebbero solo quelle espressamente previste dal legislatore, l'art. 255 CCII sembrerebbe peraltro aver dato seguito alla visione di quella dottrina che, occupandosi delle ragioni dell'attribuzione al curatore della legittimazione all'esercizio della azione di responsabilità verso i creditori disciplinata dall'art. 2394 cod. civ., ritiene questa attribuzione il risultato di una «precisa scelta del legislatore»<sup>63</sup> piuttosto che la

---

<sup>60</sup> Le azioni di responsabilità che l'art. 255 CCII attribuisce specificamente al curatore sono a) le azioni risarcitorie in favore della società (artt. 2392 e 2393 cod. civ.), b) le azioni dei creditori sociali (artt. 2394 e 2476, comma 6, cod. civ.); c) l'azione prevista dall'art. 2476, comma 8, cod. civ., nei confronti dei soci di società a responsabilità limitata che abbiano intenzionalmente deciso o autorizzato il compimento di atti dannosi; d) l'azione prevista dall'art. 2497, comma 4, cod. civ., spettante ai creditori di società soggetta ad altrui direzione e coordinamento.

<sup>61</sup> G. FAUCEGLIA, *Il nuovo diritto della crisi e dell'insolvenza*<sup>3</sup>, cit., 336.

<sup>62</sup> Cfr. A. NASTRI, *Commento all'art. 255*, cit., 1271.

<sup>63</sup> Cfr. G. DONGIACOMO, *Il giudizio di responsabilità nei confronti degli amministratori di società di capitali*<sup>2</sup>, Milano, 2024, 419, e così anche nella precedente edizione del 2020, 387. V. anche G. FAUCEGLIA, *Commento all'art. 146*, in *Il nuovo diritto fallimentare*, diretto da A. Jorio e coordinato da M. Fabiani, Bologna, 2007, II, 2144, che spiega la «scelta» di trasferire la legittimazione al curatore menzionando i propositi di una diversa finalizzazione dell'azione,

naturale conseguenza dei principi della concorsualità. La legittimazione del curatore ad agire in rappresentanza dei creditori non potrebbe infatti derivare dal divieto di azioni esecutive e cautelari individuali, previsto in passato dall'art. 51 l. fall. e oggi dall'art. 150 CCII, non foss'altro perché questo divieto riguarda i soli beni della società e non anche i beni dei terzi<sup>64</sup>. Di regola, inoltre, il curatore non ha il potere di rappresentare in giudizio i diritti dei creditori sociali, che in conformità a quanto previsto dall'art. 81 cod. proc. civ. mantengono la titolarità dell'azione con la sola esclusione delle ipotesi espressamente previste<sup>65</sup>. Né la legittimazione potrebbe discendere dallo spossessamento, salvo non voler attribuire all'azione di responsabilità verso i creditori natura surrogatoria dell'azione di responsabilità sociale, nel qual caso potrebbe dirsi, in effetti, che poiché a seguito della liquidazione giudiziale il debitore perderebbe la propria legittimazione di conseguenza neppure i creditori potrebbero poi agire (in surrogatoria) al suo posto<sup>66</sup>.

Dietro la legittimazione del curatore all'esercizio di un'azione di responsabilità, insomma, non vi sarebbe altro se non una discrezionale valutazione del legislatore, sorretta da ragioni eventualmente diverse tra di loro (e che nel caso dell'azione prevista dall'art. 2394 cod. civ.

---

«considerata non più diretta a reintegrare il patrimonio dei singoli creditori, ma ad aumentare la massa attiva del fallimento».

<sup>64</sup> Sicché, ad esempio, un'azione contro gli amministratori o gli organi di controllo, in quanto terzi rispetto alla società, non sarebbe preclusa dal divieto di azioni esecutive individuali contro la società.

<sup>65</sup> Sulle previsioni dell'art. 81 cod. proc. civ., v. anche *supra* il paragrafo 1 e ivi la nota 6.

<sup>66</sup> Superato il precedente orientamento (Cass., 27 novembre 1982, n. 6431; Cass., 14 dicembre 1991, n. 13498; Cass. 28 febbraio 1998, n. 2251), oramai la giurisprudenza propende per la natura autonoma dell'azione di responsabilità verso i creditori: Cass., 12 giugno 2007, n. 13765; Cass., 28 gennaio 2005, n. 1812; Cass., 6 dicembre 2000, n. 15487; Cass., 28 maggio 1998, n. 5287; Cass., 22 ottobre 1998, n. 10488. In dottrina, a favore della natura autonoma, F. GUERRERA, *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali*, Torino, 2004, 247 ss.; L. SAMBUCCI, *Commento all'art. 2394*, in *Società di capitali*, commentario a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, II, Napoli, 2004, II, 705; F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a.*, Milano, 2014, 208 ss.; G.M. BUTA, *Commento all'art. 2394*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Milano, 2016, 1440; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. 2 Diritto delle società*<sup>10</sup>, a cura di M. Campobasso, Torino, 2020, 391.

potrebbero essere ricercate, ad esempio, nel proposito di assicurare alla massa dei creditori una tutela rafforzata preservando al contempo la *par conditio*<sup>67</sup>).

6. (Segue): *e la dubbio portata del numerus clausus introdotto dall'art. 255 CCII.*

Che l'attribuzione al curatore della legittimazione ad esercitare le azioni di responsabilità verso i creditori sociali presupponga una discrezionale scelta del legislatore, e che, come l'art. 255 CCII ha ora chiarito, le azioni di responsabilità esperibili dal curatore siano solo quelle rispetto alle quali questa scelta del legislatore sia stata esplicitata, non equivale però ad aver risolto ogni interrogativo in merito a tutte le ipotetiche azioni di responsabilità astrattamente esperibili dal curatore. Per quanto sia certo che l'art. 255 CCII abbia inteso limitare i poteri di rappresentanza del curatore alle sole ipotesi espressamente previste, resta infatti da precisare quale sia l'effettivo ambito di applicazione di questa norma. A tal fine dovendosi chiarire, in particolare, se la limitazione ivi prevista debba riferirsi a qualsiasi azione di responsabilità nei confronti di qualsiasi destinatario, come talvolta la dottrina sembrerebbe ritenere<sup>68</sup>, o se invece la limitazione in discorso riguardi unicamente le azioni esperibili nei confronti di ben determinati soggetti.

Per meglio comprendere quanto appena riferito è il caso di ricordare nuovamente che, nella legge fallimentare le azioni di responsabilità

---

<sup>67</sup> Le ragioni riguardanti il rafforzamento della tutela della massa dei creditori si rinvengono chiaramente espone in Cass., 22 ottobre 1998, n. 10488, ove si osserva, tra l'altro, che la sostituzione della legittimazione del curatore a quella dei creditori sociali «rappresenta frutto di una scelta del legislatore volta ad assicurare alla curatela un maggior livello di tutela». Che la legittimazione esclusiva del curatore favorisca anche il rispetto della *par conditio* è invece desumibile, tra l'altro, dal fatto che la predetta esclusività non consente ai singoli creditori di aggredire il patrimonio dei soggetti responsabili, ciò assicurando la paritetica soddisfazione dei creditori (G. DONGIACOMO, *Il giudizio di responsabilità nei confronti degli amministratori di società di capitali*<sup>2</sup>, cit., 421).

<sup>68</sup> Cfr. F. DIMUNDO, *Le azioni di responsabilità nelle procedure concorsuali*, Milano, 2019, 78, che considera la previsione dell'art. 255 CCII indicativa della volontà del legislatore di non riconoscere al curatore «un generalizzato potere di rappresentanza dei creditori del fallito».

esperibili dal curatore erano disciplinate dall'art. 146, il quale delimitava il proprio ambito di applicazione indicando i soggetti passivi delle azioni di responsabilità esperibili dal curatore, espressamente identificandoli con gli amministratori, i componenti degli organi di controllo, i direttori generali, i liquidatori ed i soci di società a responsabilità limitata responsabili di aver deciso o autorizzato atti dannosi. A differenza dell'art. 146 l. fall, invece, l'art. 255 CCII non individua più i soggetti contro i quali il curatore può agire, e questo, stando alla relazione illustrativa, «onde evitare questioni di più o meno vasta area di differente applicazione soggettiva». Dal che la necessità di capire, come già fatto cenno, se la norma – e quindi, per quanto qui interessa, la previsione secondo cui la legittimazione del curatore sussisterebbe nei soli casi di una sua espressa attribuzione da parte della legge – debba riferirsi a qualsiasi azione nei confronti di qualsiasi soggetto, come l'eliminazione di riferimenti soggettivi lascerebbe intendere e come la stessa relazione illustrativa suggerirebbe, o se invece delimitazioni soggettive debbano dirsi ancora sussistenti per effetto dell'interpretazione, che in particolar modo potrebbe indurre a dire che l'art. 255 CCII riguarderebbe in realtà le sole azioni di natura strettamente societaria.

In effetti, a favore di questa interpretazione potrebbero deporre vari elementi, quali in particolare il rapporto con la norma della quale l'art. 255 CCII ha preso il posto, che come detto menzionava espressamente i soggetti passivi identificandoli con i gestori, i controllori ed i soci della società; la collocazione della norma, facente parte del capo disciplinante la liquidazione giudiziale delle società; la natura delle azioni espressamente menzionate dalla norma, tutte di natura prettamente societaria.

Dando per buona questa interpretazione si potrebbe a quel punto dire che il *numerus clausus* introdotto dall'art. 255 CCII andrebbe riferito alle sole azioni di responsabilità di natura strettamente societaria e che lo stesso, pertanto, non escluderebbe che altre azioni di responsabilità, pur non espressamente previste, possano comunque essere esercitate dal curatore contro soggetti esterni alla società, quali, secondo esempi già fatti<sup>69</sup>, il revisore legale dei conti, l'attestatore e la banca, salvo

---

<sup>69</sup> V. *supra*, nota 11.

naturalmente verificare il ricorrere dei presupposti indispensabili per poter qualificare l'azione in termini di "azione di massa".

A mettere in crisi questa ricostruzione potrebbe essere però la relazione illustrativa del d.lgs.14/2019 lì dove, nel menzionare i soggetti passivi delle azioni previste dall'art. 255 CCII, affianco ai gestori, i controllori ed i soci della società, indica i «revisori contabili»<sup>70</sup> ma non anche i soggetti responsabili di erogazione abusiva del credito. Questa espressa menzione dei revisori potrebbe infatti voler dire che, nelle logiche del legislatore, l'art. 255 CCII riguarderebbe qualsiasi tipo di azione di responsabilità e non solo quelle di natura strettamente societaria, valendo perciò il *numerus clausus* nei confronti di qualsivoglia soggetto passivo. La qual cosa, equivalendo ad ammettere la portata generalizzata della riserva di legge prevista dalla norma, porterebbe ad escludere l'esperibilità da parte del curatore dell'azione contro la banca<sup>71</sup>.

Chi non condividesse la conclusione, tuttavia, avrebbe agio nel dire che il ragionamento attribuisce un peso eccessivo ai contenuti della relazione illustrativa, non tanto perché alle relazioni alle leggi non è

---

<sup>70</sup> Stando alla relazione illustrativa, soggetti interessati dalle azioni del curatore sarebbero in particolar modo «gli amministratori (artt. 2392, 2393, 2394, 2485, 2486 c.c.), i liquidatori (art. 2489 c.c.), i sindaci (artt. 2407 e 2477 c.c.), i revisori contabili (art. 15 del d.lgs. n. 39 del 2010) ed i direttori generali (art. 2396 c.c.) della società in liquidazione giudiziale, nonché i soci della società a responsabilità limitata che abbiano intenzionalmente deciso o autorizzato l'atto di mala gestio degli amministratori della società in liquidazione giudiziale (art. 2476, settimo comma, c.c.) ed i soggetti ai quali le predette norme si applicano, come i componenti del consiglio di gestione o del consiglio di sorveglianza nel sistema dualistico (artt. 2409-decies e art. 2409-undecies c.c.) ed i componenti del consiglio di amministrazione del sistema monistico (art. 2409-noviesdecies, primo comma, c.c.). La disposizione in esame, inoltre, attribuisce al curatore della liquidazione giudiziale della società soggetta ad altrui direzione e coordinamento la legittimazione ad esercitare l'azione attribuita ai relativi creditori dall'art. 2497, quarto comma, c.c.».

<sup>71</sup> Senza mettere in conto l'ipotesi di un'interpretazione dell'art. 255 CCII limitata all'ambito strettamente societario, e assumendo quindi l'applicabilità della norma a tutte le azioni di responsabilità astrattamente esperibili dal curatore, sembra giungere a questa conclusione F. DIMUNDO, *Le azioni di responsabilità nelle procedure concorsuali*, cit., 78, il quale, ritenendo l'introduzione della norma «destinata a condizionare negativamente anche il dibattito relativo alle azioni risarcitorie contro la banca per abusiva concessione del credito», alla luce della riserva di legge ha escluso la possibilità di desumere in favore del curatore «un generale potere di rappresentanza della massa dei creditori».



possibile riconoscere un determinante valore interpretativo<sup>72</sup>, quanto piuttosto per il fatto che non è chiaro perché mai, a fronte di azioni di pari rilevanza<sup>73</sup> e che si atteggiavano allo stesso modo rispetto al problema della legittimazione del curatore, la relazione abbia menzionato una tacendo sull'altra.

Invero, entrambe riferibili a soggetti esterni alla società ed accomunate dal fatto di non essere espressamente previste dalla legge, le azioni del curatore contro i revisori e contro la banca si atteggiavano nello stesso modo sia nel caso della responsabilità verso la società, pacificamente regolata rispetto ad entrambe le azioni dall'art. 142 CCII nelle forme del subentro del curatore nella posizione del debitore, che nell'ipotesi della responsabilità verso i creditori, la comunanza dipendendo questa volta dai dubbi di proponibilità. Invero, i dubbi di proponibilità da parte del curatore delle azioni di responsabilità in rappresentanza dei creditori, dei quali sino ad ora si è detto con riferimento alle iniziative contro la banca, non sono meno evidenti per ciò che riguarda le azioni contro il revisore. A quest'ultimo riguardo, in particolare, è noto che inizialmente la disciplina non comprendeva alcun riferimento alla possibilità di azioni di responsabilità contro i revisori da parte dei creditori sociali, mentre l'indiretto riferimento operato dagli artt. 2409-*sexies* cod. civ. e dal modificato art. 164 t.u.f. mediante rimando all'art. 2407 cod. civ., è venuto meno al momento

---

<sup>72</sup> Che la relazione illustrativa, come in generale i lavori preparatori, non possa sovrapporsi alla volontà obiettivamente espressa dalla legge, e che la stessa possa essere solo utilizzata, unitamente ad altri criteri interpretativi, per chiarire una disposizione ambigua, è principio pacificamente riconosciuto (cfr., tra le altre, Cass., 21 giugno 1997, 5569, ove si ricorda che «ai lavori preparatori non può riconoscersi un peso determinante nel procedimento di interpretazione delle leggi, non potendo essi sovrapporsi alla volontà della legge quale consacrata ed obiettivata nel testo della legge stessa e quale desumibile dal significato proprio delle parole usate». V. anche, più di recente, Cass., Sez. un., 2 febbraio 2016, n. 1914; Cons. Stato, 16 novembre 2021, n. 7618. In dottrina, N. LUPO, *Alla ricerca della motivazione delle leggi: le relazioni ai progetti di legge in parlamento*, in *Osservatorio sulle fonti 2000*, a cura di U. De Siervo, Torino, 2000, 67 ss.; M. CLARICH, *I materiali della legge nel giudizio amministrativo*, in [www.giustizia-amministrativa.it](http://www.giustizia-amministrativa.it)).

<sup>73</sup> A rendere i due tipi di azioni di pari rilevanza è la loro comune idoneità a soddisfare le aspettative dei creditori, ai quali – soprattutto a seguito della drastica limitazione dei margini di esperibilità delle azioni revocatorie – spesso non rimane altro che confidare nelle azioni risarcitorie, tra le quali senz'altro primeggiano quelle contro le banche e i revisori, a motivo delle loro note *deep pockets*.

della formulazione dell'attuale art. 15 del d.lgs. 39/2010<sup>74</sup>. Ristrutturando la disciplina della responsabilità del revisore, l'art. 15 ha infatti eliminato il riferimento all'art. 2407 cod. civ., riproponendo così l'originaria incertezza in merito alla esperibilità contro i revisori dell'azione di responsabilità da parte anche dei creditori sociali per inosservanza degli obblighi di conservazione del patrimonio sociale<sup>75</sup>. Fino al punto che, parte della dottrina ha ritenuto che con l'art. 15 la possibilità di agire contro i revisori sarebbe venuta meno<sup>76</sup>.

---

<sup>74</sup> Per rendere più chiaro quanto accennato nel testo può essere utile ricordare che, all'inizio, l'art. 12 del d.p.r. 136/1975 e successivamente l'art. 164 t.u.f. non menzionavano i creditori sociali tra i soggetti nei cui confronti gli stessi potevano essere ritenuti responsabili. Inoltre, anche l'art. 2409-*sexies* cod. civ., nell'introdurre la disciplina riguardante la responsabilità dei soggetti incaricati del controllo contabile, pur avendo aggiunto alle responsabilità già in precedenza menzionate dall'art. 164 t.u.f. e prima ancora dall'art. 12 del d.p.r. 136/1975 (vale dire quelle verso la «società che ha conferito l'incarico» e verso i «terzi») la responsabilità verso i «soci», aveva continuato a non fare parola dei creditori sociali. Una mancata menzione che aveva fatto dubitare della possibilità di intraprendere contro i revisori l'azione di responsabilità verso i creditori nei casi di violazione dei doveri di conservazione dell'integrità del patrimonio sociale. Con la riforma del diritto societario la questione era stata invece risolta grazie al rimando, da parte dell'art. 2409-*sexies* cod. civ. e del modificato art. 164 t.u.f., all'art. 2407 cod. civ., che con riguardo ai sindaci consente – tra l'altro – l'esercizio dell'azione di responsabilità verso i creditori ed il cui richiamo era stato perciò inteso come espressione della volontà legislativa di consentire ai creditori di agire anche contro i revisori (cfr. C. SACCO, *Commento all'art. 2409-sexies*, in *Commentario delle società*, a cura di G. GRIPPO, tomo I, Torino, 2009, 639; G. DI CECCO, *Commento all'art. 2409-sexies*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 2003, 655; M. MAGGIOLINO, *Commento all'art. 2409-sexies*, in *Collegio sindacale. Controllo contabile*, a cura di F. Ghezzi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, Milano, 2005, 619; S. FORTUNATO, *Commento all'art. 2409-sexies*, in *Società di capitali*, commentario a cura di G. Grippo e A. Stagno D'Alcontres, Napoli, 2004, 851). Con l'art. 15 del d.lgs. 39/2010, come riferito nel testo, questo rimando all'art. 2407 cod. civ. è però venuto meno.

<sup>75</sup> Cfr. G.M. BUTA, *Commento all'art. 15*, in *La revisione legale dei conti annuali e dei conti consolidati*, a cura di N. De Luca, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2011, 172, che riferendosi all'eliminazione da parte dell'art. 15, d.lgs. 39/2010, del rimando all'art. 2407 cod. civ. ha considerato la questione della esperibilità dell'azione contro il revisore da parte dei creditori essersi riproposta in termini «pressoché analoghi rispetto alla disciplina precedente al 2003».

<sup>76</sup> Cfr. P. GIUDICI, *La responsabilità civile del revisore legale*, in *Società*, 2010, 38, che ha ritenuto che non ci sarebbe più spazio «per l'azione dei creditori sociali fondata sull'art. 2394 c.c.». La mancanza di riferimenti ai creditori sociali ed il

Stante dunque l'incertezza in merito all'esperibilità da parte degli stessi creditori e tenendo conto che nessuna norma legittima espressamente il curatore ad agire contro i revisori, la circostanza che la relazione illustrativa abbia invece menzionato questi ultimi, e non anche la banca, come possibili destinatari delle azioni di responsabilità previste dall'art. 255 CCII, sembrerebbe quindi senza giustificazione<sup>77</sup>. Salvo a non voler ritenere che il legislatore abbia inteso riferire l'art. 255 CCII alle sole azioni di natura strettamente societaria e che nel fare ciò i revisori legali siano stati considerati, del tutto impropriamente<sup>78</sup>,

---

mancato richiamo dell'art. 2394 cod. civ. è anche sottolineato da P.G. JAEGER - F. DENOZZA - A. TOFFOLETTO, *Appunti di diritto commerciale*, Milano, 2019, 470. In argomento, e per dubbi in merito all'esperibilità dell'azione di responsabilità prevista dall'art. 2394 cod. civ. contro i revisori, v. anche S. AMBROSINI, *La revisione legale dei conti*, in *Le società azionarie*, di N. Abriani, S. Ambrosini, O. Cagnasso e P. Montalenti, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, vol. 4, Padova, 2010, 814, nonché da M. SPIOTTA, *La responsabilità civile del revisore legale in base all'art. 15 del d.lgs. 39/2010*, in *Giur. comm.*, I, 711. Sulla necessità di una ricostruzione unitaria del problema considerando anche la disciplina della responsabilità verso i terzi e i soci e la necessaria contemporanea applicazione o disapplicazione, nei confronti anche del revisore, della disciplina di cui agli artt. 2394 e 2395 cod. civ., F. SALERNO, *La responsabilità del revisore tra nuove incertezze e vecchi problemi*, in *Riv. soc.*, 2013, 997 ss.

<sup>77</sup> E lo stesso dovrebbe dirsi anche qualora, come pure non è da escludere, il riferimento al revisore si sia avuto pensando alla sola azione di responsabilità verso la società, che come già ricordato il curatore è legittimato ad esperire per effetto del subentro nella posizione del debitore. Anche in tal caso il mancato riferimento all'azione contro la banca rimarrebbe infatti senza evidente giustificazione, dal momento che anche nel caso della banca, non meno pacificamente che nel caso del revisore, il curatore sarebbe legittimato a prendere il posto del debitore ai sensi dell'art. 142 CCII.

<sup>78</sup> Per quanto si rinvengano derive interpretative volte ad assimilare i revisori legali agli organi di controllo, da ciò facendone tra l'altro discendere la legittimazione del curatore ad esperire tanto l'azione contrattuale spettante alla società quanto quella extracontrattuale rispetto alla responsabilità verso i creditori (cfr. Trib. Bologna, 12 dicembre 2019, n. 2651, in Banca dati *One Legale*, che con riferimento alle previsioni dell'art. 146, comma 2, lett. b), ha ritenuto che «l'ampia nozione di organi di controllo non può essere circoscritta solamente ai componenti dell'organo sindacale ma, tenuto conto della attività espletata, può ragionevolmente essere estesa ai revisori, in quanto soggetti deputati al controllo contabile della società»), l'interpretazione del tutto prevalente tende a differenziare in maniera netta il revisore rispetto all'organo di controllo, dando in particolar modo per assunta la sua posizione di terzietà rispetto alla società, seppur oscillando, riguardo alla natura giuridica dell'attività svolta soprattutto dalle società di revisione, tra la tesi del rapporto con prevalente

come soggetti societari in quanto assimilabili agli organi interni di controllo.

Insomma, quale sia il significato da attribuire alle previsioni introdotte dall'art. 255 CCII, ed in particolare alla limitazione prevista dalla sua lett. e), non è chiaro, né ai fini della comprensione di questo significato vanno sopravvalutati i contenuti della relazione illustrativa. Sicché, se per un verso non può dirsi certo che tutte le azioni di responsabilità non espressamente previste siano divenute improponibili da parte del curatore, potendosi sostenere che il *numerus clausus* introdotto dall'art. 255 CCII andrebbe ristretto alla sole azioni di stampo strettamente societario, per altro verso neppure può escludersi che questa norma abbia inteso negare in modo generalizzato la legittimazione del curatore senza possibilità di sopperire alla mancanza di una previsione di legge richiamando la categoria delle azioni di massa. In tal senso, che le azioni di responsabilità spettanti ai creditori non si trasferirebbero cioè agli organi della procedura, sembrerebbe del resto anche deporre la disciplina del concordato preventivo, e specificamente l'art. 115, comma 3, CCII<sup>79</sup>, in base al quale – in pendenza della procedura e nel corso della sua esecuzione – ciascun

---

connotazione professionale (M. BUSSOLETTI, *Le società di revisione*, Milano, 1985, 304 ss.), dell'appalto (P. MONTALENTI, *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV, Padova, 2004, 314), del mandato (M. NUZZO, *Commento all'art. 164*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, II, Padova, 1998, 1506) e del contratto con sue tipiche connotazioni (S. AMBROSINI, *La revisione legale dei conti*, cit., 812). Che i revisori non facciano parte degli organi di controllo e che pertanto le azioni di responsabilità nei loro confronti non vadano trattate alla stregua di quelle contro gli organi sociali, è evidenziato in L. CALVOSA - G. GIANNELLI - A. PACIELLO - R. ROSAPEPE (a cura di), *Diritto fallimentare. Manuale breve*<sup>3</sup>, Milano, 2017, 276).

<sup>79</sup> Il comma fa parte di un articolo riguardante il concordato liquidatorio con cessione dei beni, ma la previsione, secondo una interpretazione rinvenibile in dottrina, potrebbe essere ritenuta valida riguardo anche ad altri tipi di concordato (A. AUDINO, *Commento all'art. 115*, in *Commentario breve alle leggi su Crisi d'impresa ed insolvenza*<sup>7</sup>, diretto da A. Maffei Alberti, Milano, 2023, 839). Sui profili di legittimazione all'esercizio dell'azione di responsabilità verso i creditori nell'ambito del concordato preventivo, a seguito del CCII, v. M. FABIANI, *Le azioni di responsabilità nel concordato preventivo con cessione dei beni: la transizione dalla legge fallimentare al codice della crisi*, cit., 1539 ss.; ID, *L'azione dei creditori sociali nella s.r.l. dopo il Codice della crisi*, in *Diritto della crisi*, 31 dicembre 2020, 29 ss.; F. DIMUNDO, *Le azioni di responsabilità nelle procedure concorsuali*, cit., 80.

creditore sociale conserva «la legittimazione a esercitare o proseguire l'azione di responsabilità prevista dall'art. 2394 del codice civile». Introdotta per risolvere una questione in passato discussa<sup>80</sup>, la lettura di questa norma potrebbe infatti supportare l'idea che, anche quando avviata da una procedura concorsuale, la legittimazione all'esercizio delle azioni di responsabilità verso i creditori rimane comunque in capo a questi ultimi<sup>81</sup>.

*7. La possibile diversità delle conseguenze dell'indebito finanziamento nei confronti dei creditori del debitore insolvente.*

Così chiarito che la mancanza di utili riferimenti e la stessa evoluzione normativa suggeriscono prudenza rispetto all'ipotesi di una legittimazione del curatore in rappresentanza dei creditori, rimane a

---

<sup>80</sup> Nel vigore della legge fallimentare, una volta ammessa l'esperibilità in caso di concordato preventivo dell'azione di responsabilità da parte dei creditori (A. BONSIGNORI, *Del concordato preventivo*, in *Commentario Scialoja-Branca. Legge fallimentare*, a cura di F. Bricola, F. Galgano e G. Santini, Bologna-Roma, 1979, 480 ss.), si era infatti discusso se detta azione dovesse rimanere nel patrimonio dei creditori sociali o passare invece al liquidatore giudiziale; avendo la dottrina da parte sua ritenuto il trasferimento dell'azione al liquidatore impedito dalla mancanza di una previsione di legge in grado di superare i limiti imposti dall'art. 81 cod. proc. civ. (G. D'ATTORRE, *Le azioni di responsabilità nel concordato preventivo*, in *Riv. soc.*, 2015, 32; I. POLLASTRO, *Responsabilità degli amministratori nel concordato preventivo*, in *Giur. it.*, 2017, 400; A. ZANARDO, *Le azioni di responsabilità nel concordato preventivo*, Torino, 2018, 138; M. FABIANI, *Le azioni di responsabilità nel concordato preventivo con cessione dei beni: la transizione dalla legge fallimentare al codice della crisi*, cit., 1537. Nel senso che nelle situazioni di crisi della società la legittimazione dovrebbe spettare ad un soggetto terzo, se del caso all'uopo nominato, Trib. Roma, 20 gennaio 1996, in *Società*, 1996, 913 ss., con commento di C. CARDARELLI, *Azione di responsabilità: legittimazione del liquidatore "ad acta" e volontà sociale*. Per altri riferimenti, V. LENOCI, *Commento all'art. 115*, in *Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, diretto da F. Di Marzio, Milano, 2022, 525).

<sup>81</sup> V. però anche la differente proposta di R. DEL PORTO, *Brevi note in tema di legittimazione attiva del curatore: le azioni di massa come regola "di sistema"*, cit., 142, il quale, pur definendola «quasi provocatoria», si spinge in una interpretazione stando alla quale per il legislatore le azioni di massa sarebbero «naturalmente affidate alla legittimazione del curatore (o del liquidatore giudiziale): potrebbe quindi ritenersi che il legislatore abbia ritenuto necessaria una norma *ad hoc* per derogare a tale regola "di sistema" e prevedere che l'azione dei creditori sociali resti, nell'ambito del concordato per cessione dei beni, agli stessi creditori proprio in forza di tale espressa previsione».

questo punto da dire che a far dubitare di questa legittimazione potrebbero essere anche le dubbie implicazioni dal punto di vista degli interessi dei soggetti coinvolti.

Per meglio cogliere la portata di quanto appena detto, vale la pena premettere che, ovviando alla circostanza che le conseguenze della abusiva erogazione del credito sono di difficile standardizzazione, sino al punto da neppure potersi dare per scontato che la violazione dei doveri del *bonus argentarius* implichi necessariamente un danno<sup>82</sup>,

---

<sup>82</sup> Difatti, se per un verso è vero che il sostegno all'impresa che non versi in stato di equilibrio produttivo comporti, di solito, negative conseguenze, non foss'altro perché lo stato in cui versa l'impresa insolvente non consente un impiego delle somme tale da assicurare la realizzazione di un utile sufficiente a coprire anche i costi del prestito, non può tuttavia dubitarsi che questa regola possa conoscere eccezioni, rendendosi perciò necessario verificare caso per caso. Stando ad una condivisibile interpretazione, il finanziamento ad un'impresa insolvente andrebbe infatti considerato alla stregua di un fatto neutro, da valutarsi in concreto, nella consapevolezza che le somme erogate, come spesso accade, potrebbero essere impiegate per il pagamento di scadenze a breve (utile a solo ritardare l'interruzione dell'attività, con inevitabile aggravio della situazione patrimoniale) ma senza potersi escludere l'eventualità di usi proficui, al riguardo potendosi immaginare, ad esempio, il caso del finanziamento che venga utilizzato per il salvataggio di beni aziendali strategici; o quello dell'esercizio di un'opzione in scadenza riguardante l'acquisto di un bene a condizioni particolarmente vantaggiose; o dell'adempimento di un'obbligazione altrimenti implicante una penale particolarmente gravosa; o per la salvaguardia di un valore aziendale che altrimenti sarebbe andato perso, in tutti questi casi l'aggravio del passivo potendo essere compensato dall'incremento dell'attivo, in misura uguale o magari superiore all'ammontare del nuovo debito. Né potrebbe obiettarsi – io credo – che non sarebbe possibile accertare quale sia stato l'effettivo impiego di un determinato finanziamento in ragione della fungibilità del danaro, il problema essendo evidentemente risolvibile sulla base di semplici presunzioni, verificando cioè la liquidità nella disponibilità dell'impresa, i pagamenti dalla stessa effettuati nel tempo e le eventuali operazioni proficue eventualmente poste in essere successivamente al finanziamento e la cui realizzazione non sarebbe stata altrimenti possibile (sull'opportunità di verifiche in concreto in merito all'uso del finanziamento, Trib. Monza, 31 luglio 2007, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2009, II, 375 ss., con nota di commento di F. DI MARZIO. V. poi anche App. Milano, 11 maggio 2004, *ivi*, 2004, II, 643 ss., nonché in dottrina, L. STANGHELLINI, *Il credito «irresponsabile» alle imprese e ai privati: profili generali e tecniche di tutela*, cit., 401. Sulla possibilità di erogazioni non necessariamente dannose per il patrimonio dell'impresa, in ragione della proficuità dell'impiego, cfr. G. FAUCEGLIA, *Abusiva concessione di credito e legittimazione attiva del curatore: intervengono le sezioni unite*, cit., 649, N. RASCIO, *La legittimazione attiva alle azioni risarcitorie del curatore nel fallimento*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 162, e M. VITIELLO, *Il danno*

l'orientamento che riconosce al curatore la legittimazione ad agire contro la banca è stato netto nel dare unicamente spazio, quale sola rilevante tipologia di danno, all'aggravio del dissesto in conseguenza dell'indebita prosecuzione dell'attività di impresa: questa delimitazione emergendo in modo chiaro – in particolare e tra l'altro – lì dove al curatore è richiesto di dimostrare il rapporto di causalità della condotta della banca con il «danno-evento, dato dalla prosecuzione dell'attività d'impresa in perdita» da cui sia derivato il «danno conseguenza, rappresentato dall'aumento del dissesto»<sup>83</sup>. In altre parole, solo quanto andato perduto a seguito dell'indebito prosieguo dell'impresa andrebbe recuperato dal curatore, e l'importo così ottenuto interamente acquisito alla massa a reintegrazione del patrimonio.

Questa impostazione, forse troppo semplificativa, oltre a non considerare che le conseguenze dell'indebito finanziamento non sono necessaria funzione del prosieguo dell'attività, non mette però affatto in conto la possibile diversità di effetti nei confronti dei creditori. Un'eventualità, quest'ultima, che dopo essere stata colta – lo si è già accennato – dalla stessa Suprema Corte<sup>84</sup> è stata poi ben descritta dalla dottrina, che ha in particolar modo spiegato come, se da un lato la rinvenibilità di un danno dipendente dalla minore percentuale di soddisfacimento, espressivo di un «minimo comune denominatore»,

---

*risarcibile nelle azioni di responsabilità della curatela, ivi, 169. Escludono la dannosità del finanziamento A. CASTIELLO D'ANTONIO, *Il rischio per le banche nel finanziamento delle imprese in difficoltà: la concessione abusiva del credito*, in *Dir. fall.*, 1995, I, 253 ss.; G. LO CASCIO, *Iniziativa giudiziarie del curatore fallimentare nei confronti delle banche*, in *Fall.*, 2002, 1182 ss.; in giurisprudenza, App. Bari, 18 febbraio 2003, ivi, 2004, 427. In senso opposto, B. INZITARI, *L'abusiva concessione di credito: pregiudizio per i creditori e per il patrimonio del destinatario del credito*, in *Società*, 2007, 462 ss.; P. PISCITELLO, *Concessione abusiva del credito e patrimonio dell'imprenditore*, in *Riv. dir. civ.*, I, 2010, 667 ss.).*

<sup>83</sup> Cfr. Cass. 18610/2021, le cui previsioni, per quanto molto chiare nel richiedere la dimostrazione del rapporto di causalità, non mancano tuttavia di suscitare qualche incertezza nella misura in cui non si occupano di rilevanti aspetti quali in particolar modo quelli riguardanti il profilo psicologico. Ove si ritenesse, ad esempio, che alla banca non dovrebbe essere imputato il danno nel caso di un finanziamento destinato ad una finalità ragionevolmente vantaggiosa ma di fatto poi utilizzato diversamente da come concordato, andrebbe difatti anche chiarito in che modo l'onere della prova dovrebbe investire quest'aspetto.

<sup>84</sup> Cfr., ancora, Cass. 18610/2021, in particolar modo il § 3.6.2., già menzionato *supra* nella parte finale del paragrafo 2.

sarebbe di per sé sufficiente a giustificare l'esercizio dell'azione di massa, dall'altro non si può tuttavia escludere che alcuni creditori possano aver risentito un danno ulteriore, come ad esempio nel caso del «creditore successivo che ha fatto incolpevolmente (alla luce delle sue caratteristiche e delle informazioni di cui disponeva/avrebbe potuto disporre) affidamento sull'apparenza di solvibilità ingenerata dal credito abusivo»<sup>85</sup>.

Ammesso, quindi, che i danni potrebbero essere diversi e dato per scontato che l'integrale attribuzione alla massa dell'importo acquisito lascerebbe insoddisfatti i danni ulteriori, rimane allora da verificare se sia possibile un concorso tra azioni di pertinenza della massa ed azioni a legittimazione individuale<sup>86</sup>. Dovendosi in particolar modo capire se la questione non sia risolvibile mediante una duplicità di azioni, nel

---

<sup>85</sup> Cfr. R. SACCHI, *Sulla responsabilità della banca per abusiva concessione del credito*, cit., 1200, ove anche argomentazioni ed esemplificazioni della possibile rinvenibilità di danni ulteriori.

<sup>86</sup> Se pur rispetto a situazione del tutto diversa da quella in esame, ove il danno riguarda unicamente i creditori, differentemente danneggiati, un esempio di possibile concorso tra l'azione di pertinenza della massa ed azioni individuali è rinvenibile riguardo all'ipotesi prevista dall'art. 255, lett. d), CCII, che attribuisce al curatore l'esercizio dell'azione spettante ai creditori della società eterodiretta ai sensi dell'art. 2497, comma 4, cod. civ. Riferendosi alle responsabilità dei soggetti esercitanti l'attività di direzione e coordinamento, l'art. 7, comma 5, lett. a), della legge delega 155/2017, parlando al plurale di «azioni di responsabilità previste dall'art. 2497 del c.c.», aveva lasciato intendere il proposito di concentrare in capo al curatore tutte le azioni previste dalla predetta norma, compresa quindi l'azione spettante al socio per il pregiudizio arrecato alla redditività e al valore della partecipazione (cfr. A. BARTALENA, *Le azioni di responsabilità nel codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in *Fall.*, 2019, 308). Utilizzando invece il singolare, l'art. 255, lett. d), CCII, sembrerebbe aver invece confermato l'idea (già in precedenza sostenuta in dottrina: cfr. G. D'ATTORRE, *Le azioni di responsabilità da direzione e coordinamento nel fallimento della "eterodiretta"*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, 59 ss.; A. VALZER, *Commento all'art. 2497*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, II, Milano, 2016, 3030) secondo cui, anche dopo l'apertura della procedura, i soci rimarrebbero legittimati ad agire per il risarcimento dei danni subiti. Ammettendo questa persistente legittimazione del socio, la capogruppo potrebbe essere quindi convenuta in giudizio sia dal curatore, per il risarcimento del danno subito dai creditori della società eterodiretta, nei limiti di quanto necessario a soddisfare integralmente questi ultimi, che dal socio, cui spetterebbe invece, pro quota, il risarcimento del danno subito dal patrimonio sociale per la parte restante, una volta soddisfatti tutti i creditori (A. NASTRI, *Commento all'art. 255*, cit., 1293).



senso cioè che, a fronte di una erogazione abusiva che oltre ad aver aggravato il dissesto dovesse aver provocato un ulteriore danno, legittimati ad agire sarebbero tanto il curatore, per il danno comune, quanto il singolo creditore, per l'ulteriore danno. A voler pur ammettere che a fronte di uno stesso atto illecito le iniziative risarcitorie potrebbero essere più d'una, per evitare il rischio di sovrapposizioni e duplicazioni di pretese si renderebbe tuttavia necessario individuare un criterio di gestione del concorso, a tal fine divenendo necessario chiarire, tra l'altro, secondo quali modalità al singolo creditore dovrebbe essere consentito agire per il recupero della parte di danno ulteriore rispetto a quello comune alla generalità dei creditori<sup>87</sup>; entro quali limiti ed in che termini, in relazione alla illegittima condotta del terzo, la legittimazione ad agire per il risarcimento del danno dovrebbe essere ripartita tra il curatore e il creditore singolarmente danneggiato<sup>88</sup>; se la legittimazione ad agire, così ripartita tra curatore e creditore, potrebbe eventualmente essere ricomposta in capo a quest'ultimo in caso di disinteresse da parte del primo o qualora lo stesso, con il programma di liquidazione o in altro modo, dovesse rendere noto il proposito di non promuovere alcuna azione di massa<sup>89</sup>.

---

<sup>87</sup> Tenuto conto che il fatto causativo del danno sarebbe ravvisabile in una medesima condotta, tra gli aspetti da considerare vi sarebbero anche profili di carattere processuale, dipendenti ad esempio dal possibile rapporto di connessione tra le due azioni.

<sup>88</sup> La principale questione riguarda, evidentemente, la ripartizione del risarcimento tra la massa ed il singolo creditore agente. Anche se, una volta ammessa la legittimazione della curatela per la reintegrazione della generica garanzia rappresentata dal patrimonio del debitore, onde evitare che a fronte di una stessa condotta illecita ed un unico pregiudizio ad invocare il risarcimento possano essere tanto la curatela quanto il singolo creditore, sembrerebbe ragionevole ritenere che su quest'ultimo debba gravare l'onere di dimostrare che si tratti di danno ulteriore e diverso (e dunque senza duplicazione) rispetto a quello della massa; e quindi, analogamente a quanto ritenuto nel caso delle azioni di responsabilità contro gli amministratori, il risarcimento del danno apparentemente autonomo ma nella sostanza mero riflesso di quello subito direttamente dal patrimonio sociale, andrebbe attribuito unicamente alla massa (sulla natura diretta o indiretta del danno, quale criterio distintivo delle azioni contro gli amministratori spettanti alla massa dei creditori ovvero al singolo, P.G. JAEGER - F. DENOZZA - A. TOFFOLETTO, *Appunti di diritto commerciale*<sup>8</sup>, cit., 432 ss.; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. 2 Diritto delle società*<sup>10</sup>, a cura di M. Campobasso, cit., 392).

<sup>89</sup> L'eventualità che il curatore non coltivi un'azione risarcitoria di sua competenza è stata presa in considerazione con riferimento all'azione spettante ai creditori sociali,

Analoghe incertezze sarebbero peraltro ipotizzabili riguardo alla situazione che potremmo dire speculare rispetto a quella appena detta, riguardante il caso in cui ai pregiudizi a carico della massa si associno ulteriori effetti, anche in questo caso nei confronti di solo alcuni creditori ma questa volta vantaggiosi per gli stessi. Come potrebbe essere, ad esempio, nel caso in cui l'erogazione abusiva abbia reso possibile la prosecuzione dell'attività permettendo, sempre ad esempio, a dei fornitori di portare a conclusione lucrosi rapporti contrattuali fonte di guadagni superiori, tenuto conto della quota, rispetto alla quota di danno provocato dall'aggravio del dissesto. In questa situazione occorrendo quantomeno chiedersi se al curatore possa essere riconosciuta un'indistinta legittimazione a far valere, con un'azione di massa, un danno comprensivo della parte di spettanza dei creditori/fornitori avvantaggiati dal prosieguo dell'attività, ed in che modo dovrebbe eventualmente essere consentito alla banca di eccepire, nel giudizio di massa intentato nei suoi confronti, che alcuni creditori, anziché danneggiati, avrebbero in realtà tratto beneficio dal finanziamento erogato.

Se questi esempi, come credo, permettono di intuire che le diversità possono essere anche altre e che le situazioni in concreto possono variare da caso a caso, la conclusione dovrebbe essere, pertanto, nel senso della non agevole configurabilità di un pregiudizio comune e di un conseguente risarcimento a beneficio della "massa", e questo non solo perché, come già accennato, alcuni creditori potrebbero nel complesso non aver risentito alcun pregiudizio, ma anche perché la valutazione delle singole condotte potrebbero portare a comunque escludere la risarcibilità del danno, come potrebbe immaginarsi, sempre ad esempio, nel caso del creditore che pur avendo consapevolezza dello stato di dissesto dell'impresa finanziata e del supporto abusivamente

---

rispetto alla quale «in caso di disinteresse da parte del curatore si ammette la possibilità di esercitare l'azione da parte dei creditori» (V. GIORGI, *Il diritto della crisi di impresa e dell'insolvenza dalla legge fallimentare al codice*, cit., 588; v. anche F. GUERRERA, *Gruppi di società, operazioni straordinarie e procedure concorsuali*, in *Dir. fall.*, I, 2005, 32, che riferendosi alle azioni esperibili a seguito di una illegittima fusione e con riguardo all'ipotesi dell'esperimento concorsuale da parte del curatore, giustifica l'iniziativa processuale del singolo danneggiato, oltre che con riferimento ai profili di danno non assorbiti dall'azione "collettiva", «nel caso di inerzia dell'organo della procedura»).

garantito dalla banca abbia ciononostante intrattenuto nuovi rapporti, senza che il finanziamento possa quindi assumere rilievo sul piano causale stante il rilievo assorbente della propria negligente condotta.

Non a caso, del resto, la passata giurisprudenza ha sempre dato enfasi alla circostanza che l'azione risarcitoria da abusiva erogazione del credito costituirebbe uno strumento di reintegrazione del patrimonio del singolo creditore, giacché il danno derivante ai creditori dall'attività di sovvenzione abusiva andrebbe valutato caso per caso nella sua esistenza ed entità, la posizione dei singoli creditori potendo in effetti essere diversa quanto a presupposti e configurabilità del pregiudizio. Né può dirsi che la soluzione adottata dal recente orientamento avrebbe ovviato a questi problemi nel momento in cui ha stabilito che il curatore sarebbe legittimato ad agire in rappresentanza della massa dei creditori limitatamente al caso in cui si prospetti una azione recuperatoria della diminuita garanzia patrimoniale dell'impresa ai sensi dell'art. 2740 c.c. in conseguenza dell'indebita prosecuzione dell'attività, anche in tal caso non potendosi difatti escludere l'iniquità dell'attribuzione del risarcimento indistamente a tutti i creditori, ivi compresi quelli che se considerati individualmente non avrebbero avuto diritto – per le ragioni cui esemplificativamente si è fatto cenno – ad alcun ristoro.

*8. La necessità di correttivi allo scopo di porre rimedio alle inopportune implicazioni dell'indistinta attribuzione del risarcimento alla massa.*

Se quanto precede fa dunque emergere la complessità di coordinamento tra le conseguenze a carico della massa e gli effetti nei confronti dei singoli creditori, rimane ora da aggiungere che queste difficoltà non rappresentano un portato esclusivo delle azioni da abusivo finanziamento, trattandosi invece dell'inevitabile riflesso dell'attribuzione al curatore di azioni collettive in rappresentanza di soggetti portatori di interessi non omogenei. Non a caso, del resto, il problema è stato in passato approfondito dalla dottrina riguardo ad altro genere di situazioni, anch'esse contraddistinte dalla presenza, all'interno di una più ampia massa, di soggetti danneggiati in modo specifico o comunque in misura differente rispetto ad altri, evidenziando come, in casi analoghi a quello in esame, il sistema delle

azioni di massa richiederebbe dei correttivi allo scopo di porre rimedio alle inique conseguenze dell'indistinta attribuzione del risarcimento<sup>90</sup>.

Ovviare a questo problema potrebbe peraltro sembrare all'apparenza semplice, la soluzione potendo intuitivamente essere rappresentata dall'individuazione della "sottomassa" di creditori concorsuali effettivamente (o differentemente) danneggiata e dalla successiva esclusiva (o prevalente) attribuzione alla stessa del risultato conseguito dal curatore a seguito dell'esercizio dell'azione risarcitoria. Per quanto sul piano pratico intuitiva e apparentemente semplice, sul piano giuridico questa soluzione è tuttavia problematica, posto che, consentendo al curatore di farsi interprete degli interessi di determinate sottocategorie anziché dell'intero ceto creditorio, potrebbe dirsi non in linea con la regola della *par condicio*. Dal che, prima di ammetterne la fattibilità, la necessità di verificare entro che limiti l'ordinamento potrebbe eventualmente ammettere la possibilità da parte del curatore di discostarsi dal principio di pariteticità nel trattamento operando selettivamente a tutela di una specifica categoria di creditori. Una verifica, quest'ultima, a sua volta da condurre alla luce degli interventi degli ultimi anni che, innovando la disciplina della crisi dell'impresa, hanno dato spazio alla frantumazione del ceto creditorio in ragione degli interessi economici sottesi, prevedendo espressamente, in special modo nell'ambito delle diverse soluzioni concordatarie, la possibilità di

---

<sup>90</sup> Il problema in discussione è stato ad esempio indagato con riferimento al caso della fusione, qualora illegittimamente posta in essere a discapito di una delle società partecipanti e quindi, tra l'altro, dei suoi creditori. Questo problema si pone in particolar modo nel caso in cui, successivamente all'operazione, la società post-fusione divenga insolvente e le responsabilità degli autori della fusione illegittimamente posta in essere vengano fatte valere collettivamente da parte dell'organo della procedura. In tal caso, il risultato dell'azione risarcitoria dovrebbe essere interamente, o comunque principalmente, destinato ai creditori della società propriamente danneggiata dall'illegittima operazione, mentre, per effetto della fusione, questi creditori confluiscono nella massa dei creditori cui in maniera indifferenziata è attribuito il risultato dell'azione risarcitoria. Una situazione chiaramente insoddisfacente, per rimediare alla quale «occorrerebbe approntare soluzioni innovative e flessibili fondate da un verso sull'ampliamento sorvegliato della legittimazione ad agire del curatore o del commissario; dall'altro sulla destinazione differenziata ai creditori (da suddividersi per «sottomasse», come del resto lo saranno, sotto altro profilo, per «classi») del risultato utile dell'azione» (F. GUERRERA, *Gruppi di società, operazioni straordinarie e procedure concorsuali*, cit., 34).

trattamenti differenziati per classi<sup>91</sup>, ed altresì promuovendo anche nell'ambito delle procedure a carattere liquidatorio un generalizzato affievolimento del principio di pariteticità del trattamento dei creditori, testimoniato – in particolare e tra l'altro<sup>92</sup> – dal vistoso depotenziamento della revocatoria concorsuale (a lungo considerata vera pietra miliare a presidio della pariteticità<sup>93</sup>) oltre che dalle varie ipotesi di pagamento in prededuzione (la cui numerosità è stata solo in parte attenuata dalle modifiche sollecitate dalla legge delega 5/2017<sup>94</sup>).

---

<sup>91</sup> Sulla funzione delle classi nel concordato, per la cui formazione la legge indica quali criteri di riferimento la natura giuridica e l'omogeneità degli interessi economici coinvolti, cfr. S. DI AMATO, *Diritto della crisi d'impresa*<sup>2</sup>, Milano, 2022, 254 e 340 ss. 511).

<sup>92</sup> Al di là degli aspetti di cui si sta per dire nel testo, la cui rilevanza è frutto di una non troppo risalente evoluzione normativa, un'altra fattispecie da sempre ritenuta derogativa della *par condicio creditorum* è rappresentata dalla facoltà concessa ai creditori di opporre i propri crediti in compensazione di eventuali debiti verso il soggetto insolvente. La compensazione, oggi disciplinata dall'art. 155 CCII, consente infatti, per ragioni non troppo evidenti e forse neppure del tutto logiche, la piena soddisfazione del soggetto *in bonis* senza che lo stesso debba sottostare alle regole dell'accertamento del passivo né, per la parte di debito elisa, agli effetti della «falcidia fallimentare» (A. BASSI, *Lezioni di diritto fallimentare*, Bologna, 2009, 120).

<sup>93</sup> Le modifiche che a partire dalla riforma del 2005 hanno interessato la disciplina della revocatoria fallimentare, oggi denominata concorsuale, hanno depotenziato questo strumento sia dal punto di vista dei tempi, per effetto di un sostanziale dimezzamento del periodo sospetto, che dal punto di vista degli atti suscettibili di essere dichiarati inefficaci, avendo la normativa introdotto numerose nuove ipotesi di esenzione. Per effetto di questi cambiamenti, l'istituto ha di fatto perso la sua originaria connotazione di strumento volto a ricondurre alle regole della *par condicio* valori dell'attivo altrimenti sottratti al concorso, oramai assolvendo, in pratica, una funzione per lo più sanzionatoria di condotte ritenute immeritevoli (cfr. M. FABIANI, *Sistema, principi e regole della crisi d'impresa*, cit., 351).

<sup>94</sup> I pagamenti suscettibili di essere soddisfatti “per primi” sono andati man mano ampliandosi, tanto da aver indotto il legislatore a coniare, nel 2006 introducendolo nell'art. 111 l. fall., il termine “prededuzione”. Ritenendo che questi pagamenti avessero raggiunto una dimensione eccessiva, l'art. 2, comma 1, lett. l), della legge delega n. 155/2017, ha poi incluso, tra i principi cui il legislatore delegato avrebbe dovuto attenersi, quello della riduzione delle ipotesi che danno luogo a crediti prededucibili, anche allo scopo di ovviare a taluni eccessi registrati in occasione di alcuni tentativi di salvataggio aziendale che avevano visto sottrarre significativa liquidità ai creditori concorsuali (S. SANZO, *I principi generali e le disposizioni di immediata attuazione*, in *Il nuovo codice della crisi e dell'insolvenza*, a cura di S. Sanzo e D. Burroni, Bologna, 2019, 27).

Che la *par condicio* si presenti oramai contraddistinta da nuove connotazioni, d'altra parte, trova conferma nell'opinione che tende a considerarla, più che un inderogabile principio, un criterio di gestione delle procedure concorsuali che può cedere il passo a criteri alternativi, qualora meglio in grado di garantire vantaggi di altro genere tenuto conto della causa del credito, e/o della qualità dei creditori e/o della situazione in cui questi ultimi effettivamente versano<sup>95</sup>. Né va trascurato che, se pur rispetto a procedure particolari quali quelle rivolte alla composizione della crisi da sovraindebitamento, rispetto alle quali la *par condicio* potrebbe dirsi essere contraddistinta da sue specifiche connotazioni<sup>96</sup>, la giurisprudenza non ha escluso la possibilità di mettere da parte il principio allo scopo di perseguire obiettivi di giustizia ed equità sostanziale<sup>97</sup>. A queste generali considerazioni in

---

<sup>95</sup> Sulla novata valenza della *par condicio*, V. GIORGI, *Introduzione al diritto della crisi d'impresa e dell'insolvenza*<sup>3</sup>, Padova, 2020, 57 ss.; F. GUERRERA, *Struttura finanziaria, classi dei creditori e ordine delle prelazioni nei concordati delle società*, in *Dir. fall.*, 2010, 707 ss.; M. FABIANI, *La giustificazione delle classi nei concordati e il superamento della par condicio creditorum*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, 711 ss.; G. TARSIA, *Parità e discriminazioni tra i creditori nelle procedure concorsuali*, in *Fall.*, 1984, 155 ss.; P.G. JAEGER, *Par condicio creditorum*, in *Giur. Comm.*, 1984, I, 88 ss.; V. COLESANTI, *Mito e realtà della «par condicio»*, in *Fall.*, 1984, 32 ss.

<sup>96</sup> In effetti, la disciplina del sovraindebitamento introdotta dalla legge 3/2012 e da qui riversata nel CCII, non enfatizza la *par condicio* e, con riguardo all'eventualità della creazione di classi, senza dare particolari indicazioni in merito al trattamento da riservare ai creditori, non contiene precisazioni, a differenza che nel concordato preventivo e del concordato nella liquidazione giudiziale, in merito ai criteri secondo i quali le classi devono essere formate e soddisfatte. La qual cosa rende più agevolmente sostenibile – nonostante la loro indiscutibile natura concorsuale, stante la quale dovrebbe comunque essere garantito il rispetto della parità tra creditori – che nelle procedure di composizione del sovraindebitamento il principio della *par condicio* potrebbe più agevolmente cedere il passo ad altri criteri di gestione (M. FABIANI, *La gestione del sovraindebitamento del debitore “non fallibile”* (d.l. 212/2011), in *www.ilcaso.it*, documento 278/2012, 8; L. MODICA, *Profili giuridici del sovraindebitamento*, Napoli, 2012, 368 ss.; F. DI MARZIO, *Una procedura per gli accordi in rimedio del sovraindebitamento*, in *Composizione della crisi da sovraindebitamento*, a cura di F. Di Marzio, F. Macario e G. Terranova, Milano, 2012, 28; L. PANZANI, *Composizione delle crisi da sovraindebitamento*, in *Nuovo dir. soc.*, 2012, 13).

<sup>97</sup> Obiettivi di questo genere essendo alla base, ad esempio, della scelta di accantonare il principio della *par condicio* operata dal decreto di Trib. Ascoli Piceno, 4 aprile 2014, divenuto noto per aver omologato un piano del consumatore che riservava ad uno dei creditori un trattamento sfavorevole giustificato in ragione della

merito alla *par condicio* va infine aggiunto che la disciplina concorsuale neppure manca di fornire specifici indici normativi dai quali poter desumere la non incompatibilità col sistema dell'eventualità che il curatore possa farsi interprete di interessi limitati ad una determinata sottocategoria di creditori. Un indice in tal senso potendo in special modo essere ravvisato nella disciplina introdotta nella legge fallimentare con riguardo ai patrimoni destinati ad uno specifico affare<sup>98</sup>, che come noto, nello stabilire che anche il curatore debba gestire separatamente i patrimoni preservandone la funzione produttiva o procedendo alla liquidazione nella prospettiva di previamente rimborsare i debiti (del patrimonio separato) e gli apporti dei terzi, prevede – tra l'altro – che in caso di violazione delle regole della separatezza il curatore possa agire in responsabilità contro gli

---

censurabile condotta tenuta dal creditore trattato in modo deteriore. Una decisione, questa, che ha in qualche modo preannunciato gli interventi che, come già fatto cenno, hanno poi riconosciuto a livello normativo la possibilità di utilizzare la procedura di esdebitazione quale strumento di reazione alla condotta dei finanziatori resisi responsabili della situazione di sovraindebitamento (v. *supra* il paragrafo 4, ed ivi i riferimenti agli artt. 67, comma 1, e 69, comma 2, CCII, ed in nota 51 anche all'art. 80, comma 4, CCII).

<sup>98</sup> Mi riferisco agli artt. 155 e 156 l. fall. i cui contenuti sono poi stati riversati, previo i necessari adattamenti lessicali, negli artt. 262 e 263 CCII. Questa disciplina concorsuale si ricollega alle previsioni degli artt. 2447-*bis* – 2447-*decies* cod. civ., mediante le quali la riforma societaria del 2003 ha consentito di limitare il rischio di impresa ad uno specifico affare, evitando, mediante questa tecnica, la proliferazione delle società (e dei relativi costi). La società resta infatti unica ma nel suo ambito sono individuati più patrimoni che rispondono delle sole obbligazioni relative a predeterminate operazioni (P. MANES, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-decies*, in *Codice civile*, commentario diretto da M. Franzoni e R. Rolli e coordinato da G. De Marzo, II, Torino, 2018, 3723 ss.; R. SANTAGATA, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-decies*, in *La società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, II, 2016, 2744 ss.; ID., *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Il Codice civile. Commentario*, diretto da P. Schlesinger, Milano, 2014; V. GIORGI, *I patrimoni destinati nella nuova disciplina concorsuale*, in *Studi per Franco Di Sabato, 2. Impresa e procedure concorsuali*, Napoli, 2009, 665 ss.; F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori nella società per azioni*, Milano, 2008; M. RUBINO DE RITIS, *La costituzione dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Torino, 2006; G. FAUCEGLIA, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Fall.*, 2003, 809 ss.).

amministratori e i componenti degli organi di controllo<sup>99</sup>. Riflettendo su quest'ultima azione, ora prevista dall'art. 263, comma 3, CCII, in dottrina è stato infatti sostenuto che la violazione delle regole della separazione potrebbe essere fatta valere dal curatore a tutela degli interessi di una specifica classe di creditori, e precisamente, «a seconda dei casi, di quelli garantiti dal patrimonio generale ovvero da quello destinato»<sup>100</sup>.

Se questa interpretazione, da non tutti condivisa<sup>101</sup>, fosse corretta, potrebbe allora dirsi che l'ordinamento offre indici normativi dai quali

---

<sup>99</sup> Sulla disciplina concorsuale dei patrimoni dedicati ad uno specifico affare, S. DI AMATO, *Diritto della crisi d'impresa*<sup>2</sup>, cit., 307; A. NASTRI, *Commento agli artt. 262 e 263*, in *Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, diretto da F. Di Marzio, Milano, 2022, 1341 ss.; G. PESCATORE, *Commento agli artt. 262 e 263*, in *Commentario breve alle leggi su Crisi d'impresa ed insolvenza*<sup>7</sup>, diretto da A. Maffei Alberti, Milano, 2023, 2057 ss.; C. COMPORI, *Commento agli artt. 155 e 156*, in *La riforma della legge fallimentare*, a cura di A. Nigro e M. Sandulli, II, Torino, 2006, 953 ss.; A. CUCCURU, *Patrimoni destinati e insolvenza*, in *Contr. impr.*, 2009, 422 ss.; R. PARTISANI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare nella legge delle insolvenze*, in *Contr. impr.*, 2006, 1559 ss.; A. CAIAFA - A. VALERIO, *Patrimoni e finanziamenti destinati ad uno specifico affare: profili concorsuali*, in *Le riforme della legge fallimentare*, a cura di Didone, II, Torino, 2006, 1665 ss.; S. VINCRE, *Patrimoni destinati e fallimento*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 127 ss.

<sup>100</sup> L. CALVOSA - G. GIANNELLI - A. PACIELLO - R. ROSAPEPE (a cura di), *Diritto fallimentare. Manuale breve*<sup>3</sup>, cit., 288. Dello stesso avviso – che l'azione del curatore può cioè essere «promossa tanto per tutelare i creditori sociali, quando la confusione abbia arrecato un danno alle loro pretese ed a vantaggio di quelle dei creditori speciali o viceversa, quanto per tutelare una massa di creditori speciali contro un'altra, relativa ad altro patrimonio destinato» – C. COMPORI, *Commento agli artt. 155 e 156*, cit., 975. V. anche A. NASTRI, *Commento all'art. 263*, in *Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, diretto da F. Di Marzio, Milano, 2022, 1350, che sottolinea come a differenza delle ipotesi previste dall'art. 255 CCII, nelle quali il risultato dell'azione è ripartito tra tutti i creditori ammessi al passivo, nel caso in esame «l'importo ricavato è distribuito tra i soli creditori della massa pregiudicata».

<sup>101</sup> Di diverso avviso, infatti, R. PARTISANI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare nella legge delle insolvenze*, cit., 1591, che dopo aver segnalato che l'art. 156 l. fall. (oggi art. 263 CCII) non specifica quale sarebbe il ceto creditorio danneggiato, ritiene debba trattarsi dei generali creditori ammessi a soddisfarsi sul patrimonio della società fallita dovendo invece la responsabilità verso i creditori del patrimonio separato essere esercitata «sino alla concorrenza del singolo credito risarcitorio, da ciascun creditore in proprio (e non dalla curatela quale sostituto processuale), atteso che l'insolvenza del patrimonio destinato allo specifico affare è regolata "esclusivamente" dalle disposizioni in materia di liquidazione della società, in quanto compatibili». Così anche A. CAIAFA - A. VALERIO, *Patrimoni e finanziamenti*



poter desumere che al curatore non è sempre richiesto di rappresentare indistintamente la generalità dei creditori, stante la rinvenibilità di indizi che lascerebbero intendere che lo stesso potrebbe esercitare azioni anche a tutela di una determinata categoria di creditori<sup>102</sup>. La qual cosa, ritornando a questo punto al tema dell'abusivo finanziamento e delle sue dannose conseguenze, dovrebbe indurre a chiedersi se il problema della legittimazione del curatore debba essere affrontato, secondo quanto proposto dalla più recente giurisprudenza, accontentandosi della rinvenibilità di una "base comune" di danno e riconoscendo in quest'ultima un sufficiente presupposto per l'esercizio di un'azione nell'indistinto interesse della generalità dei creditori, o se non debbano invece anche considerarsi le eventuali diversità di conseguenze ricercando dei correttivi per porre rimedio agli iniqui effetti dell'indistinta attribuzione alla massa dell'intero risarcimento.

*9. Il problema dell'ammissione del finanziatore abusivo allo stato passivo e della conseguente partecipazione al risarcimento del danno.*

Discorrendo di iniqui effetti non può peraltro farsi a meno di menzionare, quale discutibile implicazione dell'attribuzione al curatore della legittimazione a rappresentare indistintamente la massa, il vantaggio conseguibile dallo stesso finanziatore qualora ammesso al passivo per la restituzione del credito concesso. Una questione, questa della potenziale coincidenza della qualità di creditore (per la restituzione del finanziamento erogato) e di debitore (in relazione al risarcimento del danno prodotto), che dopo essere stata valorizzata allo

---

*destinati ad uno specifico affare: profili concorsuali*, cit., 1726, per il quale il curatore potrebbe agire in ipotesi di danno ai creditori generali mentre, in caso di violazione a danno dei creditori particolari, l'azione di responsabilità andrebbe esercitata «da ogni singolo creditore in proprio e non dal curatore fallimentare, quale sostituto processuale».

<sup>102</sup> Con riferimento a queste previsioni esprime l'avviso che «[v]i sarebbe già quindi nella legge fallimentare, la possibilità per gli organi della procedura di esercitare azioni a tutela di una determinata categoria di creditori», S. CORSO, *Le azioni di responsabilità nel fallimento tra "azioni della massa" e "azioni individuali"*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, 1077. Sull'opportunità di approntare soluzioni innovative, promuovendo una interpretazione "aggiornata" della *par condicio* che consenta al curatore di farsi portavoce degli interessi di una determinata sottocategoria di creditori, M. SPIOTTA, *Il curatore "affina le armi"*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 461.

scopo di escludere la legittimazione del curatore ad agire contro la banca in rappresentanza dei creditori<sup>103</sup> è stata valutata in modo opposto dal più recente orientamento, a detta del quale nessuna norma o principio di legge impedirebbe il cumulo della qualità di creditore e di debitore tanto più considerando «l’operatività, in tal caso, dell’istituto della compensazione»<sup>104</sup>. Dopo aver ammesso la legittimazione del curatore a rappresentare in giudizio tutti i creditori diversi dalla banca per il risarcimento del danno provocato dall’illegittima condotta di quest’ultima, il più recente orientamento non ne fa cioè discendere, quale naturale corollario, l’esclusione della banca dal passivo della procedura, ammettendo invece il recupero da parte della stessa delle somme versate a titolo di risarcimento nella sua veste di creditrice delle somme finanziate.

---

<sup>103</sup> V. in particolar modo le tre sentenze delle Sezioni Unite del 2006, le quali, nel valutare criticamente l’ipotesi di una azione risarcitoria promossa dal curatore nell’indistinto interesse di tutti i creditori ammessi al passivo, hanno sottolineato come riconoscere questa generalizzata legittimazione «vorrebbe dire ammettere che la banca dopo di avere subito l’azione risarcitoria, e dunque avere conferito alla massa l’equivalente del pregiudizio arrecato, possa poi, non essendo venuta meno la sua qualità di creditore del fallito, partecipare al riparto della massa così costruita e riprendere quanto versato. Siffatto duplice eventuale ruolo della banca, creditrice e insieme responsabile di un pregiudizio, viene autorevolmente indicato in dottrina come ulteriore ragione di esclusione della legittimazione di cui si tratta». Valuta criticamente l’eventualità che la banca ritenuta responsabile del danno da abusivo finanziamento possa al contempo essere ammessa al passivo, App. Milano, 20 marzo 2015, in *ilsocietario.it*. In argomento, N. RASCIO, *La legittimazione attiva alle azioni risarcitorie del curatore nel fallimento*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 156.

<sup>104</sup> V., in questi termini, Cass. 18610/2021, ove in particolar modo si osserva che «[n]è il cumulo, in capo alla banca, della qualità di debitrice per l’azione sinora esaminata, e di creditrice per la restituzione delle somme finanziate, interessi ed altri importi, è impedito da qualche norma o principio di legge, potendo anzi operare al riguardo, se ne ricorrono gli estremi, l’istituto della compensazione tra i rispettivi crediti, ai sensi degli artt. 1241 c.c. e ss. e artt. 56 L. Fall. Non ha dunque pregio il distinto argomento contrario, sollevato dai controricorrenti, secondo cui l’azione della procedura sarebbe rivolta contro la banca, soggetto che, nel contempo, nella sua veste di creditore per la restituzione delle somme finanziate e non restituite, si avvantaggerebbe della reintegrazione del patrimonio sociale, all’esito dell’azione esperita contro i finanziatori “abusivi”: ed invero, nulla impedisce l’operatività, in tal caso, dell’istituto della compensazione dei reciproci crediti, che non necessariamente saranno della medesima entità».

Che questa impostazione desti perplessità lo si desume però dal fatto che, a fronte di una erogazione di credito ritenuta abusiva, il primo strumento di tutela attivabile dal curatore dovrebbe proprio consistere nel proporre l'esclusione dallo stato passivo del credito connesso al finanziamento. Solo l'esclusione, infatti, impedendo alla banca l'innaturale recupero di un pro-quota di quanto versato a seguito dell'azione risarcitoria, darebbe coerenza al sistema consentendo ai creditori lesi dall'abusiva erogazione di conseguire l'integrale ristoro del danno. Solo l'esclusione, inoltre, porrebbe la procedura al riparo dalle inevitabili eccezioni di giudicato rispetto all'intervenuto accertamento del rapporto di finanziamento, la giurisprudenza essendo in effetti orientata nel senso che l'esecutività dello stato passivo precluderebbe la contestazione della validità e dell'efficacia dei titoli negoziali alla base dell'operazione di credito<sup>105</sup>, per quanto questo non dovrebbe escludere la possibilità di lamentare l'illiceità della medesima operazione ai fini dell'iniziativa risarcitoria<sup>106</sup>. Solo l'esclusione, infine, eviterebbe gli effetti della compensazione, la cui disciplina, per ragioni non troppo evidenti e forse neppure del tutto logiche<sup>107</sup>,

---

<sup>105</sup> Avendo al riguardo la Suprema Corte in particolar modo più volte chiarito che, pur non avendo l'accertamento dei diritti di credito nell'ambito dello stato passivo valore di giudicato al di fuori della liquidazione giudiziale, tale accertamento comunque preclude la possibilità di contestare la validità e l'efficacia dei titoli posti a fondamento della domanda di ammissione: cfr. Cass., 9 giugno 2011, n. 12638, che si è «attenuta all'orientamento consolidato della giurisprudenza di legittimità, secondo cui nel procedimento fallimentare la definitività dello stato passivo, conseguente al decreto con cui il giudice delegato ne dichiara l'esecutività a norma dell'art. 97 L. Fall., conferisce all'accertamento dei crediti ammessi un grado di stabilità tale da precludere l'ulteriore proposizione di questioni attinenti all'esistenza ed all'entità del credito ed alla sussistenza di cause di prelazione, come pure alla validità e all'opponibilità del titolo dal quale il credito stesso deriva (cfr. Cass., Sez. lav., 15 giugno 2006, n. 13778; Cass., Sez. 1, 16 marzo 2001. N. 3830; 22 gennaio 1997, n. 664)».

<sup>106</sup> Cfr. S. FAGETTI, *Breve rassegna in tema di abusiva concessione di credito e mutuo fondiario per il ripianamento di debiti pregressi*, in *Dir. fall.*, 2019, II, 965, e G. MINNITI, *La concessione abusiva del credito un'introduzione*, in *Diritto della crisi*, 12 febbraio 2024, 6.

<sup>107</sup> In questi termini v. già *supra*, nota 92.

consente la piena soddisfazione dei crediti anche qualora solo chirografari senza dover neppure sottostare agli effetti della falcidia<sup>108</sup>.

Per chi ammetta che debba essere compito del curatore agire in giudizio contro la banca in rappresentanza di tutti i creditori, naturale corollario dovrebbe essere, all'opposto dell'affermazione dell'operatività della compensazione, l'enfasi sul fatto che l'interesse dei creditori contrapposti alla banca andrebbe perseguito nel modo più proficuo per la massa, secondo modalità in grado cioè di escludere possibili eccezioni e rischi di riduzione degli importi risarcitori, e quindi avendo cura, tra l'altro, di contestare la domanda di ammissione allo stato passivo della banca per la restituzione delle somme erogate. Tale contestazione potendo essere supportata, o argomentando l'esistenza di un controcredito risarcitorio<sup>109</sup>, del quale andrebbe dedotta in via incidentale la pronta e facile liquidazione (seppur, naturalmente, con onere della prova in capo alla curatela nell'eventuale giudizio di opposizione intentato dalla banca)<sup>110</sup>, o anche invocando

---

<sup>108</sup> Potendosi quindi arguire che la banca, debitrice a titolo di risarcimento e creditrice a titolo di restituzione, «sia destinata a trarre vantaggio da questa sua posizione, potendo ottenere il soddisfacimento integrale del proprio credito – anche se solo chirografario e comunque liquido – sia pure solo per compensazione» (S. DELLE MONACHE, *Concessione abusiva del credito e legittimazione del curatore*, cit., 1343). Per un esempio di compensazione tra credito maturato a favore del soggetto tenuto al risarcimento e debito risarcitorio, v. Trib. Venezia, 6 luglio 2021, n. 1389, in Banche dati *De Jure*.

<sup>109</sup> Cfr. Trib. Rimini, 29 ottobre 2019, n. 12335, in *Corr. Giur.*, 2020, 1238, che ha rigettato la domanda di ammissione allo stato passivo presentata dalla banca facendo valere in compensazione la pretesa risarcitoria per abusiva erogazione del credito. La decisione è stata successivamente annullata da Cass., 27 ottobre 2023, n. 29840, che ha ritenuto insufficiente l'impianto motivazionale ma senza mettere in discussione l'astratta legittimazione del curatore ad opporre in compensazione il controcredito risarcitorio.

<sup>110</sup> In effetti, per quanto finalizzata all'esclusione della banca dal passivo, non vi sono dubbi che quella fatta valere dalla curatela rappresenterebbe una eccezione riconvenzionale che in quanto tale imporrebbe alla curatela, nel giudizio di opposizione, di provare gli elementi costitutivi dell'illecito aquiliano, al fine di impedire l'ammissione del credito nella misura pretesa, salva la possibilità di riservarsi di agire successivamente in un separato giudizio, allo scopo di dimostrare il diritto al risarcimento del maggior danno, ovvero di avviare tempestivamente l'azione risarcitoria richiedendo nel frattempo la sospensione del giudizio di opposizione (F. SEBASTIANO - A. SCHIAVO, *L'eccezione di ricorso abusivo al credito nel giudizio di*

l'invalidità dell'operazione di finanziamento a motivo della sua illegittimità, ad esempio nei casi di compartecipazione della banca all'illecito penale imputabile all'imprenditore<sup>111</sup>, cui potrebbe seguire l'affermazione dell'irripetibilità delle somme da parte del finanziatore.

A quest'ultimo riguardo, in particolare, va registrato l'orientamento della giurisprudenza che, al ricorrere di operazioni di abusiva erogazione del credito ritenute nulle, tende ad escludere la pretesa restitutoria da indebito oggettivo ricorrendo all'applicazione dell'art. 2035 cod. civ., che come noto nega a chi abbia eseguito una prestazione per uno scopo che da parte sua costituisce offesa al buon costume la possibilità di agire al fine di ripetere quanto pagato. Secondo quanto chiarito dalla stessa Suprema Corte, infatti, la nozione di buon costume interesserebbe tutte le prestazioni contrastanti con i principi e le esigenze etiche costituenti la morale sociale di un determinato ambiente

---

*ammissione allo stato passivo*, in *ristrutturazioniaziedali.ilcaso.it*, 4 maggio 2023, 12).

<sup>111</sup> Tenuto conto, in tema di illiceità, della scolastica distinzione tra contrarietà a norme imperative, all'ordine pubblico e al buon costume, e ferma restando la possibile sovrapposibilità delle predette cause di illiceità, le ipotesi di invalidità del finanziamento forse più semplici da ipotizzare sono quelle riconducibili a fattispecie di concorso nel reato, pacificamente implicanti nullità del contratto per contrarietà a norme imperative. Per quanto le operazioni di abusiva erogazione del credito non sempre assumono rilievo penale, non è infatti da escludere il coinvolgimento dei funzionari della banca in eventuali ipotesi di reato, ad esempio immaginabili riguardo ai fatti di bancarotta semplice previste dall'art. 323 CCII, che punisce l'imprenditore che aggravi il proprio dissesto astenendosi dal richiedere l'apertura della liquidazione giudiziale ed alla cui consumazione la banca potrebbe concorrere erogando finanziamento, magari allo scopo di avvantaggiarsi del ritardo e ad esempio per impedire l'esperibilità nei suoi confronti di azioni revocatorie; ai fatti di bancarotta fraudolenta previsti dall'art. 322 CCII, potendosi rispetto a questa norma ipotizzare, sempre ad esempio, la concessione di un finanziamento a soggetto insolvente al solo scopo di trasformare il credito chirografario della banca in credito assistito da garanzia (Cass. 23 settembre 2021, n. 31513; v. anche Cass. pen., 20 maggio 2004, n. 23675, che con riferimento alle condizioni richieste ai fini dell'integrazione del concorso nei fatti di bancarotta fraudolenta attribuisce rilevanza, tra l'altro, alla prova della consapevolezza da parte dell'imputato a titolo di concorso che la propria azione sia foriera di danno ai creditori); ai fatti di bancarotta fraudolenta commessi dagli esponenti di società previsti dall'art. 329, comma 2, lett. b, CCII, che punisce i gestori della società che mediante operazioni dolose ne abbiano cagionato la liquidazione giudiziale, potendosi in tal caso ipotizzare il concorso del funzionario di banca che partecipi dolosamente alla condotta dei gestori che abbiano cagionato il dissesto.

in un certo momento storico, dovendosi pertanto procedere, a fronte di ogni atto ritenuto illegittimo per contrarietà a norme imperative o all'ordine pubblico, all'ulteriore verifica della contrarietà al buon costume ai fini della eventuale affermazione della *soluti retentio*, che nei contesti di concorsualità favorirebbe non più l'originario contraente (al pari del *solvens* versante anch'egli, ragionevolmente, in una situazione di immoralità) bensì – oramai – la massa dei creditori<sup>112</sup>. Una verifica operando la quale anche la giurisprudenza di merito è talvolta pervenuta alla conclusione della non ripetibilità di pagamenti effettuati

---

<sup>112</sup> Cass., 5 agosto 2020, n. 16706, che richiamando l'indirizzo risalente a Cass., Sez. un., 17 luglio 1981, n. 4414, ha chiarito, tra l'altro, che ai fini della “*soluti retentio*” prevista dall'art. 2035 cod. civ. la nozione di buon costume non si identifica con le sole prestazioni contrarie alle regole della morale sessuale o della decenza, potendo in realtà anche implicare che chiunque abbia versato «una somma di denaro per una finalità truffaldina o corruttiva non è ammesso a ripetere la prestazione, perché tali finalità, certamente contrarie a norme imperative, sono da ritenere anche contrarie al buon costume» (v. anche Cass., 21 aprile 2010, n. 9441, e Cass., 27 ottobre 2017, n. 25631). In tale prospettiva, l'aggravamento del dissesto, per le conseguenze economiche che comporta, andrebbe quindi considerato non solo giuridicamente proibito ma anche eticamente riprovevole, l'applicazione a tale condotta della “*soluti retentio*” costituendo esplicazione del principio di cui all'art. 41, comma 2, Cost., che esclude lo svolgimento della libera iniziativa economica in contrasto con l'utilità sociale (sulla nozione di buon costume, A. TRABUCCHI, voce “Buon costume”, in *Enc. dir.*, V, Milano, 1959, 700 ss.; sulla “*soluti retentio*”, E. MOSCATI, *Pagamento dell'indebito*, in *Commentario del codice civile*, a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna-Roma, 1981, 359 ss.; D. MAFFEIS, *Contrati illeciti o immorali e restituzioni*, Milano, 1999; S. DELLE MONACHE, *Il negozio immorale tra negazione dei rimedi restitutori e tutela proprietaria. Per una riflessione sul sistema traslativo dei diritti*, Padova, 1997; E.M. PIERAZZI, *Commento all'art. 2035*, in *Codice civile*, diretto da M. Franzoni e R. Rolli e coordinato da G. De Marzo, Torino, 2018, I, 2726 ss.). Nel caso indagato dalla ricordata Cass. 16706/2020, l'affermazione di contrarietà al buon costume dell'atto negoziale trovava giustificazione nelle specificità attraverso le quali l'operazione di finanziamento, espressione di una condotta «potenzialmente predatoria», si era articolata, oltre che nel pregiudizio obiettivamente occorso alla massa dei creditori per effetto dell'incremento delle dimensioni della decozione. L'abusiva erogazione di credito si iscriveva, infatti, nell'ambito di una complessa ed anomala fattispecie (comprensiva di un patto di opzione per l'acquisto del controllo totalitario della società e di un accordo avente ad oggetto la promessa di vendita di un immobile), solo apparentemente espressione di una operazione commerciale ma nei fatti dissimulativa di un finanziamento, ritenuto in contrasto con norme imperative di natura penale e con l'ordine pubblico economico. Per un commento della decisione, S. DELLE MONACHE, *Buon costume e fallimento*, in *Fall.*, 2021, 507.

nell'ambito di operazioni ritenute, oltre che contrarie a norme imperative o all'ordine pubblico, irrispettose del buon costume. Questa conclusione essendo stata in particolar modo sostenuta dalla giurisprudenza rispetto a talune fattispecie di finanziamento anch'esse contraddistinte, al pari di quella indagata dalla Suprema Corte<sup>113</sup>, da accentuati profili di censurabilità della condotta, come nel caso di operazioni volte a sostituire debiti chirografari con debiti muniti di prelazione aggirando rischi di revocatoria<sup>114</sup>, o nel caso di consistenti finanziamenti a società manifestamente insolvente concessi solo confidando sulle garanzie fornite da fondi pubblici<sup>115</sup>.

---

<sup>113</sup> V. ancora Cass. 16706/2020, richiamata nella nota che precede.

<sup>114</sup> Cfr. Trib. Vicenza, 19 maggio 2022, rinvenibile in *www.ilcaso.it*, riguardante tra l'altro l'erogazione di finanziamenti ipotecari utilizzati per ripianare esposizioni chirografarie insolitamente rimborsate in via anticipata.

<sup>115</sup> Cfr. Trib. Vicenza, 22 aprile 2021, rinvenibile in *www.ilcaso.it*, che ha considerato contraria al buon costume una operazione di finanziamento erogata confidando sulle possibilità di recupero dipendenti dalla garanzia «concessa con delibera della Banca del Mezzogiorno - Medio Credito Centrale spa del 03.12.2014 dal Fondo di Garanzia per le PMI legge n. 662/1996 con copertura dell'insolvenza 80%». V. anche Trib. Asti, 6 dicembre 2023, rinvenibile in *www.dirittodellacrisi.it*, riguardante la concessione di un mutuo a soggetto insolvente per estinguere un pregresso debito contando sulla garanzia assicurata dallo Stato, rispetto alla quale la curatela ha eccepito «la nullità del negozio e contrarietà dello stesso al buon costume» e che il Tribunale ha ritenuto nullo in quanto «[u]na simile causa del negozio è in contrasto con le disposizioni normative di natura primaria e secondaria che regolano le modalità con le quali va condotta l'attività bancaria». Il dibattuto tema delle garanzie pubbliche ai finanziamenti alle imprese è stato portato alla ribalta dal contesto emergenziale causato dalla crisi pandemica da Covid-19, di fronte alla quale il legislatore è notoriamente intervenuto per fronteggiare le difficoltà del sistema (v. le garanzie introdotte dal decreto "Cura Italia" trasfuse nell'art. 13 del d.l. 8 aprile 2020, n. 23, che ha rafforzato e semplificato l'accesso al Fondo di Garanzia per le PMI, e le modifiche operate dalle leggi di bilancio 30 dicembre 2020, n. 178, e 30 dicembre 2021, n. 234, che si sono susseguite). L'impiego di garanzie pubbliche ha in particolar modo sollevato il problema della valutazione del merito creditizio e dell'erogazione di finanziamenti in modo colposo, lasciando senza risposte certe l'interrogativo relativo a se il rischio di credito correlato alla pandemia abbia consentito l'erogazione di finanziamenti a favore anche di imprese sprovviste di merito creditizio, il dubbio vertendo in particolar modo riguardo a se l'eccezionalità della situazione dell'emergenza abbia consentito verifiche meno accurate. La questione assume peraltro una rilevante connotazione pratica, oltre che in ragione della numerosità delle garanzie concesse, per il fatto che il sistema di garanzia statale promosso dai decreti emergenziali ha previsto, nella sostanza, l'ingresso del pubblico

Se dunque, come appena visto, non mancano gli strumenti per reagire, per chi volesse sostenere la legittimazione del curatore all'esercizio di un'azione di massa contro l'autore di una erogazione abusiva, dovrebbe allora essere inevitabile anche dire che il finanziatore che irresponsabilmente abbia provocato un danno alla procedura giammai dovrebbe essere ammesso al passivo per la relativa restituzione. Naturale corollario di questa visione dovendo essere, pertanto, il dovere degli organi della procedura di contestare immediatamente alla banca l'abusività della propria condotta, evitando la restituzione dell'importo ottenuto e quindi la partecipazione al riparto. A meno che, ovviamente, le ragioni dell'illegittimità del finanziamento non siano emerse in un secondo momento e lo stato passivo non sia stato dichiarato nel frattempo esecutivo. Nel qual caso riterrei dovrebbe essere compito degli organi della procedura ricercare una qualche soluzione al problema, ad esempio valutando gli estremi della revocazione ai sensi dell'art. 206, comma 5, CCII<sup>116</sup>, o magari

---

in qualità di creditore privilegiato, dimodoché il credito privilegiato del garante pubblico concorrerà con il restante ceto creditorio comprimendone ulteriormente le possibilità di recupero (sui rilevanti temi sollevati dal sistema di garanzia nel contesto della pandemia, cfr. G. MINNITI, *La concessione abusiva del credito un'introduzione*, cit., 6 ss.; F. SEBASTIANO - A. SCHIAVO, *L'eccezione di ricorso abusivo al credito nel giudizio di ammissione allo stato passivo*, cit., 1 ss.; M. DE PAMPILIS, *L'azione risarcitoria per abusiva concessione di credito nel diritto della crisi pandemica*, in *Corr. Giur.*, 2020, 1246 ss.).

<sup>116</sup> La revocazione, quale mezzo straordinario di impugnazione proponibile anche contro il creditore concorrente la cui domanda sia stata indebitamente accolta, è notoriamente soggetta a limiti stringenti (la sua esperibilità presupponendo che il provvedimento sia stato determinato «da falsità, dolo o errore essenziale di fatto o dalla mancata conoscenza di documenti decisivi») e sino a prima della riforma del 2006 era vista come strumento esperibile soprattutto contro i provvedimenti di accoglimento. Facendo esplicito riferimento anche a provvedimenti di rigetto, la sua attuale formulazione ha determinato invece il superamento della tesi che vedeva nella revocazione lo strumento a tutela della *par conditio* per espungere dal concorso pretese creditorie ingiustamente accolte. Poiché l'art. 206, comma 5, CCII (a differenza dell'art. 395 c.p.c.), non menziona tra le cause di revocazione il contrasto con un precedente giudicato, tale questione è stata discussa (G. FAUCEGLIA, *Le impugnazioni dello stato passivo*, in *Crisi di impresa e procedure concorsuali*, a cura di O. Cagnasso e L. Panzani, II, Milano, 2016, 1739; F. ROLFI, *Commento all'art. 206*, in *Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, diretto da F. Di Marzio, Milano, 2022, 1017; in giurisprudenza Trib. Monza, 9 gennaio 2013, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)). In tale questione non dovrebbe comunque rientrare il caso dell'azione



facendo valere l'intervenuta ammissione al passivo nell'ambito del giudizio di risarcimento successivamente intrapreso, richiedendo cioè l'incremento della quantificazione del danno in considerazione del credito riconosciuto dalla procedura così da nettare le attribuzioni spettanti alla banca in sede di riparto. Peraltro, ove nel frattempo dei riparti dovessero già essere intervenuti, le iniziative del curatore dovrebbero tenerne conto, cercando di conseguire la restituzione di quanto eventualmente corrisposto.

Insomma, una volta ammesso che debba essere il curatore ad agire contro la banca nell'interesse della massa, tutto dovrebbe procedere di conseguenza, (anche) sotto quest'aspetto sembrando perciò poco convincente quanto suggerito dal più recente orientamento giurisprudenziale, il quale, dopo aver affermato che l'interesse ad agire contro la banca sarebbe non del singolo creditore ma della massa, affronta poi il problema della eventuale restituzione del finanziamento richiamando, in modo davvero semplicistico, la disciplina della «compensazione».

#### 10. *Considerazioni conclusive.*

Se sul piano giuridico e formale le perplessità emerse farebbero dunque dubitare dell'orientamento favorevole alla legittimazione del curatore ad agire contro la banca in rappresentanza della massa, non può tuttavia sottacersi che, sin da quando l'esperienza francese ha per la prima volta prospettato la possibilità di una responsabilità risarcitoria per i danni provocati dai finanziamenti abusivi, è subito emersa la difficoltà di identificare il danno riferibile al singolo creditore<sup>117</sup>, la relativa determinazione richiedendo il non agevole calcolo di quanto ciascuno avrebbe potuto ricevere qualora la procedura fosse intervenuta prima, tenendo inoltre conto di tutte le eventuali altre possibili esternalità non necessariamente tutte negative, secondo quanto si è avuto modo di fare cenno<sup>118</sup>. Rimanendo certo, in ogni caso, che

---

di risarcimento avviata contro la banca una volta emerse gravi responsabilità incompatibili con l'ammissione del credito, trattandosi di decisione sopravvenuta (e non di un precedente giudicato).

<sup>117</sup> Cfr. J. VEZIAN, *La responsabilité du banquier en droit privé français*<sup>2</sup>, 1977, 162 ss.; C. GAVALDA - J. STOUFFLET, *Droit de la banque*, cit., 590.

<sup>118</sup> V. *supra*, in conclusione del paragrafo 7.

argomentare la natura individuale del danno equivale a scoraggiare l'avvio delle possibili iniziative risarcitorie anche nelle situazioni più eclatanti, non foss'altro per le difficoltà riguardanti la raccolta delle informazioni, l'acquisizione dei necessari mezzi di prova e la rilevanza dei costi, a partire dalle inevitabili spese legali<sup>119</sup>. A ciò dovendosi inoltre aggiungere che i singoli creditori sono spesso insufficientemente attrezzati dal punto di vista delle necessarie conoscenze e magari anche scarsamente motivati dal punto di vista del risultato economico, ad esempio a motivo della misura del proprio credito<sup>120</sup>.

Per quanto queste manifeste difficoltà, e quindi ragioni di ordine pratico, rendano comprensibile la tendenza a consentire l'esercizio dell'azione di massa da parte del curatore considerando il pregiudizio arrecato dall'irresponsabile finanziamento come un danno alla generalità dei creditori<sup>121</sup>, resta però che l'intervento finanziario da parte delle banche non dovrebbe essere ostacolato, loro funzione primaria dovendo essere proprio quella di sostenere le imprese in difficoltà. Non a caso, del resto, la dottrina che per prima ha

---

<sup>119</sup> Menziona il tema F. PACILEO, *Concessione "abusiva" di credito tra azioni "di massa" e «sana e prudente gestione»*, in *Dir. banc. fin.*, 2022, I, 508.

<sup>120</sup> Cfr. F. DIMARZIO, *Sulla fattispecie "concessione abusiva di credito"*, cit., 400.

<sup>121</sup> Anche da questo punto di vista a fare scuola è stata l'esperienza francese, nella quale – dopo una iniziale prevalenza dell'orientamento contrario – la decisione di Cass. com., 7 janvier 1976, n° 72-14029, ha riconosciuto al curatore la legittimazione ad esercitare l'azione di responsabilità per abusiva erogazione del credito (suscitando però contrastanti commenti in dottrina: in senso contrario, C. GAVALDA - J. STOUFFLET, *Droit de la banque*, cit., 590 ss., e M. VASSEUR, *La mise en jeu de la responsabilité du banquier*, in *Banque*, 1976, 367 ss.; a favore, A. ZENNER, *Responsabilités du donneur de crédit*, in *Revue de la banque*, 1974, 707 ss.). A distanza di anni, il legislatore francese è peraltro intervenuto sul tema della erogazione abusiva del credito (in particolar modo con l'Article L.650-1 Code de commerce, modifié par Ordonnance n° 2008-1345 du 18 décembre 2008 – art. 129, sui cui contenuti e relative ragioni v. *infra*, nel testo e in nota 130), ma senza occuparsi espressamente del problema della legittimazione all'esercizio dell'azione. Nel silenzio della legge, l'interpretazione prevalente ha comunque continuato a riconoscere la legittimazione degli organi della procedura ritenendo tra l'altro che «[d]ès l'instant de l'ouverture de la procédure de sauvegarde, de redressement judiciaire ou de liquidation judiciaire, les organes de la procédure chargés de représenter et défendre l'intérêt collectif du débiteur disposent en effet d'un monopole de représentation (Com. 3 juin 1997, D. 1997. 517, note F. Derrida; JCP E 1997. II. 988, note M. Béhar-Touchais)» (M.L. COQUELET, *Entreprises en difficulté*<sup>7</sup>, Dalloz, 2022, 457).

argomentato la configurabilità (anche) nel nostro ordinamento di una responsabilità risarcitoria per indebito finanziamento, ha subito evidenziato la necessità di una comparazione tra gli interessi di stampo pubblicitario sottesi a questa funzione rispetto a quelli dei creditori eventualmente lesi dal prosieguo dell'attività in conseguenza del protrarsi del sostegno finanziario<sup>122</sup>. Una necessità che negli ultimi anni è peraltro divenuta ancor più manifesta a seguito degli interventi legislativi tesi a incentivare il sistema bancario al sostegno delle iniziative di risanamento<sup>123</sup>; ai quali però, per tutta risposta, le

---

<sup>122</sup> A. NIGRO, *La responsabilità della banca per concessione «abusiva» di credito*, cit., 235.

<sup>123</sup> Il favore dell'ordinamento per le operazioni di finanziamento delle imprese in crisi si è andato progressivamente accentuando a motivo della evidente centralità, ai fini della soluzione della crisi, del supporto della finanza-ponte (spesso indispensabile per il successo delle operazioni di salvataggio dell'impresa), della finanza interinale (erogata in corso di procedura funzionalmente al giudizio di omologazione) e della finanza in esecuzione (posta in essere nel rispetto delle previsioni del piano promosso dal debitore in crisi). Gli indici normativi del generalizzato *favor* verso il sostegno finanziario alle imprese in crisi sono numerosi, potendosi ad esempio menzionare la prededuzione prevista dagli artt. 99 e 101 CCII, riguardante rispettivamente i finanziamenti autorizzati prima dell'omologazione del concordato preventivo o di accordi di ristrutturazione dei debiti ed i finanziamenti in esecuzione di un concordato preventivo o di accordi di ristrutturazione dei debiti; le previsioni dell'art. 166, comma 3, CCII, di esenzione da revocatoria degli atti compiuti in esecuzione del concordato preventivo, del piano di ristrutturazione di cui all'art. 64-*bis* CCII omologato e dell'accordo di ristrutturazione omologato; la precisazione rinvenibile nell'art. 16, comma 5, CCII, secondo cui l'accesso alla composizione negoziata non costituisce di per sé causa di sospensione e di revoca degli affidamenti bancari concessi all'imprenditore; le previsioni dell'art. 62 CCII riguardanti l'efficacia estesa degli obblighi di moratoria, attualmente riferibili alla generalità dei creditori ma nell'originaria formulazione dell'art. 182-*septies* l. fall. relativa ai soli soggetti bancari e finanziari; l'esenzione dai reati di bancarotta prevista dall'art. 324 CCII nel caso di operazioni in esecuzione di un concordato preventivo o di accordi di ristrutturazione dei debiti omologati o degli accordi in esecuzione di un piano attestato, ovvero del concordato minore omologato ai sensi dell'art. 80 CCII, nonché dei pagamenti e finanziamenti autorizzati dal giudice ai sensi degli artt. 99, 100 e 101, CCII. A questi indici di portata generale vanno peraltro aggiunti, se pur nella consapevolezza della specialità del contesto e della conseguente particolarità della loro portata, quelli rinvenibili nei numerosissimi provvedimenti (v., tra altri, il d.l. 17 marzo 2020, n. 18, recante "Misure a sostegno della liquidità attraverso il sistema bancario", convertito con modificazioni dalla l. 24 aprile 2020, n. 27; il d.l. 20 aprile 2020, n. 23, recante "Misure di accesso al credito per le imprese", convertito con modificazioni dalla l. 5 giugno 2020, n. 40; il d.l. 19 maggio 2020, n. 34, recante

procedure hanno da parte loro fatto seguire un crescendo di aspettative risarcitorie, presumibilmente determinate dall'esigenza di rimediare in qualche modo all'intervenuto depotenziamento di altri strumenti, a partire da quello riguardante la revocatoria<sup>124</sup>.

---

misure di “Sostegno alle imprese e all'economia” e “Disposizioni per la tutela del risparmio nel settore creditizio”, convertito con modificazioni dalla l. 17 luglio 2020, n. 77) adottati nel tentativo di portare supporto economico e finanziario alle imprese messe dall'emergenza sanitaria in situazioni di insolvenza “incolpevole” e “reversibile” (sulla configurazione dell'insolvenza al tempo della pandemia, G. FAUCEGLIA, *La legislazione in tempo di pandemia e la metamorfosi del diritto della crisi*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 438 ss.), per far fronte alle quali la legislazione emergenziale adottata dal Governo si è posta come obiettivo – tra l'altro – di consentire l'accesso al credito da parte delle imprese, a tal fine esortando gli istituti a mettere a disposizione degli operatori i finanziamenti richiesti anche velocizzando le procedure di valutazione del merito creditizio. Sul difficoltoso rapporto tra le esigenze creditizie delle imprese in crisi, il conseguente *favor* dell'ordinamento a supporto delle operazioni di finanziamento ed i problemi di responsabilità delle banche erogatrici, cfr. C. MOTTI, *L'evoluzione del ruolo delle banche nella crisi d'impresa*, in *Banche, Europa e sviluppo economico*, a cura di A. Brozzetti, Milano, 2023, 99 ss.; G. FAUCEGLIA, *Il Codice della crisi e dell'insolvenza e le banche: qualche spunto di riflessione*, cit., 334 ss.; ID., *Riflessioni sulla responsabilità delle banche nel codice della crisi con particolare riguardo all'abusiva concessione del credito*, cit., 5 ss.; R. SACCHI, *Sulla responsabilità della banca per abusiva concessione del credito*, cit., 1202 ss.; N. ABRIANI – L. BENEDETTI, *Finanziamenti all'impresa in crisi e abusiva concessione di credito: un ulteriore frammento della disciplina speciale dell'impresa in crisi*, in *Banca, borsa tit. cred.*, I, 2020, 49 ss.; M. MIOLA, *Profili del finanziamento dell'impresa in crisi tra finalità di risanamento e doveri gestori*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, I, 1079 ss.; A. NIGRO, *La responsabilità delle banche nell'erogazione del credito alle imprese “in crisi”*, cit., 305 ss.; S. FORTUNATO, *La concessione abusiva di credito dopo la riforma delle procedure concorsuali*, cit., 65 ss.; M. PORZIO, *Il paradosso del banchiere: la banca e l'impresa in difficoltà*, in *Dir. fall.*, 2002, I, 1453 ss.

<sup>124</sup> Ridotti gli spazi di operatività delle azioni revocatorie, le azioni risarcitorie, tra cui quelle contro le banche, rappresentano infatti uno dei principali strumenti a disposizione dei curatori desiderosi di arricchire l'attivo delle procedure: menzionano quest'aspetto, A. NIGRO, *La responsabilità della banca nell'erogazione del credito*, cit., 438; F. DI MARZIO, *Sulla fattispecie “concessione abusiva di credito”*, cit., 400; A. NIGRO, *La responsabilità delle banche nell'erogazione del credito alle imprese in “crisi”*, cit., 305; R. BOCCHINI, *La concessione abusiva del credito nell'epoca post pandemica: modello predittivo o fallibilità umana?*, in questa *Rivista*, 2022, I, 237.

Questa contraddittoria evoluzione, che nel contesto delle situazioni di crisi ha interessato il rapporto banca-impresa<sup>125</sup>, dovrebbe allora suggerire l'opportunità di definire alcuni punti fermi partendo anzitutto dalle previsioni comunitarie in tema di quadri di ristrutturazione, molto chiare nello stabilire che le discipline nazionali, dovendo indirizzare le imprese verso decisioni commerciali ragionevoli, non dovrebbero prevedere che la concessione di credito alle imprese in crisi possa di per sé rappresentare motivo di responsabilità<sup>126</sup>. In altri termini, per non scoraggiare la partecipazione delle banche ai tentativi di risanamento delle imprese in crisi, il sistema dovrebbe cercare di definire entro quali limiti, nei casi di insuccesso, le iniziative di sostegno finanziario potrebbero eventualmente essere sottoposte a sindacato giudiziale; equivalendo ciò a dire che il rischio giudiziale delle banche dovrebbe essere in qualche modo predefinito sulla base di criteri che dovrebbero al tempo stesso dimostrarsi in grado, da un lato, di non ostacolare gli obiettivi di disponibilità dei finanziamenti necessari all'attuazione dei piani di ristrutturazione<sup>127</sup>, dall'altro, di facilitare le verifiche di rinvenibilità di un effettivo nesso causale tra la condotta del finanziatore e i danni asseritamente determinati dal prosieguo dell'attività d'impresa<sup>128</sup>, e dall'altro ancora, di mettere in relazione l'imputabilità

---

<sup>125</sup> Per una attenta analisi della complessiva evoluzione che negli ultimi anni ha interessato il rapporto banca-impresa, v. C. MOTTI, *L'evoluzione del ruolo delle banche nella crisi d'impresa*, cit., 83 ss.

<sup>126</sup> Tutta orientata in questo senso è in particolar modo la Direttiva (UE) 2019/1023, 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.

<sup>127</sup> V. ancora la Direttiva (UE) 2019/1023 ed ivi, tra l'altro, le previsioni dell'art. 17 riguardante la "Tutela dei nuovi finanziamenti e dei finanziamenti temporanei" nonché le valutazioni rinvenibili nei Considerando 66, 67 e 68.

<sup>128</sup> Per quanto di agevole impostazione teorica, il problema del nesso causale è particolarmente complesso da un punto di vista pratico, il ritardo dell'apertura della procedura potendo difatti dipendere da una molteplicità di fattori rispetto ai quali l'intervento della banca potrebbe assolvere un ruolo solo secondario. Né è da escludere l'astratta inidoneità del singolo sostegno finanziario a determinare il prosieguo dell'attività che potrebbe però comunque rilevare come concausa in presenza di ulteriori concessioni di credito (v. al riguardo A. NIGRO, *La responsabilità della banca per concessione «abusiva» di credito*, cit., 251). Approfondisce il problema, considerando quello del nesso causale «[l']aspetto più delicato della configurazione di una responsabilità della banca verso i creditori», G.P. LA SALA, *La*

del danno ai profili soggettivi della condotta, magari distinguendo – a quest’ultimo riguardo – a seconda della connotazione fraudolenta o colposa delle operazioni poste in essere, delle eventuali interferenze nella gestione dell’impresa rese possibili dal sostegno finanziario e dei propositi concretamente perseguiti dal soggetto finanziatore (a seconda, ad esempio, che volti a realizzare benefici strettamente individuali ovvero a trarre vantaggi solo indiretti, quale mero riflesso del salvataggio dell’impresa<sup>129</sup>).

Se la definizione di questi criteri potrebbe di per sé ridimensionare, similmente a quanto accaduto in altre esperienze<sup>130</sup>, il problema di una

---

*responsabilità da abusiva concessione di credito alle imprese nella prospettiva del codice civile (con qualche riflessione critica sugli orientamenti della giurisprudenza recente)*, cit., 813 ss.

<sup>129</sup> A questo riguardo non potendosi a mio avviso dubitare, infatti, che una cosa è la grave condotta del finanziatore che persista nel suo sostegno allo scopo di salvaguardare interessi esclusivamente individuali (come nel caso dell’artificioso sostegno dell’impresa al solo scopo di rendere non più revocabili pregresse operazioni o per trasformare l’originaria natura chirografaria di un pregresso credito), altro è invece il sostegno all’impresa nei cui confronti già risulti una forte esposizione e che il finanziatore continui tuttavia a sostenere nella speranza di una ripresa di mercato, magari valutando erroneamente le prospettive ma comunque con un preciso proposito di salvataggio dell’impresa, il vantaggio individuale perseguito rappresentando chiaramente un mero riflesso di quest’ultimo.

<sup>130</sup> In Francia, in particolare, la valutazione comparata degli interessi coinvolti ha indotto il legislatore ad introdurre il già ricordato *Article L.650-1 Code de commerce* (v. *supra*, nota 121), che ha subordinato la responsabilità per concessione abusiva del credito al rigoroso accertamento dell’elemento soggettivo della condotta, limitando tale responsabilità alle sole ipotesi di comportamento fraudolento, di interferenza nella gestione della impresa e di ottenimento di garanzie sproporzionate rispetto al credito, escludendo in tal modo ogni ipotesi di responsabilità solo colposa («Lorsqu’une procédure de sauvegarde, de redressement judiciaire ou de liquidation judiciaire est ouverte, les créanciers ne peuvent être tenus pour responsables des préjudices subis du fait des concours consentis, sauf les cas de fraude, d’immixtion caractérisée dans la gestion du débiteur ou si les garanties prises en contrepartie de ces concours sont disproportionnées à ceux-ci. Pour le cas où la responsabilité d’un créancier est reconnue, les garanties prises en contrepartie de ses concours peuvent être annulées ou réduites par le juge»). Questa disciplina, in ragione delle predette limitazioni, ha inizialmente suscitato dubbi di legittimità costituzionale, che sono stati tuttavia superati da Cons. const., Décision n° 2005-522 DC du 22 juill 2005. Per l’interpretazione giurisprudenziale di questa disciplina, v. Cass. com., 29 juin 2022, n° 21-10.715; Cass. com., 20 septembre 2017, n° 16-12.939; Cass. com., 27 mars 2012, n° 10-20.077; Cass. com., 18 mai 2017, n° 15-25.914; Cass. com., 22 mars

eccessiva esposizione delle banche al rischio di azioni risarcitorie<sup>131</sup>, ridimensionando così anche la portata pratica della questione riguardante la legittimazione del curatore ad agire in rappresentanza della massa<sup>132</sup>, non priverebbe tuttavia questa stessa questione di interesse, stante la sua specifica rilevanza ai fini della soluzione del problema della corretta destinazione del risultato dell'azione.

Una volta ammesso, come per le già viste ragioni da parte mia sarei portato a fare, che l'indistinta attribuzione del risultato risarcitorio alla massa condurrebbe a risultati spesso insoddisfacenti, a suggerire di escludere la legittimazione del curatore dovrebbe essere infatti l'opportunità di una tutela selettiva, per il cui perseguimento occorrerebbe, o riconoscere la possibilità da parte del curatore di agire a tutela degli interessi dei creditori appartenenti alle sottomasse, anche se questo presupporrebbe una nozione della *par condicio* forse non ancora acquisita dalla prevalente interpretazione, o in alternativa concludere che ad agire dovrebbero essere in ogni caso i singoli creditori, i quali tutt'al più, versando in situazioni analoghe, potrebbero promuovere un "fascio" di azioni individuali.

---

2017, n° 15-13.290, tutte rinvenibili in <https://www.legifrance.gouv.fr>. In dottrina, R. ROUTIER, *Le cantonnement de la responsabilité pour soutien abusif*, *Gaz. Pal.*, 2005, 252-253, 33 ss.; V. FORRAY, *Commentaire complémentaire de l'article L. 650-1 du code de commerce*, *RTD comm.*, 2008, 661 ss. Sulle incertezze della disciplina, J. LAISNEY, *Nouvelles incertitudes sur la responsabilité du banquier pour soutien abusif*, *RLDA*, 2010, 48. Per altri riferimenti v., R. ROUTIER, *L'article L. 650-1 du code de commerce: un article «détonnant» pour le débiteur et «détonant» pour le contribuable?*, *Recueil Dalloz*, 2006, 2916; D. LEGAIS, *Loi du 26 juillet 2005 relative à la sauvegarde des entreprises*, *RDT Com.*, 2005, 818. Per quanto sia pacifico che sia stata introdotta per non scoraggiare il supporto degli istituti di credito, va infine notata la portata generale della disciplina, avendo in particolar modo Cass. com., 16 ottobre 2012, n° 11-22.993, confermato l'applicabilità del principio di non responsabilità (non alle sole banche bensì) ad ogni fornitore di assistenza finanziaria.

<sup>131</sup> Alla cui soluzione non può di certo bastare la circostanza che i finanziatori non dovrebbero essere chiamati a rispondere ogniqualvolta il supporto finanziario abbia riguardato iniziative ragionevolmente destinate al successo, i confini del sindacato di "ragionevolezza" essendo «troppo labili» oltre che «inevitabilmente viziat[i] dal senno di poi» (C. MOTTI, *L'evoluzione del ruolo delle banche nella crisi d'impresa*, cit., 101).

<sup>132</sup> Come già visto, la legittimazione del curatore è infatti sicuramente in grado di condizionare in modo pragmatico il livello di rischiosità risarcitoria cui va incontro la banca, ciò dipendendo dalla minore propensione dei singoli creditori all'avvio dell'azione rispetto a quella del curatore.

Come facile intuire, però, questo fascio di domande, né se coordinate tra di loro e neppure se cumulate in un unico giudizio<sup>133</sup>, potrebbero ovviare alle difficoltà pratiche delle quali si è dato conto. Mentre, forse, sarebbe diverso se anche il nostro ordinamento riuscisse a rendere operativo lo strumento delle azioni “di classe”<sup>134</sup>, che come noto prevede l’accertamento che la condotta addebitata abbia leso diritti individuali omogenei, consentendo ai portatori di questi ultimi di beneficiare del risultato dell’azione mediante il meccanismo della adesione. Semplificando e rendendo la partecipazione meno onerosa, lo strumento dell’azione collettiva potrebbe infatti facilitare l’avvio dell’iniziativa risarcitoria anche nelle situazioni più complesse, quali

---

<sup>133</sup> Ai sensi dell’art. 103 cod. proc. civ., disciplinante il litisconsorzio facoltativo, il cumulo delle domande è notoriamente consentito qualora più parti agiscano contro un medesimo soggetto per la medesima *causa petendi*.

<sup>134</sup> In effetti, nonostante le varie modifiche alla disciplina della *class action*, il nostro paese sembra non essere ancora riuscito a delineare una strada per i procedimenti risarcitori a carattere collettivo. Invero, dopo essere stata inizialmente introdotta dalla legge 244/2007, la disciplina è stata interessata da vari interventi di modifica ad opera della l. 99/2009, del d.l. 24 gennaio 2012, n. 1, convertito dalla l. 27/2012, e sino a giungere alla l. 31/2019, che ha inserito nel codice di procedura civile il Titolo VIII-bis, rubricato «Dei procedimenti collettivi» (artt. 840-bis – 840-sexiesdecies), che come noto consente la tutela delle «situazioni giuridiche attribuite ai membri di una classe, in cui i diritti dei singoli sono diversi e distinti tra di loro, ma dipendono tutti da una comune questione di fatto o diritto capace di rendere possibile un provvedimento giurisdizionale di contenuto uniforme» (F. SANTANGELI - P. PARISI, *Il nuovo strumento di tutela collettiva risarcitoria: l’azione di classe dopo le recenti modifiche all’art. 140-bis cod. cons.*, in *Judicium - Il processo civile in Italia e in Europa*, 10 e 11, in [www.judicium.it](http://www.judicium.it)). Sulla disciplina introdotta nel Titolo VIII-bis del codice di procedura civile, v. in dottrina M. LORENZOTTI, *Azione di classe e diritti individuali omogenei: opportunità o limite?*, in *Contr. impr.*, 2022, 682 ss.; C. CONSOLO, *L’azione di classe, trifasica, infine inserita nel c.p.c.*, in *Riv. dir. proc.*, 2020, 714 ss.; B. SASSANI, *Class Action. Commento sistematico alla legge 12 aprile 2019, n. 3*, Pisa, 2019; M. FRANZONI, *Azione di classe, profili sostanziali*, in *Danno resp.*, 2019, 309 ss.; D. AMADEI, *Nuova azione di classe e procedimenti collettivi nel codice di procedura civile (l. 12 aprile 2019, n. 31)*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2019, p. 1049 ss.; P. FLORIO, *La nuova azione di classe, passi in avanti verso gli obiettivi di accesso alla giustizia e deterrenza?*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), 22 giugno 2019). In tema di azioni di classe, nuove previsioni a tutela dei soli consumatori sono state infine introdotte dal d.lgs. 10 marzo 2023, n. 28, che ha dato attuazione alla direttiva UE 2020/1828 inserendo nel codice del consumo il Titolo II.1, rubricato “Azioni rappresentative a tutela degli interessi collettivi dei consumatori” (artt. 140-ter – 140-quaterdecies).



soprattutto quelle con un gran numero di creditori portatori di interessi commisurati a percentuali magari modeste, come anche potrebbe fornire una soluzione nei casi contraddistinti dalla presenza di vari gruppi di creditori ciascuno dei quali danneggiato in maniera diversa<sup>135</sup>. Senza a quel punto la necessità, qualora lo strumento dell'azione di classe dimostrasse di essere in grado di dare una risposta effettiva, di dover necessariamente assecondare la tendenza, sorretta più dal piano pratico che da quello formale e giuridico, a considerare il pregiudizio arrecato dall'irresponsabile finanziamento come un generalizzato danno alla massa, implicante la legittimazione del curatore a promuovere l'azione per ripartirne il ricavato indistintamente tra tutti i creditori.

---

<sup>135</sup> Richiedendo l'azione di classe l'identificazione dei caratteri dei diritti omogenei lesi e la conseguente specificazione degli elementi necessari per l'adesione, quest'ultima dovrebbe presupporre la possibilità di una successiva liquidazione del danno in applicazione di un criterio uniforme. In mancanza di tale requisito, ogniqualvolta dovesse emergere che una abusiva condotta abbia differentemente danneggiato varie categorie di soggetti, andrebbe quindi valutata o l'ipotesi dell'avvio di distinte azioni ovvero, secondo quanto suggerirebbe qualche precedente giurisprudenziale, la formazione, nell'ambito della medesima azione di classe, di sottoclassi che tengano conto delle differenti conseguenze della medesima condotta (cfr. Trib. Cagliari, 10 febbraio 2017, con commento di F. DE DOMINICIS, in *giustiziacivile.com*, 11 aprile 2018).



## **Antiriciclaggio e contrasto del finanziamento del terrorismo nel “settore del calcio professionistico” ai sensi del nuovo *EU Single Rulebook* AML/CFT di cui al Regolamento (UE) 2024/1624**

**SOMMARIO:** 1. Il *legislative package* di riforma del *framework* giuridico unionale in materia AML/CFT, tra trasmutazione delle fonti e adozione di un *EU Single Rulebook* AML/CFT – 2. L’estensione dell’ambito di applicazione delle nuove disposizioni e controlli AML/CFT anche al settore del “calcio professionistico” – 3. La “codificazione” della qualificazione dei “*football agents*” e “*professional football clubs*” quali nuovi “soggetti obbligati” ai sensi dell’emanando *EU Single Rulebook* AML/CFT – 4. Gli spazi di discrezionalità nazionale nel calibrare l’applicazione del nuovo regime AML/CFT ai “*professional football club*”, tra *standstill* e validazione da parte della Commissione europea.

### *1. Il legislative package di riforma del framework giuridico unionale in materia AML/CFT, tra trasmutazione delle fonti e adozione di un EU Single Rulebook AML/CFT*

Il sistema finanziario dell’UE inteso in senso ampio (vale a dire comprensivo dei comparti bancario, assicurativo e dell’intermediazione finanziaria in senso proprio) è da tempo oggetto di uno specifico *framework* normativo in materia di “antiriciclaggio” (AML) e di “contrasto del finanziamento del terrorismo” (CFT), ovvero di un *corpus* di norme e un sistema di controlli, di preminente matrice internazionale<sup>1</sup>, volti a prevenire l’utilizzo del sistema stesso per fini di riciclaggio e/o di finanziamento del terrorismo<sup>2</sup>. Ciò trova la sua

---

<sup>1</sup> Sul punto cfr. AA.VV., *Lineamenti della disciplina internazionale di prevenzione e contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo*, a cura di M. Condemi e F. De Pasquale, *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale della Banca d’Italia*, Roma, n. 60/2008; L. CUZZOCREA, *La normativa sovranazionale e gli organismi di monitoraggio e controllo del “fenomeno riciclaggio”* e A. AMATURO, *La regolamentazione internazionale contro il finanziamento del terrorismo*, entrambi in AA.VV., *Il riciclaggio come fenomeno transnazionale: normative a confronto*, a cura di R. Razzante, Giuffrè, Milano, 2014, rispettivamente p. 73 e p. 115.

<sup>2</sup> Al riguardo *ex multis* cfr; L.CRISCUOLO, *La prevenzione del riciclaggio sotto il profilo finanziario: adeguata verifica, registrazione, segnalazione di operazioni sospette*, in AA.VV., *Il riciclaggio del denaro. Il fenomeno, il reato, le norme di*

precipua giustificazione nell'evidenza fattuale che, in linea di massima, il "riciclaggio, nelle sue manifestazioni più significative, è svolto nei mercati finanziari, attraverso gli intermediari che vi operano"<sup>3</sup>. Per altro verso, nel tutelare sia l'integrità dell'economia e del sistema finanziario dell'UE, sia la sicurezza dei cittadini<sup>4</sup>, tale quadro normativo risulta in ultima istanza funzionale al più generale obiettivo della difesa dell'ordine pubblico, tanto che la lotta contro il riciclaggio di capitali costituisce, anche secondo la costante giurisprudenza della Corte di Giustizia, un "obiettivo legittimo" tale da poter giustificare, ove effettivamente necessario, finanche "un ostacolo alle libertà fondamentali garantite dal Trattato"<sup>5</sup>.

In punto di diritto positivo, rileva al riguardo il fatto che il quadro giuridico unionale della materia è stato finora costituito principalmente da direttive e solo marginalmente da regolamenti, da cui la riscontrata

---

*contrasto*, a cura di E. Cappa e L.D. Cerqua, Giuffrè, Milano, 2012, p. 121; E. FISICARO, *Antiriciclaggio e terza direttiva Ue. Obblighi a carico dei professionisti intermediari finanziari e operatori non finanziari alla luce del D.Lgs. 231/2007*, Giuffrè, Milano, 2008, p. 4; AA.VV., *Antiriciclaggio*, a cura di S. Galmarini, Wolters Kluwer Italia, 2019, p. 20.

<sup>3</sup> P. COSTANZO, M. SIANI, *L'evoluzione della disciplina internazionale*, in AA.VV., *La normativa in tema di prevenzione del riciclaggio: autorità, regole e controlli*, a cura di G. CASTALDI, C. CLEMENTE, Banca d'Italia, *Quaderni dell'antiriciclaggio*, 2023, 23.

<sup>4</sup> Cfr. Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai meccanismi che gli Stati membri devono istituire per prevenire l'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo e che abroga la direttiva (UE) 2015/849, Bruxelles, 20.7.2021, COM(2021) 423 final, 2021/0250 (COD), 1.

<sup>5</sup> *Ex multis* cfr. Corte di Giustizia, Sentenza della Corte (Prima Sezione) del 31 maggio 2018 (Causa C-190/17), Zheng contro Ministerio de Economía y Competitividad, punto 38.

Per quanto riguarda in particolare l'equilibrio tra diritto alla "privacy" ed esigenze di trasparenza nell'interesse pubblico per finalità di prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio di denaro o finanziamento del terrorismo con specifico riferimento all'accesso pubblico alle informazioni sulla titolarità effettiva ai sensi delle disposizioni introdotte dalla c.d. *V direttiva antiriciclaggio*, definito però in questo caso nel senso della prevalenza del primo rispetto a dette esigenze, cfr. Corte di Giustizia (Grande Sezione), sentenza del 22 novembre 2022 (Cause riunite C-37/20 e C-601/20), WM e Sovim SA contro Luxembourg Business Registers, sul punto cfr. M. PAPPALARDO, *Lotta al riciclaggio e privacy: la Corte di Giustizia alla ricerca di un punto di equilibrio tra esigenze di trasparenza e protezione dei dati personali*, in *Le Società*, n. 6/2023, p. 676.

problematica della non sempre omogenea e convergente applicazione della normativa UE in materia di AML/CFT nei diversi Stati Membri<sup>6</sup>.

In estrema sintesi, la prima direttiva nell'UE in materia di prevenzione dell'uso del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività illecite è stata la c.d. “*I direttiva AML*” del 1991 (Direttiva 91/308/CEE)<sup>7</sup>, la quale tra l'altro “mutua dalla Convenzione di Vienna delle Nazioni Unite la disciplina della fattispecie di riciclaggio”<sup>8</sup>. Ad oggi le principali norme unionali di riferimento in materia AML/CFT sono invece, ancora, recate dalla c.d. “*IV Direttiva AML*” del 2015 (Direttiva (UE) 2015/849)<sup>9</sup>, come poi ulteriormente aggiornata e modificata ai sensi della c.d. “*V Direttiva AML*” del 2018 (Direttiva (UE) 2018/843)<sup>10</sup>, di cui è stata tuttavia da ultimo disposta l'abrogazione e sostituzione nell'ambito dell'organica “ricodificazione” e rafforzamento del *framework* unionale in materia AML/CFT realizzata mediante l'approvazione di un innovativo c.d. “*AML/CFT package*” unionale basato sulla pertinente proposta presentata dalla Commissione europea il 20 luglio 2021<sup>11</sup> in linea col

---

<sup>6</sup> Cfr. Corte dei Conti Europea, *Gli sforzi dell'UE per contrastare il riciclaggio di denaro nel settore bancario sono frammentari e l'attuazione è insufficiente*, Relazione speciale 13/2021, 27 ss.; in tal senso *ex multis* anche P. COSTANZO, *Il contrasto del riciclaggio nel contesto internazionale*, in AA.VV., *La normativa in tema di prevenzione del riciclaggio: autorità, regole e controlli*, *op. cit.*, 18.

<sup>7</sup> Direttiva 91/308/CEE del Consiglio, del 10 giugno 1991, relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività illecite.

<sup>8</sup> P. COSTANZO, M. SIANI, *op. cit.*, 25.

<sup>9</sup> Direttiva (UE) 2015/849 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 20 maggio 2015 relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo, che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 2005/60/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e la direttiva 2006/70/CE della Commissione. In generale in argomento si rinvia a AA.VV., *The New Anti-Money Laundering Law. First Perspective on the 4th European Union Directive*, a cura di D. Siclari, Palgrave Macmillan, 2016.

<sup>10</sup> Direttiva (UE) 2018/843 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 30 maggio 2018, che modifica la direttiva (UE) 2015/849 relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo e che modifica le direttive 2009/138/CE e 2013/36/UE

<sup>11</sup> Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Beating financial crime: Commission overhauls anti-money laundering and countering the financing of terrorism rules*, Press release IP/21/3690, Brussels, 20 July 2021. Per un primo commento cfr. N. MAINIERI e N. DI

proprio Piano di Azione in materia del 2020<sup>12</sup>. L’abrogazione della *IV Direttiva AML* è stata segnatamente disposta “a decorrere dal 10 luglio 2027” ai sensi dell’art. 77 della nuova c.d. “*VI Direttiva AML*” del 2024 (Direttiva (UE) 2024/1640)<sup>13</sup>.

In particolare, nella suddetta proposta del 2021 la Commissione europea ebbe infatti a confermare che l’attuale approccio del diritto unionale in materia AML/CFT ha dato luogo ad una sua interpretazione e applicazione divergente da parte degli Stati Membri, con conseguente frammentazione del mercato interno, maggiori costi e oneri per i soggetti che operano su base transfrontaliera e problemi di “*forum shopping*”, elusione e arbitraggio normativo<sup>14</sup>. In ragione di ciò la Commissione ha proposto quindi che la legislazione UE in materia debba divenire “più articolata, precisa e meno soggetta a un’attuazione divergente” e che “talune parti della direttiva antiriciclaggio dovrebbero essere trasformate in disposizioni direttamente applicabili stabilite da un regolamento” aventi quanto meno ad oggetto la disciplina a livello unionale dell’elenco dei soggetti obbligati, dei requisiti di adeguata verifica della clientela, dei controlli interni, degli obblighi di segnalazione, dei registri sulla titolarità effettiva e dei registri

---

GABRIELE, *Antiriciclaggio: la proposta di single rule book della Commissione europea*, in questa Rivista, *Approfondimenti*, Luglio 2021.

<sup>12</sup> Cfr. Comunicazione della Commissione relativa a un piano d’azione per una politica integrata dell’Unione in materia di prevenzione del riciclaggio di denaro e del finanziamento del terrorismo (Bruxelles, 7.5.2020 C(2020) 2800 final), GU C 164, 13.5.2020, 21 - 33.

<sup>13</sup> Direttiva (UE) 2024/1640 del Parlamento europeo e del Consiglio del 31 maggio 2024 relativa ai meccanismi che gli Stati membri devono istituire per prevenire l’uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo, che modifica la direttiva (UE) 2019/1937, e modifica e abroga la direttiva (UE) 2015/849.

<sup>14</sup> In tal senso è stato infatti osservato che le “*cinque direttive “antiriciclaggio” adottate tra il 1991 e il 2018 sono improntate a un approccio di contenuta armonizzazione, sebbene gli interventi più recenti (con la terza e soprattutto con la quarta direttiva del 2015) siano caratterizzati da disposizioni dettagliate che lasciano meno spazio alla discrezionalità nazionale. Per conseguenza, sussistono ancora significative differenze tra le soluzioni nazionali, con discrepanze e carenze, che generano bassi livelli di efficacia e opportunità di elusione (per i criminali) e di arbitraggio (per i soggetti obbligati)*”, P. COSTANZO, M. SIANI, *op. cit.*, 30.

centralizzati dei conti bancari<sup>15</sup>. In linea con tali valutazioni, anche in sede di approvazione della “*VI Direttiva AML*” risulta essere stato specificamente considerato che sebbene le norme di cui alle disposizioni della “*VI Direttiva AML*” “esistano e siano in evoluzione da trent’anni, tali norme sono [...] attuate in modo non pienamente conforme alle esigenze di un mercato interno integrato”<sup>16</sup>.

Altri atti normativi dell’UE particolarmente rilevanti in materia di AML/CFT sono altresì la Direttiva (UE) 2018/1673<sup>17</sup> del 2018 sulla lotta al riciclaggio mediante il diritto penale con cui sono state armonizzate la definizione stessa del reato di riciclaggio di denaro e le relative sanzioni, e la Direttiva (UE) 2019/1153<sup>18</sup> del 2019 con cui è stato ulteriormente agevolato l’accesso alle informazioni finanziarie e alle informazioni sui conti bancari e il loro utilizzo da parte delle autorità competenti a fini di prevenzione, accertamento, indagine o perseguimento di reati gravi, nonché previste “misure intese ad agevolare l’accesso delle unità di informazione finanziaria («FIU») alle informazioni in materia di contrasto per la prevenzione e il contrasto del riciclaggio, dei reati presupposto associati e del finanziamento del terrorismo nonché misure per favorire la cooperazione tra FIU” (cfr. art. 2 della Direttiva (UE) 2019/1153)<sup>19</sup>. Con l’ulteriore Direttiva (UE)

---

<sup>15</sup> Cfr. Comunicazione della Commissione relativa a un piano d’azione per una politica integrata dell’Unione in materia di prevenzione del riciclaggio di denaro e del finanziamento del terrorismo (Bruxelles, 7.5.2020 C(2020) 2800 final), 6 s.

<sup>16</sup> Considerando n. 2) della “*VI Direttiva AML*”.

<sup>17</sup> Direttiva (UE) 2018/1673 del Parlamento europeo e del Consiglio del 23 ottobre 2018 sulla lotta al riciclaggio mediante il diritto penale.

<sup>18</sup> Direttiva (UE) 2019/1153 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 giugno 2019, che reca disposizioni per agevolare l’uso di informazioni finanziarie e di altro tipo a fini di prevenzione, accertamento, indagine o perseguimento di determinati reati, e che abroga la decisione 2000/642/GAI del Consiglio.

<sup>19</sup> In particolare come ivi considerato “La direttiva (UE) 2015/849 ha sensibilmente rafforzato il quadro giuridico dell’Unione che disciplina l’attività e la cooperazione delle FIU, compresa la valutazione da parte della Commissione sulla possibilità di istituire un meccanismo di coordinamento e supporto. Lo status giuridico delle FIU varia tra gli Stati membri e può essere quello di servizio amministrativo, di contrasto o ibrido. I poteri delle FIU comprendono il diritto di accedere alle informazioni finanziarie, amministrative e in materia di contrasto di cui hanno bisogno per prevenire, accertare e contrastare il riciclaggio, i reati presupposto associati e il finanziamento del terrorismo. Tuttavia, il diritto dell’Unione non definisce tutti gli strumenti e i meccanismi specifici che le FIU dovrebbero avere a

2019/1937 del 2019<sup>20</sup>, recante le norme minime comuni di protezione delle persone che segnalano violazioni del diritto dell'Unione, sono state altresì coordinate e integrate le norme in materia di protezione dei “whistleblowers” pure contenute nella “VI direttiva AML” (e.g. artt. 37, 38 e 61).

Ciò posto, per quanto qui di più diretto interesse, con specifico riguardo al novero dei c.d. “soggetti obbligati” tenuti al rispetto delle pertinenti prescrizioni AML/CFT e destinatari dei pertinenti poteri di controllo ed *enforcement*, vale rilevare che il relativo elenco ai sensi del diritto unionale sia stato invero progressivamente ampliato, essendo stato esteso dall'originario insieme dei “soli” enti creditizi e finanziari, anche a tutta una serie di persone fisiche o giuridiche che agiscono nell'esercizio della loro attività professionale, in quanto anch'essi via via considerati come necessari *gatekeepers* rispetto ai rischi di utilizzo del sistema finanziario per attività di ML/FT<sup>21</sup>.

In particolare, mentre inizialmente la “I Direttiva AML” recava infatti un serie di prescrizioni specificamente relative all'attività dei soli enti creditizi e finanziari come ivi definiti, e comprendenti anche le imprese di assicurazione (salva tuttavia l'indicazione agli Stati Membri di provvedere ad estendere, in tutto o in parte, le disposizioni della medesima direttiva anche ad attività professionali e categorie di imprese diverse da detti enti creditizi e finanziari, ove queste svolgessero attività particolarmente suscettibili di utilizzazione a fini di riciclaggio – cfr. art. 12 della “I Direttiva AML”), invece ai sensi delle tutt'ora vigenti norme unionali sono espressamente annoverati tra i “soggetti obbligati” (cfr. art. 1, par. 1, della “IV Direttiva AML”) anche i revisori dei conti, i consulenti tributari, i notai e altri liberi professionisti legali, gli agenti immobiliari, i prestatori di servizi di

---

disposizione per poter accedere a tali informazioni e svolgere i loro compiti. Poiché gli Stati membri restano interamente responsabili per l'istituzione e la scelta della natura organizzativa delle FIU, le differenti FIU hanno diversi livelli di accesso alle banche dati normative, la cui conseguenza è uno scambio insufficiente di informazioni tra autorità di contrasto o procure e FIU” (cfr. considerando n. 14).

<sup>20</sup> Direttiva (UE) 2019/1937 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 ottobre 2019, riguardante la protezione delle persone che segnalano violazioni del diritto dell'Unione.

<sup>21</sup> In tal senso cfr. S. ODED, C. DARGHAM, A. CAPPEL, J. GILLE, *European Council and Parliament reach agreement: New rules on anti-money laundering are one step closer*, Norton Rose Fulbright, February 2024.



gioco d'azzardo, nonché da ultimo i c.d. prestatori di servizi di “cambio tra value virtuali e valute aventi corso forzoso” e di “portafoglio digitale” e le persone che commerciano, intermediano nel commercio, o conservano opere d'arte, comprese gallerie d'arte e case d'asta (quali inseriti nell'elenco di “soggetti obbligati” ai sensi dell'art. 1, par. 1, lett. c), della “*V Direttiva Antiriciclaggio*”).

Anche relativamene a tale aspetto dell'individuazione di altri e ulteriori “soggetti obbligati” è stato rilevato tuttavia il perdurare – come detto – una certa divergenza applicativa tra i diversi Stati Membri, ad esempio per quanto riguarda le c.d. “*piattaforme di crowdfunding*” (di cui all'art. 2, par. 1, lett. d) del Regolamento (UE) 2020/1503)<sup>22</sup>, nonché per i commercianti di diamanti<sup>23</sup>, che proprio tramite il suddetto *AML/CFT* package si è voluto, tra l'altro, arrivare ad eliminare<sup>24</sup>.

---

<sup>22</sup> Regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento europeo e del Consiglio del 7 ottobre 2020 relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese, e che modifica il regolamento (UE) 2017/1129 e la direttiva (UE) 2019/1937. In particolare, ai sensi dell'art. 45, par. 2, lett. c), del Regolamento in questione alla Commissione europea è stato attribuito il compito di presentare al Parlamento europeo e al Consiglio una relazione contenente, tra l'altro, apposite valutazioni circa la “*la necessità e la proporzionalità di assoggettare i fornitori di servizi di crowdfunding ad obblighi di conformità al diritto nazionale di attuazione della direttiva (UE) 2015/849 in relazione al riciclaggio o al finanziamento del terrorismo e di aggiungere tali fornitori all'elenco di soggetti obbligati ai fini della suddetta direttiva*”. In generale sulla nuova regolamentazione UE delle piattaforme di *crowdfunding* cfr. A. SCIARRONE ALIBRANDI, E. D'IPPOLITO, M. MUSITELLI, *Protecting Crowdfunders: Is a MiFID-Mimicking Approach Appropriate?*, in *European Company Law*, Vol. 13, Issue 1 (2016), 27 ss.; U. PIATTELLI, *Il nuovo Regolamento Europeo sul “crowdfunding”*, in *Il nuovo diritto delle Società*, n. 3/2021, 427 ss.; G. ROSSI, *Il nuovo Regolamento Europeo sui servizi di “crowdfunding”: l'Europa e il mercato della condivisione*, in *Contratto e impresa. Europa (Online)*, n. 3/2021, 587 ss.; S. CORSO, *Il regolamento europeo sui fornitori di servizi di crowdfunding: prime considerazioni*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2021, 267 ss.; S. MEZZACAPO, *Il nuovo regime giuridico del “financial return” crowdfunding nel mercato interno, tra regolamentazione unionale uniforme e passporting UE*, in *Diritto della Banca e del Mercato Finanziario*, 2022, 639 ss.

<sup>23</sup> Comunicazione della Commissione relativa a un piano d'azione per una politica integrata dell'Unione in materia di prevenzione del riciclaggio di denaro e del finanziamento del terrorismo (2020/C 164/06), 24.

<sup>24</sup> Ad esempio ai sensi dell'art. 3, n. 3, lett. e) e h) del Regolamento (EU) 2024/1624 del Parlamento europeo e del Consiglio del 31 maggio 2024 relativo alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del

Tale *AML/CFT package* persegue, infatti, il precipuo scopo di realizzare un'organica riforma strutturale dell'attuale *framework* giuridico UE in materia AML/CFT, sia dal punto di vista del contenuto delle norme che delle relative fonti, aggiornando specificamente il *framework* esistente in modo da assicurare “*a more uniform implementation of the rules across the EU, by reducing the margin of interpretation left to Member States and by making the implementation and application of the rules more consistent across the internal market*”<sup>25</sup>; ciò anche attraverso il maggior ricorso allo strumento giuridico del regolamento, per sostituire quindi con norme unionali uniformi, e direttamente applicabili, molte disposizioni invece tradizionalmente recate da direttive, in particolare dalla “*IV direttiva AML*, nonché per istituire una nuova autorità unica dell'Unione (c.d. “*AMLA*”) con competenze e poteri in materia AML/CFT non solo di coordinamento, ma anche di supervisione diretta<sup>26</sup>.

Un approccio quello appena indicato che richiama alla mente, *mutatis mutandis*, un processo di trasmutazione delle fonti del diritto unionale riscontrabile in modo sempre più frequente nella definizione della disciplina UE di ambiti e materie affini a quelli in esame, come ad

---

terrorismo (come già della relativa proposta della Commissione europea del 20.7.2021, COM(2021) 420 final, 2021/0239 (COD)), sia le “persone che commerciano, quale attività professionale regolare o principale, pietre e metalli preziosi” sia i “fornitori di servizi di crowdfunding e intermediari di crowdfunding” sono stati espressamente qualificati come “soggetti obbligati” ai fini AML/CFT.

<sup>25</sup> *Commission staff working document, Impact assessment Accompanying the Anti-money laundering package: Proposal for a Regulation of the European parliament and of the Council on the prevention of the use of the financial system for the purposes of money laundering or terrorist financing; Proposal for a Directive of the European parliament and of the Council on the mechanisms to be put in place by the Member States for the prevention of the use of the financial system for the purposes of money laundering or terrorist financing and repealing Directive (EU)2015/849; Proposal for a Regulation of the European parliament and of the Council establishing the European Authority for Countering Money Laundering and Financing of Terrorism, amending Regulations (EU) No 1093/2010, (EU) 1094/2010 and (EU) 1095/2010; Proposal for a Regulation of the European parliament and of the Council on information accompanying transfers of funds and certain crypto-assets, Brussels, 20.7.2021, SWD(2021) 190 final, 3.*

<sup>26</sup> In generale sul punto cfr. A. URBANI, *Verso la centralizzazione della supervisione antiriciclaggio? (Towards the centralization of Anti-Money Laundering Supervision)*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, suppl., 172 – 190.

esempio quello del contrasto e della repressione delle condotte illecite costituenti “abusi di mercato” nel settore finanziario, in cui infatti sulla base di analoghe considerazioni ed esigenze di maggior uniformità normativa la precedente direttiva in materia<sup>27</sup> (**Direttiva 2003/6/CE del 28 gennaio 2003 – c.d. MAD**) è stata poi abrogata e sostituita dal regolamento sugli abusi di mercato<sup>28</sup> (Regolamento (UE) n. 596/2014 del 16 aprile 2014 – c.d. MAR)<sup>29</sup>.

Un analogo processo è riscontrabile altresì con riguardo all’evoluzione e modernizzazione della disciplina UE del contiguo settore dei servizi di pagamento nel mercato interno. Anche in questo caso infatti dopo la sostituzione della prima direttiva in materia del 2007, la c.d. “PSD1”<sup>30</sup>, con la seconda direttiva del 2015 (c.d. “PSD2”)<sup>31</sup>, la più recente proposta legislativa formulata in materia nel 2023 dalla Commissione europea<sup>32</sup> prevede anch’essa l’abrogazione e trasposizione della disciplina di cui alla PSD2 in un *corpus* normativo costituito da una nuova direttiva e soprattutto da un del tutto nuovo regolamento<sup>33</sup>, ossia: a) una direttiva relativa ai servizi di pagamento e

---

<sup>27</sup> Cfr. Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, relativa all’abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato).

<sup>28</sup> Cfr. Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativo agli abusi di mercato (regolamento sugli abusi di mercato) e che abroga la direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE della Commissione.

<sup>29</sup> In senso conforme cfr. D. MURADYAN, *The efficiency of the European Union’s Anti-money laundering legislation. An analysis of the legal basis and the harmonisation of the EU Anti-money, laundering legal framework*, Stockholm Universitet, 2021, 53 ss.

<sup>30</sup> Cfr. Direttiva 2007/64/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 novembre 2007, relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, recante modifica delle direttive 97/7/CE, 2002/65/CE, 2005/60/CE e 2006/48/CE, che abroga la direttiva 97/5/CE.

<sup>31</sup> Cfr. Direttiva (UE) 2015/2366 del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 novembre 2015 relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, che modifica le direttive 2002/65/CE, 2009/110/CE e 2013/36/UE e il regolamento (UE) n. 1093/2010, e abroga la direttiva 2007/64/CE.

<sup>32</sup> Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Modernising payment services and opening financial services data: new opportunities for consumers and businesses*, press release IP/23/354, Brussels, 28 June 2023

<sup>33</sup> Circa la scelta di utilizzare lo strumento giuridico del regolamento è stato infatti specificamente indicato che “[a]ttualmente la PSD2 è una direttiva applicata mediante

a quelli di moneta elettronica incentrata per lo più sui profili dell'autorizzazione e della vigilanza dei relativi prestatori (c.d. PSD3)<sup>34</sup>; b) un regolamento recante le norme sugli “obblighi uniformi per la prestazione di servizi di pagamento e di servizi di moneta elettronica”, specificamente per quanto riguarda anche aspetti attualmente disciplinati dalla PSD2, quali la trasparenza delle condizioni e i requisiti informativi, nonché i diritti e gli obblighi degli utenti e dei prestatori dei servizi stessi in relazione alla prestazione di servizi medesimi (c.d. *Payment Services Regulation* – PSR)<sup>35</sup>.

Ciò posto, l'*AML/CFT package* proposto dalla Commissione, come poi da ultimo approvato, comprende in particolare ben quattro proposte legislative, basate sull'art. 114 del TFUE, il cui combinato disposto definisce il nuovo *corpus* normativo unionale in materia AML/CFT<sup>36</sup>. Questo viene ad essere così articolato innanzitutto in un regolamento “relativo alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio e finanziamento del terrorismo”, che rappresenta il vero e proprio nuovo *EU Single Rulebook AML/CFT* (i.e. Regolamento (UE) 2024/1624 del Parlamento europeo e del Consiglio del 31 maggio

---

il recepimento della normativa negli Stati membri. Tuttavia, ai fini di un'attuazione più coerente negli Stati membri, in diversi settori della normativa dell'UE in materia di servizi finanziari si è ritenuto opportuno adottare norme applicabili alle imprese finanziarie in un regolamento direttamente applicabile. La revisione della PSD2 ha portato alla conclusione che tale approccio sarebbe appropriato anche per quanto riguarda la normativa sui pagamenti e, di conseguenza, all'inserimento delle modifiche della PSD2 proposte in due atti legislativi distinti”, ossia appunto un proposta di regolamento e una proposta di direttiva, COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento del parlamento europeo e del consiglio relativo ai servizi di pagamento nel mercato interno e che modifica il regolamento (UE) n. 1093/2010*, Bruxelles, 28.6.2023, COM(2023) 367 final, 2023/0210 (COD), 4.

<sup>34</sup> Cfr. Proposta di direttiva del parlamento europeo e del consiglio relativa ai servizi di pagamento e ai servizi di moneta elettronica nel mercato interno, che modifica la direttiva 98/26/CE e abroga le direttive (UE) 2015/2366 e 2009/110/CE, Bruxelles, 28.6.2023, COM(2023) 366 final, 2023/0209(COD).

<sup>35</sup> Cfr. Proposta di regolamento del parlamento europeo e del consiglio relativo ai servizi di pagamento nel mercato interno e che modifica il regolamento (UE) n. 1093/2010, Bruxelles, 28.6.2023, COM(2023) 367 final, 2023/0210 (COD).

<sup>36</sup> In generale sul contenuto dell'*AML Package* cfr. P. COSTANZO, M. SIANI, *op. cit.*, 33 ss.

2024)<sup>37</sup>, ossia un *corpus* di diritto sostanziale UE specificamente in materia di: *i*) prescrizioni per i “soggetti obbligati” per prevenire il riciclaggio e il finanziamento del terrorismo; *ii*) trasparenza della titolarità effettiva (per i soggetti giuridici, i trust espressi e gli istituti giuridici affini); *iii*) limitazioni dell’abuso degli strumenti anonimi (cfr. art. 1 dell’*EU Single Rulebook AML/CFT*). Questo in sostituzione quindi delle pertinenti analoghe disposizioni attualmente recate invece da direttive – in particolare dalla “*IV direttiva AML*”<sup>38</sup> – e nelle relative norme nazionali di recepimento, con le conseguenti accennate questioni in termini di riscontrate divergenze applicative<sup>39</sup>.

Il pacchetto legislativo AML/CFT proposto e poi approvato comprende inoltre i seguenti ulteriori atti: *a*) la citata c.d. “*VI direttiva*” AML/CFT relativa ai meccanismi che gli Stati membri devono istituire per prevenire l’uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo, che modifica la direttiva (UE) 2019/1937, e modifica e abroga la direttiva (UE) 2015/849<sup>40</sup>; *b*) il Regolamento (UE) 2024/1620 del 31 maggio 2024 che istituisce l’Autorità unica dell’Unione per la lotta al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo (c.d. “*AMLA*”) e che modifica i regolamenti istitutivi dell’EBA, dell’EIOPA e dell’ESMA<sup>41</sup>; *c*) il

---

<sup>37</sup> Cfr. Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alla prevenzione dell’uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo, Bruxelles, 20.7.2021, COM(2021) 420 final, 2021/0239(COD).

<sup>38</sup> In generale in materia cfr. A. URBANI e A. MINTO, *La Quarta direttiva europea in materia di antiriciclaggio, luci, ombre e prospettive*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2017, 119 – 142.

<sup>39</sup> Al riguardo è stato infatti notato che l’*AML/CFT package* in esame “*introduced a proposal of a new AMLR, in which the choice of the legal instrument, i.e., a regulation was argued to be the most appropriate instrument, as it is directly applicable and as it shall not be transposed into national legislation, it removes any divergent application by Member States, such as divergent scope of obliged entities*”, D. MURADYAN, *The efficiency of the European Union’s Anti-money laundering legislation. An analysis of the legal basis and the harmonisation of the EU Anti-money, laundering legal framework*, Stockholm Universitet, 2021, 53.

<sup>40</sup> Cfr. anche relativa proposta della Commissione europea del 20.7.2021, COM(2021) 423 final, 2021/0250(COD).

<sup>41</sup> Cfr. Regolamento (UE) 2024/1620 del Parlamento europeo e del Consiglio del 31 maggio 2024 che istituisce l’Autorità per la lotta al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo e che modifica i regolamenti (UE) n. 1093/2010, (UE) n. 1094/2010 e

Regolamento (UE) 2023/1113 del 31 maggio 2023 riguardante i dati informativi che accompagnano i trasferimenti di fondi e determinate cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2015/849<sup>42</sup>, recante a tal fine abrogazione e rifusione del Regolamento (UE) 2015/847 riguardante i dati informativi che accompagnano i trasferimenti di fondi (e che abroga il regolamento (CE) n. 1781/2006)<sup>43</sup>, così da estendere espressamente anche alle cripto-attività le prescrizioni in materia di tracciabilità, come quelle di cui alla c.d. “travel rule” già da tempo applicate nei “tradizionali” trasferimenti elettronici di fondi (in attuazione della raccomandazione n. 16 del GAFI del 16 febbraio 2012)<sup>44</sup>.

É da rilevare al riguardo il fatto che il nuovo *framework* legislativo UE definito da detto *AML/CFT package* è volto, tra l’altro, anche a realizzare il coordinamento e l’integrazione con altri plessi normativi unionali aventi ad oggetto materie direttamente rilevanti al fine della prevenzione e mitigazione del rischio di rischio *ML/FT*, come *ex multis* quello di cui al recente Regolamento (UE) 2023/1114 del 31 maggio 2023 relativo ai mercati delle cripto-attività (c.d. MICAR)<sup>45</sup>. In tal senso indicativo risulta segnatamente il disposto degli artt. 19, 37, 40 e

---

(UE) n. 1095/2010 e relativa proposta della Commissione europea del 20.7.2021, COM(2021) 421 final, 2021/0240 (COD).

<sup>42</sup> Cfr. Regolamento (UE) 2023/1113 del Parlamento europeo e del Consiglio del 31 maggio 2023 riguardante i dati informativi che accompagnano i trasferimenti di fondi e determinate cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2015/849 (rifusione) e relativa proposta della Commissione europea del 20.7.2021, COM(2021) 422 final, 2021/0241(COD).

<sup>43</sup> Regolamento (UE) 2015/847 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 maggio 2015 riguardante i dati informativi che accompagnano i trasferimenti di fondi e che abroga il regolamento (CE) n. 1781/2006.

<sup>44</sup> In generale sul punto cfr. L. SAVASTANO, *La regola “follow the money” nello spazio virtuale della blockchain: l’individuazione ed il sequestro di asset digitali*, in AA.VV., *Il mercato dei non fungible tokens tra arte, moda e gamification*, a cura di A. Canepa, Milano University Press, Milano, 2024, p. 64; M. BARCZENTEWICZ, *Regulatory Compliance for Crypto by Relying on On-Ramping Services (April 20, 2022)*, <https://ssrn.com/abstract=4068101>, p. 7; FINANCIAL ACTION TASK FORCE (FATF), *Updated Guidance for a Risk-Based Approach to Virtual Assets and Virtual Asset Service Provider*, Paris, October 2021, in particolare par. 175.

<sup>45</sup> Regolamento (UE) 2023/1114 del Parlamento europeo e del Consiglio del 31 maggio 2023 relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 1095/2010 e le direttive 2013/36/UE e (UE) 2019/1937.

79 del nuovo Regolamento recante l'*EU Single Rulebook AML/CFT* in relazione, rispettivamente, agli obblighi di “adeguata verifica”, alle “misure rafforzate di adeguata verifica”, alle “misure di mitigazione dei rischi in relazione a operazioni con un indirizzo auto-ospitato”, al divieto di detenere conti/strumenti anonimi per i c.d. “crypto-asset service providers” (CASPs) quali difiniti all’art. 3, par. 1, n. 15), del MICAR.

Parallelamente a tale pacchetto legislativo AML/CFT, la Commissione europea ha proposto altresì di modificare la direttiva 2019/1153<sup>46</sup> al fine di estendere alle autorità competenti in materia di prevenzione, accertamento, indagine e perseguimento di reati designate come autorità competenti ai sensi dell’art. 3, par. 1, della stessa direttiva (UE) 2019/1153, l’accesso al sistema di interconnessione dei registri dei conti bancari (SIRCB) sviluppato e gestito dalla stessa Commissione europea ai sensi dell’art. 16 dalla nuova “*VI Direttiva AML*”.

## *2. L’estensione dell’ambito di applicazione delle nuove disposizioni e controlli AML/CFT anche al settore del “calcio professionistico”*

Orbene, quanto al portato normativo della proposta di nuovo Regolamento sull'*EU Single Rulebook AML/CFT*, l’aspetto che si vuole qui analizzare attiene alle implicazioni del fatto che, a seguito del compromesso raggiunto in esito ai “negoziati interistituzionali” svoltisi nel corso del relativo procedimento legislativo di approvazione<sup>47</sup>, è stato deciso, tra l’altro, di ampliare significativamente il novero dei “soggetti obbligati” ai sensi del medesimo *EU Single Rulebook* rispetto sia al *framework* normativo AML/CFT attualmente vigente, sia alla relativa proposta legislativa formulata della Commissione europea,

---

<sup>46</sup> Cfr. Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva (UE) 2019/1153 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda l’accesso delle autorità competenti ai registri centralizzati dei conti bancari attraverso lo sportello unico, Bruxelles, 20.7.2021 COM(2021) 429 final 2021/0244 (COD).

<sup>47</sup> Cfr. EUROPEAN PARLIAMENT, *Provisional agreement resulting from Interinstitutional negotiations, Proposal for a regulation of the European Parliament and Council on the prevention of the use of the financial system for the purposes of money laundering or terrorist financing*, COM(2021)0420 – C9 0339/2021 – 2021/0239(COD)), 13.2.2024.

ricomprensivoli segnatamente anche i principali operatori del settore del “calcio professionistico”.

In particolare l'accordo raggiunto nel suddetto negoziato, nel prevedere un approccio generalmente più rigoroso riguardo a diversi profili della materia, ha riconosciuto che il settore del calcio professionistico “*presenta un rischio elevato*”, da cui la necessità di estendere “*l'elenco dei soggetti obbligati alle società e agli agenti nel settore del calcio professionistico*”. Allo stesso tempo però, considerata l'elevata eterogeneità delle caratteristiche del settore medesimo e dei relativi rischi, è stato ritenuto opportuno lasciare (agli Stati membri) la facoltà di esonerare, in tutto o in parte, taluni di questi soggetti dagli obblighi di cui all'*EU Single Rulebook AML/CFT* laddove presentino un “basso livello di rischio”, nonché stabilire specificamente a favore di tali nuovi soggetti obbligati un periodo transitorio più lungo (di due anni) per l'applicazione del nuovo *framework* normativo<sup>48</sup>.

In particolare, ai sensi dell'art. 90 del Regolamento sull'*EU Single Rulebook AML/CFT* è stato infine stabilito che sebbene detto regolamento si applica in generale a decorrere dal 10 luglio 2027, tuttavia per i nuovi “soggetti obbligati” di cui all'art. 3, punto 3), *lettere n) e o)* del regolamento stesso (ossia per gli “*agenti calcistici*” e per le “*società calcistiche professionistiche*” relativamente a determinate operazioni) il medesimo *EU Single Rulebook AML/CFT* si applica invece a decorrere dal 10 luglio 2029.

Una scelta questa che a una più attenta osservazione non deve giungere invere del tutto inaspettata, considerato che in effetti il settore del “calcio professionistico” ha registrato dagli inizi degli anni '90 una crescita economica esponenziale che lo ha portato a diventare un “*big money game*”<sup>49</sup>, ciò principalmente in conseguenza dell'ingente incremento dei flussi finanziari connessi ai diritti televisivi, ai contratti pubblicitari e alle sponsorizzazioni, nonché della liberalizzazione e internazionalizzazione, con un'intensità in precedenza mai sperimentata, del “mercato” dei giocatori professionisti, con

---

<sup>48</sup> CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA, *Antiriciclaggio: accordo tra Consiglio e Parlamento su norme più rigorose*, Comunicato stampa, 18 gennaio 2024 come modificato il 14 febbraio 2024 alla luce dei testi finali dell'accordo provvisorio.

<sup>49</sup> J. STRUCKMANN, M. MICHAELIS, A. GLOS, M. SCHÖNEWOLF, *The EU keeps the ball rolling in its battle against money laundering – next on the agenda: professional football*, *Freshfields Bruckhaus Deringer LLP*, 5 maggio 2023.



conseguenti maggiori trasferimenti transfrontalieri di risorse finanziarie a livello globale. Ad esempio, mentre fino agli anni '90 la mobilità dei giocatori professionisti avveniva per lo più a livello nazionale, negli ultimi decenni invece si è registrata in Europa una prominente mobilità internazionale dei calciatori professionisti, con un'intensità non riscontrabile in altre professioni o nel mercato europeo del lavoro complessivamente inteso<sup>50</sup>. In particolare, già secondo dati del 2008 “[m]ore than one-third of clubs’ squads are made up of expatriate players (3,923 players out of 11,015 in total). There are few other professions apart from football where international mobility is of such great importance. European teams have, on average, 8.6 migrant footballers. Globally, 158 clubs out of 456 (35%) are made up of at least eleven expatriates”<sup>51</sup>.

Una delle cause principali di tale evoluzione è certamente da individuare nella deregolamentazione conseguente al *leading case* di cui alla sentenza “*Bosman*” resa dalla Corte di giustizia nel dicembre 1995<sup>52</sup>, in cui la Corte essenzialmente statò la contrarietà al diritto dell’Unione, in particolare ai principi di cui all’art. 48 del Trattato CEE sulla libera circolazione dei lavoratori all’interno della Comunità, delle allora vigenti regole delle associazioni sportive (i) sui trasferimenti dei calciatori professionisti cittadini di uno Stato membro e (ii) sulla limitazione del numero di calciatori professionisti cittadini di altri Stati membri che le società calcistiche potevano schierare<sup>53</sup>.

---

<sup>50</sup> In particolare, grazie a “*fundamental changes in the regulatory regime and other factors, international mobility in Europe’s soccer labor market has increased markedly in the past two decades. Today, the size of the expatriate labor force in European soccer (at more than one-third of the total) far exceeds that in the wider European labor market, where foreigners comprise only 7 percent of the labor force (Besson, Poli, and Ravenel, 2008; European Commission, 2012). This internationalization is a key factor in Europe’s soccer success*”, S. SZYMANSKI, *On the Ball*, in *Finance & Development* (International Monetary Fund), March 2014, 26.

<sup>51</sup> R. BESSON, R. POLI, L. RAVENEL, *Demographic study of footballers in Europe, The Professional Football Players Observatory (PFPO)*, 2008, 35.

<sup>52</sup> Cfr. Sentenza della Corte del 15 dicembre 1995, *Union royale belge des sociétés de football association ASBL e altri contro Jean-Marc Bosman e altri*, Causa C-415/93, in *Raccolta*, 1995, I-04921.

<sup>53</sup> Al riguardo *ex multis* cfr. M. DI FILIPPO, *La libera circolazione dei calciatori professionisti alla luce della sentenza Bosman*, in *Riv. it. dir. lav.*, 1995, 232 ss.; M. ORLANDI, *Ostacoli alla libera circolazione dei calciatori e numero massimo di “stranieri comunitari” in una squadra: osservazioni in margine alla sentenza*

Più in generale, per cogliere la dimensione del settore del calcio professionistico è utile aver presente che secondo la *Fédération Internationale de Football Association* (FIFA) ad oggi si contano (secondo i dati relativi al calcio maschile) circa 128.694 giocatori professionisti e 4.000 club professionistici a livello mondiale, di cui quelli in ambito UEFA ammontano a circa 68.367 giocatori professionisti e 1.549 club professionistici aventi variegate forme giuridiche<sup>54</sup> (per quanto riguarda l'Italia cfr. Decreto legislativo 28 febbraio 2021, n. 36)<sup>55</sup>, inoltre a riprova della dimensione globale del settore basti considerare che la stessa FIFA ha più membri nazionali delle Nazioni Unite, anche se invero ciò è dovuto anche alla non univoca corrispondenza tra c.d. “political sovereignty” e “football sovereignty”<sup>56</sup>. Dal punto di vista delle risorse finanziarie movimentate risulta che nel “2021/22, the ‘big five’ European leagues generated

---

*Bosman*, in *Giust. civ.*, 1996, 619 ss.; T. DEJONGHE, W. VAN OPSTAL, *Competitive balance between National Leagues in European Football after the Bosman case*, in *Riv. Dir. Econ. Sport*, 2010, 41 ss.; S. BASTIANON, *Da Bosman a Bernard: note sulla libera circolazione dei calciatori nell'Unione europea*, in *Il diritto dell'Unione Europea*, 2010, 707 ss.; L. ANGELINI, *La libertà di circolazione dei calciatori professionisti dopo la sentenza Bosman e gli effetti nell'ordinamento italiano*, in *Lav. Dir.*, 1997, 625 ss.; I. TELCHINI, *Il caso Bosman: diritto comunitario e attività calcistica*, in *Il diritto comunitario e degli scambi internazionali*, 1996, 323 ss.; E. ADOBATI, *Il Trattato di Roma si applica anche alle attività sportive. L'incidenza della sentenza Bosman sulla disciplina delle attività calcistiche*, in *Il dir. comm. internaz.*, 1996, 655 ss.; A. CIARROCCHI, *I diritti del calciatore professionista: uno sguardo oltre la sentenza Bosman*, in *Rivista giuridica del lavoro e della previdenza sociale*, 2002, 371 ss.; S. BASTIANON, *La sentenza Bosman vent'anni dopo. Aspetti giuridico-economici della sentenza che ha cambiato il calcio professionistico europeo*, Torino, 2015.

<sup>54</sup> FÉDÉRATION INTERNATIONALE DE FOOTBALL ASSOCIATION (FIFA), *Professional Football report (Man's Football)*, 2023, 7 s.

<sup>55</sup> Sul punto cfr. L. RIPA, *I nuovi rapporti nel fenomeno sportivo alla luce del decreto legislativo 28 febbraio 2021, n. 36*, in *Rassegna dir. econ. sport.*, 2021, 90 ss.

<sup>56</sup> Al riguardo si consideri che “[s]ports sovereignty is conferred on territories that have, and are recognised as having, the ultimate authority to govern sport in their territory. Some territories can have sports sovereignty despite lacking political sovereignty. For example, Scotland, Wales, Northern Ireland and England each have sports sovereignty, whereas it is the United Kingdom that claims full political sovereignty. In football, recognition of football sovereignty is demonstrated by FIFA membership”, R. GANO HARITI, *Sovereignty and non-state territories in international football*, in [www.centreonconstitutionalchange.ac.uk](http://www.centreonconstitutionalchange.ac.uk), 20 September 2021.

*record aggregate revenues of €17.2 billion, outperforming the pre-pandemic benchmark of €17 billion set in 2018/19, driven by €815m growth in commercial revenues across that period*<sup>57</sup>.

Quanto invece alla provenienza delle risorse finanziarie investite nei “club” di calcio europei queste risulterebbero essere principalmente veicolate “*through a consortium, private equity, venture capital, Sovereign wealth funds, or an individual with a personal interest in owning a club* [...] *private capital funds 35% of football clubs in Europe’s top leagues*”<sup>58</sup>. In particolare, tali capitali privati sarebbero stati indirizzati “*to football team ownership in pursuit of uncorrelated returns, diversification, buy-and-build strategies, and prestige*”, allo stesso tempo però “[*t]he Big Five leagues operate under different dynamics, which impact the level of private capital flows into club ownership. The “50+1” rule in the German Bundesliga has been a major barrier to PE investment, while PE capital is involved in the ownership of half of the French Ligue 1 clubs. The different components of the leagues impact financial success, valuations, and competition within the league*”<sup>59</sup>.

In tale contesto, è emerso che le organizzazioni criminali internazionali si sarebbero rivelate sempre più inclini ad utilizzare il settore dello sport per attività di corruzione e di riciclaggio e che il calcio in particolare rimane lo sport più oggetto di attenzione e manipolazione da parte di tali organizzazioni a motivo della “*worldwide popularity, financial dimension and large turn-over betting market attached to it. To date, the majority of the investigations supported by Europol relate to football*”<sup>60</sup>. Un ulteriore elemento che rende il settore del calcio professionistico particolarmente attraente, e quindi vulnerabile al rischio di ML/FT, è anche il fatto che le relative

---

<sup>57</sup> DELOITTE, *A balancing act. Annual Review of Football Finance 2023*, Deloitte’s Sports Business Group, June 2023, 6.

<sup>58</sup> L. NICHOLLS, *European Parliament tackles professional football: 6th anti-money laundering directive to apply to professional football clubs, associations, and agents*, <https://soccerex.com>, March 14, 2024; 4.

<sup>59</sup> N. MOURA, *Private Capital in European Football, Analysing club ownership structures in the “Big Five”*

*European leagues*, PitchBook Analyst Note, PitchBook Data, Inc., 3 August 2023, 1.

<sup>60</sup> EUROPOL, *The involvement of organised crime groups in sports corruption, Situation report*, 6 December 2021, 18.

dinamiche sono fortemente influenzate dal fatto che la valutazione dei suoi principali “asset quali ad esempio le performance dei giocatori dipende [... spesso ...] da variabili difficilmente misurabili e che non consentono dunque una pianificazione finanziaria basata su criteri certi”<sup>61</sup>. Uno studio condotto sui dati di 36 squadre di “Serie A” dal 2005 al 2017 avrebbe, ad esempio, rilevato che le operazioni di vendita dei giocatori sarebbe principalmente ispirata da logiche di *business* e contabili<sup>62</sup>, piuttosto che tecnico sportive, e che le plusvalenze<sup>63</sup> così generate sarebbero positivamente correlate con i risultati finanziari delle società e in particolare con l’indebitamento netto accumulato<sup>64</sup>.

A livello internazionale, invero già nel 2009 la *Financial Action Task Force* (FATF – GAFI), ovvero sia “l’organismo di riferimento nel sistema antiriciclaggio internazionale”<sup>65</sup>, segnalò la specifica rilevanza assunta anche del settore del “calcio” al fine della lotta al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo, in ragione della crescente importanza economica dello sport, e soprattutto del calcio, negli ultimi due decenni<sup>66</sup>, dello “*scope of monetary transactions and the increase in the*

---

<sup>61</sup> P. FRATANGELO, J. FRATANGELO, *La palla avvelenata: il riciclaggio di denaro sporco nel calcio*, in *Riv. Trim. Dir. Econ. Sport*, 2009, 60.

<sup>62</sup> In materia cfr. A. CONTRINO, *Rilevazioni nel bilancio d’esercizio e ricadute sul reddito imponibile delle società sportive dei trasferimenti (onerosi, gratuiti e a parametro zero) di calciatori professionisti*, in *Rivista di diritto sportivo*, 278 ss.

<sup>63</sup> Sulle questioni relative alla pratica delle c.d. “plusvalenza incrociate” cfr. F. IOANNONI FIORE, *Le plusvalenze incrociate tra ‘giusto prezzo’ ed esigenze di certezza delle transazioni*[Nota a sentenza: Corte Federale d’Appello FIGC, sez. un., 27 maggio 2022, n. 89], in *Rivista di diritto sportivo*, 2022, 245 ss.

<sup>64</sup> Cfr. A. RUSSO, M. DI DOMIZIO, L. NERI, G. ROSSI, *Sport o business? Il calcio-mercato si rivela*, in *Rivista Dir. Econ. Sport*, 2019, 121 ss.

<sup>65</sup> P. COSTANZO, *Il contrasto del riciclaggio nel contesto internazionale*, op. cit., 2023, 12.

<sup>66</sup> In particolare al riguardo è stato evidenziato che “[w]hat is new today is the surge of commercialisation of sport, the unprecedented internationalisation of the sports labour market, the considerable sums of money flowing in from broadcasters and sponsors, and massive cross-border investments by sponsors, including the sporting industry itself and sometimes “super rich” private investors. It is difficult to ascertain the overall economic value of sports. According to some recent estimates in Europe, the sporting industry accounts for from 0,5 to 3,7 of overall EU-GDP, depending on the definition of sporting industry. Big matches in large stadiums are undoubtedly important to local economies”, FINANCIAL ACTION TASK FORCE (FATF-GAFI), *Money Laundering through the Football Sector*, FATF Report, Paris, July 2009, 7.

*number of individuals involved*” nell’industria dello sport, nonché del fatto che il rafforzamento dei presidi AML/CFT in altri settori induceva i criminali alla ricerca di nuovi canali di ML/FT<sup>67</sup>. In particolare, il FATF nel rilevare che il settore del calcio risultava essere utilizzato come veicolo per il compimento di attività criminali di vario genere (tra cui “*trafficking in human beings, corruption, drugs trafficking (doping) and tax offences*”), evidenziò anche che il fenomeno del ML attraverso il settore del calcio era in realtà ben più profondo e complesso di quanto non si pensasse: le determinanti dei rischi di ML sono state individuate *in primis* nelle operazioni e flussi finanziari connessi alla proprietà e ai trasferimenti dei *club* e dei giocatori, alle scommesse, ai diritti d’immagine, alle sponsorizzazioni e agli accordi pubblicitari<sup>68</sup>. Quanto alle tecniche a tal fine impiegate, le principali risultavano, ad esempio, “*the use of cash, cross border transfers, tax havens, front companies, non-financial professionals and PEPs. In many cases, connections with other well-known ML typologies were identified such as trade-based ML, the use of non-financial professionals and NPOs for ML purposes, ML through the security sector, the real estate sector and the gaming sector*”<sup>69</sup>.

Inoltre, fin dal proprio “*Libro bianco sullo sport*” del 2007 anche la Commissione ebbe invero a rilevare che il settore dello sport in generale si trovava “ad affrontare le nuove minacce e sfide emerse nella società europea, come la pressione commerciale, lo sfruttamento dei giovani giocatori, il doping, il razzismo, la violenza, la corruzione e il riciclaggio del denaro” e specificamente che la “corruzione, il riciclaggio di denaro e le altre forme di crimine finanziario toccano lo sport a livello locale, nazionale e internazionale. Visto l’alto grado d’internazionalizzazione del settore, la corruzione nello sport assume spesso aspetti transfrontalieri: i problemi di corruzione con una dimensione europea devono essere affrontati a livello europeo, e i

---

<sup>67</sup> Cfr. FINANCIAL ACTION TASK FORCE (FATF-GAFI), *Money Laundering through the Football Sector*, FATF Report, Paris, July 2009, 4 s.

<sup>68</sup> Cfr. FINANCIAL ACTION TASK FORCE (FATF-GAFI), *Money Laundering through the Football Sector*, FATF Report, Paris, July 2009, 17 ss.

<sup>69</sup> Cfr. FINANCIAL ACTION TASK FORCE (FATF- GAFI), *Money Laundering through the Football Sector*, FATF Report, Paris, July 2009, 4.

meccanismi antiriciclaggio devono applicarsi efficacemente anche al mondo sportivo”<sup>70</sup>.

Anche in ragione di ciò, la stessa stessa Commissione europea già nella propria seconda valutazione sovranazionale dei rischi ML/FT del 2019 (come confermata nella successiva valutazione del 2022)<sup>71</sup> indicò in particolare il settore del “calcio professionistico” come un settore esposto ad un significativo rischio ML (i.e. livello 3) e a un moderatamente significativo rischio FT (i.e. livello 2), segnalando specificamente al riguardo che il calcio professionistico “pur rimanendo uno sport popolare, è anche un’industria globale con un impatto economico significativo. La complessa organizzazione del calcio professionistico e la mancanza di trasparenza hanno creato un terreno fertile per l’utilizzo di risorse illegali. In questo sport vengono investite somme di denaro discutibili, senza alcun rendimento o guadagno finanziario apparente o spiegabile”<sup>72</sup>.

Considerata la mancata esplicita inclusione del settore del “calcio professionistico” nel *framework* normativo UE in materia AML/CFT, all’epoca la Commissione raccomandò quindi che gli Stati Membri provvedessero a considerare attentamente quali attori del settore del calcio professionistico “dovrebbero essere soggetti all’obbligo di segnalare le operazioni sospette e quali requisiti dovrebbero applicarsi al controllo e alla registrazione dell’origine dei titolari dei conti e dei beneficiari del denaro”<sup>73</sup>. Per quanto riguarda specificamente il rischio di riciclaggio, nell’occasione i principali elementi di criticità furono

---

<sup>70</sup> Commissione europea, “Libro bianco libro bianco sullo sport”, Bruxelles, 11.7.2007 COM(2007) 391 definitivo, 2 e 17.

<sup>71</sup> *Commission staff working document accompanying the document Report from the Commission to the European parliament and the Council on the assessment of the risk of money laundering and terrorist financing affecting the internal market and relating to cross-border activities* (COM(2022) 554 final), Brussels, 27.10.2022 SWD(2022) 344 final, 252 - 254.

<sup>72</sup> Cfr. Relazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio sulla valutazione dei rischi di riciclaggio e finanziamento del terrorismo che incidono sul mercato interno e sono connessi ad attività transfrontaliere, Bruxelles, 24.7.2019, COM(2019) 370 final, 6.

<sup>73</sup> Cfr. Relazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio sulla valutazione dei rischi di riciclaggio e finanziamento del terrorismo che incidono sul mercato interno e sono connessi ad attività transfrontaliere, Bruxelles, 24.7.2019, COM(2019) 370 final, 22.

individuati, ad esempio, nella mancanza di trasparenza nei trasferimenti di giocatori e circa l'effettiva proprietà e/o gestione dei "club"<sup>74</sup>, nonché nel coinvolgimento di vari professionisti esterni al settore finanziario al fine della creazione di schemi e strutture (es. mediante accordi pubblicitari e di sponsorizzazione) per la movimentazione di fondi illeciti, frequentemente verso paesi terzi<sup>75</sup>.

Anche nella successiva valutazione resa in materia nel 2022, è stata reiterata la suddetta raccomandazione specifica per gli Stati Membri, nonché confermata la posizione che il "calcio, di gran lunga lo sport più popolare del mondo, si presta bene" ad essere utilizzato "per riciclare denaro e ricavare entrate illecite", rendendo questo settore "vulnerabile al riciclaggio e, in misura minore, al finanziamento del terrorismo", da cui la necessità di una maggiore "trasparenza a tutti i livelli, dai trasferimenti dei giocatori ai titolari dei club, [...] per ridurre il livello di rischio nel settore"<sup>76</sup>.

Alla luce di tale evoluzione, è possibile quindi meglio comprendere il *background* e la *ratio* sottante alla suddetta decisione – assunta come detto in sede di "negoziati interistituzionali" UE per l'approvazione del nuovo Regolamento *EU Single Rulebook AML/CFT* – d'includere nell'ambito di applicazione degli obblighi e controlli UE in materia AML/CFT (come poi ridefiniti dal Regolamento stesso) anche il settore del "calcio professionistico", specificamente mediante l'espressa

---

<sup>74</sup> Per quanto le questioni relative ai fenomeni del c.d. "third party ownership" dei giocatori e del "multi-club ownership" sviluppatasi negli ultimi decenni di pari passo con la crescente globalizzazione e commercializzazione del settore del calcio cfr. L. PASTORE, *Third party ownership and multi-club ownership: Where football is heading for*, in *Riv. Dir. Econ. Sport*, 2018, 23 ss.; F. R. FIMMANÒ, *Il fenomeno delle 'Multi-Club Ownerships' (MCO). Le 'pluriproprietà' delle società di calcio*, in *Riv. dir. sportivo*, 2022, 120 ss.

<sup>75</sup> Cfr. *Commission staff working document accompanying the document Report from the Commission to the European parliament and the Council on the assessment of the risk of money laundering and terrorist financing affecting the internal market and relating to cross-border activities* (COM(2019) 370 final), Brussels, 24.7.2019 SWD(2019) 650 final, 235.

<sup>76</sup> Commissione europea, *Relazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio sulla valutazione dei rischi di riciclaggio e finanziamento del terrorismo che gravano sul mercato interno e relativi alle attività transfrontaliere* {SWD(2022) 344 final}, Bruxelles, 27.10.2022 COM(2022) 554 final, 14. Al riguardo, cfr. E. MONTANARI, *Rischio di riciclaggio: la valutazione sovranazionale della Commissione UE*, in *www.dirittobancario.it*, 24 Gennaio 2023.

qualificazione come “*soggetti obbligati*” anche dei “*club*” calcistici professionistici, *rectius* “*società calcistiche professionistiche*”, nonché degli “*agenti calcistici*”, come definiti ai sensi dell’art. 2, nn. 52) e 53) del Regolamento *EU Single Rulebook AML/CFT*.

Tale scelta risulta infatti coerente con l’evidenza secondo cui anche nel mondo dello sport i gruppi criminali organizzati tendono ad implimentare degli schemi di riciclaggio basati sull’abusivo utilizzo di strutture imprenditoriali legali, in questo settore tipicamente individuate in “*players’ agent companies, organisers of sporting events, gambling-related companies, or even football clubs which are partially or fully owned (or controlled) by top individuals involved in sports corruption*”<sup>77</sup>.

In particolare, tra i motivi alla base dell’inclusione anche del settore del “*calcio professionistico*” nell’ambito del *framework* legale UE di cui al Regolamento *EU Single Rulebook AML/CFT* risulta essere stato espressamente considerato il fatto che le società calcistiche professionistiche e gli agenti calcistici risultano essere esposti a significativi rischi di riciclaggio, nonché agli associati “reati presupposti”, principalmente a motivo della popolarità mondiale raggiunta dallo sport calcio, del considerabile ammontare di risorse finanziarie movimentate a diversi fini a livello transfrontaliero e della riscontrata presenza di assetti proprietari opachi<sup>78</sup>. Le principali aree di rischio ed elementi di vulnerabilità del settore del calcio professionistico rispetto a fenomeni di ML/FT sono state quindi individuate nelle transazioni finanziarie con gli investitori, gli *sponsors*, compresi gli inserzionisti o *advertisers*, nonché in quelle relative ai trasferimenti dei giocatori<sup>79</sup>. L’approccio regolatorio infine codificato

---

<sup>77</sup> EUROPOL, *The involvement of organised crime groups in sports corruption, Situation report*, 6.12.2021, 20.

<sup>78</sup> Cfr. considerando n. 24 del Regolamento (UE) 2024/1624 del 31 maggio 2024 sull’*EU Single Rulebook AML/CFT*.

<sup>79</sup> Tale approccio è coerente con gli esiti di un’analisi secondo cui, appunto, considerate le caratteristiche del settore del calcio risulterebbe “*an increased risk of money laundering in a condition where potential money launderers achieve status of investors, football agents or owners of football clubs and players. Taking some of these roles allows money launderers to enter into transactions related to the acquisition of ownership over football clubs or player transfers. Such types of transactions are particularly exposed to abuse for the purposes of the money laundering process due to their unique features*”, S. CINDORI, ANA MANOLA,



al riguardo nell'*EU Single Rulebook* AML/CFT è stato ad ogni buon conto proporzionalmente calibrato, considerando che, a ragione della loro maggiore complessità gestionale e apertura tranfrontaliera e del maggior importo di risorse finanziarie movimentate, “le società calcistiche professionistiche che competono nelle massime divisioni dei rispettivi campionati nazionali di calcio sono maggiormente esposte a rischi più elevati di riciclaggio e di reati presupposto associati rispetto alle società calcistiche che gareggiano in divisioni inferiori”<sup>80</sup>.

### 3. La “codificazione” della qualificazione dei “football agents” e “professional football clubs” quali nuovi “soggetti obbligati” ai sensi dell’emanando *EU Single Rulebook* AML/CFT

In particolare, in punto di diritto sostanziale, rispetto alla proposta dalla Commissione europea, il testo infine pubblicato del Regolamento *EU Single Rulebook* AML/CFT<sup>81</sup> dispone innanzitutto che nell’elenco dei “soggetti obbligati” di cui all’art. 3, par. 3, del *Regolamento* medesimo siano testualmente incluse le seguenti ulteriori due categorie di persone fisiche e/o giuridiche quando agiscono nell’esercizio delle loro attività professionali: i “*football agents*” o “agenti calcistici” (cfr. art. 3, par. 3, *lett. n*), del *Regolamento*); i “*professional football clubs*” o “società calcistiche professionistiche”, quest’ultime tuttavia non via in generale, bensì “solo” in relazione ad un tassativo elenco di operazioni pure ivi elencate (cfr. art. 3, par. 3, *lett. o* del *Regolamento*).

Per quanto riguarda la questione della più precisa qualificazione giuridica di tali nuovi “soggetti obbligati”, vale rilevare innanzitutto che le relative definizioni a livello di diritto unionale appaiono volutamente molto ampie, così da essere sufficientemente elastiche per potersi adattare e ricomprendere le varie possibili pertinenti fattispecie riscontrabili nei diversi Stati Membri. Risulta infatti che per “agenti calcistici” debba intendersi – in tale contesto e a tali fini – qualunque

---

*Particularities of anti-money laundering methods in football*, *Journal of Money Laundering Control*, 2020, 885-897. Nello stesso senso cfr. P. FRATANGELO, J. FRATANGELO, *La palla avvelenata: il riciclaggio di denaro sporco nel calcio*, in *Riv. Trim. Dir. Econ. Sport*, 2009, 60.

<sup>80</sup> Cfr. considerando n. 25 del Regolamento (UE) 2024/1624 del 31 maggio 2024 sull’*EU Single Rulebook* AML/CFT.

<sup>81</sup> Cfr. GUUE L, 2024/1624, 19.6.2024.

persona (fisica o giuridica) che dietro compenso (i.e. a titolo oneroso) *i)* fornisce servizi di intermediazione e rappresenta calciatori o società calcistiche professionistiche nelle trattative per la conclusione di un contratto per un calciatore, oppure *ii)* rappresenta società calcistiche professionistiche nelle trattative per la conclusione di un accordo di trasferimento di un calciatore (cfr. art. 2, n. 53) del Regolamento *EU Single Rulebook AML/CFT*)<sup>82</sup>.

**La nozione in quest’ambito rilevante di “società calcistiche professionistiche” fa invece riferimento alle sole persone giuridiche che sono esse stesse**, che possiedono o che gestiscono una “società calcistica” a cui sia stata concessa una “licenza”, che partecipi al o ai campionati nazionali di calcio in uno Stato membro e i cui giocatori e il cui personale siano assunti contrattualmente e remunerati in cambio dei loro servizi (cfr. art. 2, n. 52) del Regolamento *EU Single Rulebook AML/CFT*)<sup>83</sup>.

Ad ogni buon conto, come accennato, le “società calcistiche professionistiche” **non sono tuttavia ricomprese in via generale, e soprattutto in quanto tali, nel (nuovo) novero dei “soggetti obbligati” di cui al** Regolamento *EU Single Rulebook AML/CFT*. Infatti quest’ultimo stabilisce – con tecnica normativa invero per certi profili discutibile – che i *club* in questione si qualificerebbero come “soggetti obbligati” ai fini AML/CFT solo in chiave funzionale, ossia solamente in relazione alle seguenti operazioni: *i)* operazioni con investitori; *ii)* operazioni con sponsor; *iii)* operazioni con “agenti calcistici” o altri intermediari; *iv)* operazioni finalizzate al trasferimento di un calciatore

---

<sup>82</sup> Per quanto riguarda invece la disciplina italiana degli agenti sportivi cfr. M. F. SERRA, *Considerazioni sulla figura dell'agente sportivo: dalla legge 27 dicembre 2017, n. 205, comma 373 alla legge 8 agosto 2019, n. 86*, in *Riv. Dir. Econ. Sport*, 2019, 83 ss.; M. LAI, *Il regolamento FIGC (2019) sugli agenti sportivi nel calcio professionistico: inquadramento e analisi*, in *Riv. Dir. Econ. Sport*, 2019, 57 ss.; M. PIROLI, *L'agente sportivo alla luce dell'attuale normativa nazionale e internazionale*, in *Dir. Sport*, n. 1/2023, 74 ss.; P. SANDULLI, *Il punto sulla legge 86 del 2019*, in *Rassegna di diritto ed economia dello sport*, 2022, 1 ss.; F. R. FIMMANÒ, *L'agente sportivo: un irrocervo tra professione, mediazione ed impresa alla prova del nuovo regolamento FIFA*, in *Riv. dir. sportivo*, 2023, 131 ss.

<sup>83</sup> Sull specifica qualificazione della fattispecie nell’ordinamento Italiano si rinvia a F. R. FIMMANÒ, *Le società di calcio professionistico tra diritto speciale e diritto comune all'esito delle recenti riforma*, in *Rassegna di diritto ed economia dello sport*, 2022, 68 ss.

(cfr. art. 3, par. 3, *lett. o*) del Regolamento *EU Single Rulebook AML/CFT*).

Benché se ne ricavi così l'intento di adottare un approccio regolamentare per certi versi “leggero” e il più possibile proporzionale, limitando quindi l'applicazione alle “società calcistiche professionistiche” dei presidi AML/CFT solo in relazione a talune operazioni considerate a maggior rischio<sup>84</sup> (ciò vieppiù nel momento in cui tali soggetti sono appunto sottoposti per la prima volta agli adempimenti e controlli AML/CFT di cui al diritto unionale), tuttavia la tecnica normativa a tal fine utilizzata risulta invero non del tutto solida e precisa, perché a ben vedere finisce per sovrapporre la definizione delle fattispecie soggettive con la perimetrazione della disciplina alle stesse applicabile. Per maggior chiarezza normativa, sarebbe stato infatti forse meglio stabilire con separate disposizioni la nozione giuridicamente rilevante di “società calcistiche professionistiche”, *da un lato, e i casi* di applicazione alle stesse delle norme dell'*EU Single Rulebook AML/CFT*, dall'altro.

Ciò posto, la più immediata conseguenza di tale scelta di *policy* è che, una volta decorso il più lungo periodo transitorio appositamente stabilito (*i.e.* a decorrere dal 10 luglio 2029, invece che dal 10 luglio 2027)<sup>85</sup>, anche tali nuovi “soggetti obbligati” appartenenti al settore del “calcio professionistico”, tra cui *in primis* proprio le società di calcio professionistiche, dovranno dunque implementare innanzitutto adeguati assetti organizzativi e di *governance*<sup>86</sup>, *policies*, procedure e sistemi di controllo interno e gestione dei rischi (cfr. artt. 9 ss. del *Rulebook*), idonei ad assicurare così la dovuta *compliance* ai fondamentali presidi AML/CFT tra cui primariamente quello della c.d. “adeguata verifica” delle controparti, *rectius* “della clientela”, che in questo caso ben possono essere costituite anche da determinate

---

<sup>84</sup> In senso conforme, cfr. A. DI CORRADO, *Il riciclaggio (non) è un lusso. Nuovi adempimenti e sfide dell'AML package, Risk & Compliance Platform Europe*, 10 aprile 2024.

<sup>85</sup> Cfr. Art. 90 del Regolamento (UE) 2024/1624 del 31 maggio 2024 sull'*EU Single Rulebook AML/CFT*.

<sup>86</sup> Per quanto riguarda in generale la materia della *governance* delle società di calcio cfr. V. SANGUIGNI, *La corporate governance delle società di calcio professionistiche*, Franco Angeli, 2022; M. LACCHINI, R. TREQUATRINI, *La governance delle società di calcio professionistiche*, Napoli, 2011.

categorie di tifosi (es. gli “abbonati”), dagli *sponsor*<sup>87</sup> e anche dagli altri *club* relativamente ai trasferimenti di giocatori<sup>88</sup> (cfr. artt. 19 ss. del *Rulebook*). Ulteriori principali presidi AML/CFT di cui dovrà essere assicurata la *compliance* includono quelli relativi agli obblighi di monitoraggio o controllo costante dei “rapporti d'affari” (cfr. artt. 26 ss. del *Rulebook*), d'identificazione e trasparenza circa i c.d. “titolari effettivi” (cfr. artt. 51 ss. del *Rulebook*)<sup>89</sup>, nonché di “Segnalazione delle Operazioni Sospette” (SOS)<sup>90</sup>, ovvero di “segnalazione di sospetti”, alle competenti Unità d'Informazione Finanziaria (UIFs) (cfr. artt. 69 ss. del *Rulebook*)<sup>91</sup>.

---

<sup>87</sup> In generale sulla qualificazione dei rapporti di sponsorizzazione cfr. N. M. BEDETTI, *I contratti di sponsorizzazione in ambito sportivo*, in *R. Dir. Econ. Sport*, 2016, 73 ss.; M. C. GIULIODORI, *Riflessioni sul contratto di sponsorizzazione in ambito sportivo: leva strategica nella comunicazione di impresa ed indispensabile strumento di finanziamento*, in *Rass. dir. econ. sport*, 2019, 267 ss.; S. SANTAMARIA, *La sponsorizzazione in ambito sportivo: tipologie, caratteristiche e nuove frontiere*, in *Rass. dir. econ. sport*, 2016, 132 ss.

<sup>88</sup> Al riguardo cfr. M. SFERRAZZA, F. MITE, *Sulla natura giuridica del contratto di trasferimento del calciatore professionista*, in *Riv. Dir. Econ. Sport*, 2017, 133 ss.

<sup>89</sup> Sul punto *ex multis* cfr. V. DONATIVI, *Il 'titolare effettivo' di società di capitali nella disciplina antiriciclaggio*, in *Giur. Comm.*, n. 1/2023, p. 5.

<sup>90</sup> In generale al riguardo cfr. G. GRECO, *La segnalazione di operazioni sospette di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo*, in AA.VV., *L'impatto della normativa antiriciclaggio sulle società di private equity*, a cura di T. Atrigna, C. Giuliani e G.L. Greco, Milano, p. 27; M. SEPE, *Abusiva attività finanziaria e obbligo di segnalazione di operazioni sospette*, in *Mondo bancario*, n. 3/2002, p. 76; A. BARBAZZA, *La segnalazione di operazioni sospette nel panorama giurisprudenziale: il difficile punto di equilibrio fra la visione oggettiva della Corte di Cassazione e quella maggiormente personalistica dei Giudici di merito*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 2/2017, p. 231; A.M. DELL'OSSO, *Segnalazione di operazioni sospette tra ineffettività della disciplina e spunti di riforma*, in *Riv. trim. dir. econ.*, n. 3/2012, p. 755; J. TONDELLI, *Considerazioni su obbligo di segnalazione di operazioni sospette e reato di riciclaggio*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 4/2004, p. 489; M. VALIGNANI, *La segnalazione di operazioni sospette*, in *Dir. banc. fin.*, n. 3/1992, p. 329.

<sup>91</sup> In tal senso cfr. L. NICHOLLS, *European Parliament tackles professional football: 6th anti-money laundering directive to apply to professional football clubs, associations, and agents* (<https://soccerex.com>), March 14, 2024; S. ODED, C. DARGHAM, A. CAPPEL, J. GILLE, *European Council and Parliament reach agreement: New rules on anti-money laundering are one step closer*, Norton Rose Fulbright, February 2024. In particolare, come osservato “[i]n the implementation phase, EU football clubs, sports agents and football associations will be required to conduct an AML risk assessment, draft AML compliance frameworks and establish an AML

Tutto questo salvi tuttavia i casi di possibile esenzione, totale o parziale, da doversi però nel caso stabilire a livello nazionale da parte dei singoli Stati Membri, a favore di quei soli club che siano esposti ad “comprovato basso livello di rischio” di riciclaggio, reati presupposto associati o finanziamento del terrorismo e che, laddove partecipino “alla massima divisione del campionato nazionale di calcio” rimangano altresì al di sotto di una determinata soglia di rilevanza dimensionale parametrata al relativo fatturato annuo complessivo<sup>92</sup>.

La codificazione nel diritto dell’Unione di tali nuovi adempimenti AML/CFT da applicare anche nel settore del calcio professionistico, va altresì ad aggiungersi alle misure di *self-regulation* in ogni caso pure esistenti in materia<sup>93</sup>. Tra queste rilevano, ad esempio, quelle adottate dalla UEFA contro il fenomeno del *match-fixing* (cfr. art. 12 dell’*UEFA Disciplinary Regulations* del 2022 e art. 50.3 dello statuto della UEFA)<sup>94</sup> e delle pratiche di riciclaggio allo stesso associate, nonché quelle implementate dalla FIFA attraverso l’istituzione della *FIFA Clearing House SAS* (FCH) per l’intermediazione di taluni pagamenti effettuati in relazione ai trasferimenti di giocatori (tipicamente quelli relativi ai c.d. “*training rewards*” di cui agli artt. 20 e 21 e agli Allegati 4 e 5 delle “*FIFA Regulations on the Status and Transfer of Players (RSTP)*”), tra le cui funzioni vi è infatti anche quella di verificare che tutte le parti coinvolte in pagamenti di denaro a favore, o da parte, della

---

*compliance function. The internal risk management measures will also need to be reviewed and updated regularly. A greater challenge may prove to be the customer due diligence measures envisaged by the AMLR, which may need to be applied to all sources of funding for professional football clubs, which can typically be broken down into: TV and advertising revenue, merchandising and matchday-sales, and investments from majority and minority owners”, J. STRUCKMANN, M. MICHAELIS, A. GLOS, M. SCHÖNEWOLF, op. cit.*

<sup>92</sup> Cfr. considerando nn. 24 e 25 del Regolamento (UE) 2024/1624 del 31.5.2024 sull’*EU Single Rulebook AML/CFT*.

<sup>93</sup> In tal senso, cfr. J. STRUCKMANN, M. MICHAELIS, A. GLOS, M. SCHÖNEWOLF, *op. cit.*

<sup>94</sup> Cfr. [www.uefa.com/running-competitions/integrity/anti-match-fixing/](http://www.uefa.com/running-competitions/integrity/anti-match-fixing/). In generale sulla prevenzione e repressione del fenomeno del *match-fixing* cfr. M. PRESILLA, *Match-fixing: protection of integrity through criminal law, sports law, detection and law enforcement*, in *Riv. Dir. Econ. Sport*, 2018, 21 ss.; G. VILLARI, *Match Fixing' e frode sportiva: rapporti tra giustizia domestica e potestà punitiva statale*, in *Riv. dir. sportivo*, 2019, 317 ss.; R. CHIEPPA, *Scommesse sportive e rischio di manipolazione delle competizioni sportive*, in *Riv. dir. sportivo*, 2017, 271 ss.

stessa *FIFA Clearing House* rispettino “*national and international laws and regulations in relation to, without limitation: a) international payment sanctions; b) anti-money laundering; c) anti-bribery and corruption; and d) countering the financing of terrorism*”<sup>95</sup>.

4. *Gli spazi di discrezionalità nazionale nel calibrare l’applicazione del nuovo regime AML/CFT ai “professional football club”, tra standstill e validazione da parte della Commissione europea*

Al fine di consentire l’applicazione di un regime regolamentare e di controllo differenziato che tenga conto anche delle inevitabili specificità nazionali, l’art. 5 del Regolamento *EU Single Rulebook AML/CFT*, contempla specificamente – come accennato – la facoltà per gli Stati Membri di esentare, in tutto o in parte, talune “società calcistiche professionistiche” ***dagli obblighi di cui al medesimo EU Single Rulebook AML/CFT***, consentendo però a tal fine un margine di flessibilità nazionale diversamente graduato in funzione del *ranking* sportivo dei *club* stessi, assunto quest’ultimo quale parametro indicativo del loro diverso grado d’esposizione al rischio di riciclaggio (ML), reati presupposto associati o finanziamento del terrorismo (FT).

Il grado di discrezionalità lasciato in merito agli Stati Membri dipende infatti innanzitutto dalla circostanza che i *club* in questione “giochino” oppure no ***nella c.d. “massima serie” o “prima divisione” di un campionato nazionale di calcio, testualmente nella “massima divisione del campionato nazionale di calcio”***.

In particolare, la possibile esenzione, in tutto o in parte, ***dagli obblighi di cui al medesimo EU Single Rulebook AML/CFT*** è consentita per quelle “società calcistiche professionistiche” ***che competono nella “massima serie” di un campionato nazionale di calcio***, solo nei casi in cui il relativo fatturato annuo complessivo sia inferiore ad una certa soglia quantitativa (allo stato stabilita in Euro 5 milioni, o relativo controvalore in moneta nazionale, per ciascuno dei due anni civili precedenti all’applicazione dell’esenzione stessa) e a condizione che sia dimostrato che le caratteristiche e le dimensioni operative di tali ***società determinino comunque*** un comprovato basso

---

<sup>95</sup> Cfr. art. 15.2 delle *FIFA Clearing House Regulations October 2022 edition*.

rischio a fini AML/CFT (cfr. art. 5, paragrafo 1, primo comma, del *Regolamento*).

Invece, per tutte le “società calcistiche professionistiche” ***che competono nelle serie o divisioni inferiori, rispetto a quella massima, di un campionato nazionale di calcio, gli Stati Membri possono stabilire esenzioni*** totali o parziali ***dagli obblighi di cui al nuovo EU Single Rulebook*** AML/CFT solo sulla base del comprovato basso rischio di ML/FT derivante dalle caratteristiche e dalle dimensioni operative di tali società, ***a prescindere quindi dall’ammontare del relativo*** fatturato complessivo annuo (cfr. art. 5, paragrafo 1, secondo comma, del *Regolamento*).

Una scelta questa che determina quindi una situazione in cui *club* che presentano comunque un basso rischio a fini AML/CFT, ma che hanno fatturati superiori alla suddetta soglia dimensionale potrebbero essere esentati in tutto o parte ***dagli obblighi di cui al nuovo Regolamento EU Single Rulebook*** AML/CFT per il solo fatto di gareggiare in una “serie minore” di un ***campionato nazionale di calcio***, ovvero che, viceversa, per il solo fatto di approdare a “giocare” nella ***“massima serie”, di un campionato nazionale di calcio*** possono vedersi preclusa la possibilità di beneficiare di un “alleggerimento” degli oneri di *compliance* derivanti dagli obblighi in parola.

La *ratio* regolatoria che è dato ricavare dall’analisi di tali disposizioni è quindi che per il legislatore unionale il solo fatto che un *club* partecipi alla ***“massima serie” di un campionato nazionale di calcio*** rappresenti in quanto tale un indice di potenziale maggior rischiosità, *rectius* maggior esposizione al rischio, ai fini AML/CFT rispetto al fatto che un club giochi invece in una serie “minore”. In altri termini, il legislatore risulta aver in definitiva a tal fine considerato che i *club* calcistici che giocano ad alto livello sono già solo per tale ragione molto più “attraenti” per i criminali e consentono maggiori opportunità di nascondere fondi provenienza illecita, ciò in quanto per loro natura sono tendenzialmente parte di ***“transazioni finanziarie di maggiore rilievo, come trasferimenti di giocatori e accordi di sponsorizzazione di valore elevato, potrebbero presentare strutture societarie più***

*complesse con vari livelli di proprietà ed è molto più probabile che effettuino operazioni transfrontaliere*<sup>96</sup>.

Fermo che comunque per i tutti i *club* (i.e. anche per quelli che gareggiano nelle “serie inferiori”) la possibilità di stabilire a livello nazionale un'esenzione, totale o parziale, ***dagli obblighi di cui al Regolamento EU Single Rulebook AML/CFT*** è subordinata alla comprovata esistenza di un basso rischio di ML/FT; ai sensi dell'art. 5, par. 2, del medesimo Regolamento è stabilito altresì che il relativo *risk assessment*, da condursi a tal fine da parte degli Stati Membri, dovrà tassativamente valutare: *a*) le minacce e le vulnerabilità che tali *club* presentano in termini di ML e FT e i relativi fattori di mitigazione; *b*) i rischi connessi alla dimensione e alla natura transfrontaliera delle relative operazioni. Inoltre, nel condurre tale *risk assessment* gli Stati Membri dovranno necessariamente tenere in considerazione i risultati delle valutazioni sovranazionali del rischio di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo (nonché di mancata applicazione e di evasione delle sanzioni finanziarie mirate) a livello di Unione da elaborarsi periodicamente da parte della Commissione europea ai sensi dell'art. 7 della suddetta “*VI direttiva AML/CFT*”.

Infine, al di là di tale periodico *risk assessment*, nei casi in cui siano poi effettivamente stabilite delle esenzioni nazionali, totali o parziali, agli ***obblighi di cui al Regolamento EU Single Rulebook AML/CFT***, i relativi Stati Membri dovranno comunque altresì implementare un sistema di monitoraggio continuativo, nonché adottare ogni altra misura necessaria affinché non si verifichino fattispecie di abuso di tali esenzioni nazionali.

Ciò posto, la discrezionalità lasciata in materia agli Stati Membri pare comunque trovare una significativa limitazione nella *clausola di standstill* e nel relativo *potere di “veto”* riservato alla Commissione europea che sembrano essere stati stabiliti al riguardo ai sensi dell'art. 7 del Regolamento *EU Single Rulebook AML/CFT*. In particolare risulta infatti ivi prescritto che gli Stati Membri debbano notificare (preventivamente) alla Commissione europea l'intenzione di concedere delle esenzioni nazionali, totali o parziali, per talune società calcistiche professionistiche ai sensi dell'art. 5 del Regolamento medesimo,

---

<sup>96</sup> Cfr. considerando n. 25 del Regolamento (UE) 2024/1624 del 31.5.2024 sull'*EU Single Rulebook AML/CFT*.



unitamente alle relative giustificazioni, con conseguente potere della stessa Commissione europea di decidere, entro due mesi dalla notifica, se l'esenzione così notificata possa essere effettivamente concessa oppure no.

Nel risulta in definitiva un quadro giuridico complessivo in cui benché da un lato sia chiaro il disegno di *policy* perseguito a livello UE di ricomprendere, infine, anche il settore del calcio professionistico, e in particolare le ingenti risorse finanziarie dallo stesso movimentate a livello globale, nel perimetro dei presidi e dei controlli AML/CFT, al contempo le istituzioni dell'Unione abbiano presente la necessità di tener conto e tutelare le specificità nazionali e degli operatori del settore medesimo, lasciando segnatamente, almeno in questa fase di prima applicazione delle norme AML/CFT al settore stesso, un certo margine di discrezionalità agli Stati Membri circa le modalità di più proporzionata applicazione delle norme in questione nei rispettivi ordinamenti.

Ciò però specificamente solo laddove, in ragione delle caratteristiche e dalle dimensioni delle operazioni poste in essere dai **“professional football club”**, risulti comprovato un basso rischio di ML/FT e riservando in ogni caso, ai sensi del suddetto art. 7 del Regolamento *EU Single Rulebook* AML/CFT, un significativo ruolo di *watchdog* alla Commissione europea, a garanzia dell'armonizzazione delle regole di funzionamento del mercato interno anche in tale peculiare settore del calcio professionistico.



## Looking into Pandora's box of banking crises: supervision and resolution in the EU regulation

**SOMMARIO:** 1. Introduction – 2. Between supervision and resolution from national and international perspectives – outline of current problems. – 2.1. Crisis management framework for banks and its institutional set-up. – 2.2. Drifting between supervision and resolution powers. – 2.3. Crisis management and home-host issues. – 2.4. Non-banking activities of banks and groups and crisis management. – 2.5. Summary of identified problems – 3. The proposed changes to the EU regulatory framework on crisis management and their assessment. – 4. Unresolved gaps and proposals for a more comprehensive regulatory framework – 5. Conclusion.

### 1. Introduction

The European crisis experiences of 2008-2013 led to the creation of a legal framework<sup>1</sup> that aims to establish an orderly approach to managing and preventing<sup>2</sup> the failures of financial institutions, starting with banks<sup>3</sup>. After a few years of theoretical analyses and individual cases of bank failures, the most appealing questions about the crisis management framework looked to be answered. However, the system could not have been considered flawless<sup>4</sup>, and many practical

---

<sup>1</sup> The establishment of the framework was based on the works and analyses conducted by the leading international standard-setting bodies, like Basel Committee on Banking Supervision, International Monetary Fund and World Bank. More about the background for the creation of crisis management framework in: J.H. BINDER, *Resolution: Concepts, Requirements, and Tools*, in J.-H. BINDER and D. SINGH (eds), *Bank Resolution: The European Regime* (Oxford University Press 2016).

<sup>2</sup> V. TROIANO, *Cross-border cooperation between resolution authorities in the BRRD*, in M. HAENTJENS and B. WESSELS (eds), *Research Handbook on Crisis Management in the Banking Sector* (Edward Elgar Publishing, 2015), 103-116.

<sup>3</sup> The provisions also concern investment firms, holding companies and central counterparties. When preparing the article, the work is underway to prepare the legal framework for crisis management and insurance and reinsurance undertakings.

<sup>4</sup> T. HUERTAS, *Reset Required: The Euro-area Crisis Management and Deposit Insurance Framework*, (2022) JFR 187-202, <https://doi.org/10.1093/jfr/fjac007>; J. BERG AND H. BJERRE-NIELSEN, *Bank resolution, the need to recognize reality in order to prepare for the next crisis*, (SUERF Policy Note No 126) 6; M. HELLWIG, *Twelve Years after the Financial Crisis—Too-big-to-fail is still with us*, (2021) JFR 7(1), 175-187.

uncertainties still intrigued the experts<sup>5</sup>. The examples of tensions in the banking and insurance market in 2022-2023<sup>6</sup> show that the financial crises are like Pandora's box – subsequent crises and following in-depth analysis from the practical angle uncover the challenges that both the supervisors and resolution authorities must face, catalyzing further changes.

The published preliminary lessons learned from the recent crises of Signature Bank, Silicon Valley Bank, First Republic Bank, and Credit Suisse have yet to fully explore prudential regulation or supervision issues from the crisis management perspective<sup>7</sup>. Regarding supervisory issues, the literature on bank resolutions has yet to delve into the problems that may arise from the relationship between resolution and supervision<sup>8</sup>. This lack of consideration was probably due to the

---

<sup>5</sup> Most of uncertainties considered bail-in, liquidity provision and funding (internal and external) in resolution. Look e.g. here: JEFFRET N. GORDON, W.-G. RINGE, *Bank Resolution in the European Banking Union: A Transatlantic Perspective on What It Would Take*, (2015) *Columbia Law Review*, 1297-1369; WOLF-GEORG RINGE, *Bail-in between Liquidity and Solvency*, (University of Oxford Legal Research Paper Series No 33/2016 2017), 15-17.

<sup>6</sup> More about the crisis of Credit Suisse and American banks that failed in 2023 here: S. ROSSI, *The banking crisis of Credit Suisse: origins, consequences, and reform proposals*, (2023) *Investigación Económica* 82 (325), 21-36; Report on the 2023 banking turmoil (BCBS 2023); S. ELLINGSAETER, *Could it happen in the EU? An analysis of loss distribution between shareholders and AT1 bondholders under EU law*, (2024) JRF forthcoming.

<sup>7</sup> The published reports and articles concentrate mainly on the shortages and inappropriateness in the ongoing supervision of the American banks and materialization of uncertainties in bank resolution than have already been cited by the analysts (e.g. problems with bail-in implementation, funding in resolution). See, e.g., FINANCIAL STABILITY BOARD, *2023 Bank Failures. Preliminary lessons learnt for resolution*, (2023) <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P101023.pdf> accessed 2 November 2023; UNITED STATES GOVERNMENT ACCOUNTABILITY OFFICE, *Report to the Committee on Financial Services, House of Representatives. Bank Regulation. Preliminary Review of Agency Actions Related to March 2023 Bank Failures*, (2023) April; FDIC, *FDIC's Supervision of Signature Bank*, (2023) April; FEDERAL RESERVE, *Review of the Federal Reserve's Supervision and Regulation of Silicon Valley Bank* (2023) April; F. HEIDER, J. P. KRAHNEN, L. PELIZZON, J. SCHLEGEL, T. TRÖGER, *European lessons from Silicon Valley Bank resolution: A plea for a comprehensive demand deposit protection scheme (CDDPS)*, (2023) (SAFE Policy Letter No. 98).

<sup>8</sup> However, see T. BECK, C. SILVA-BUSTON and W. WAGNER, *Incomplete supervisory cooperation*, (August 2023) <https://acpr.banque->

absence, at least apparent, of disagreements between these authorities, which might suggest their good cooperation. Even with this, however, the relationship between the authorities might only sometimes be performed consistently and promptly. These inefficiencies are likely to occur, especially when authorities from different nations are involved or when the crisis concerns capital groups subject to various national supervisory authorities<sup>9</sup>. It may also be the case with financial conglomerates that include insurance undertakings.

Therefore, this article explores the challenges or inconsistencies in the crisis management framework that may not yet have materialized but may materialize in the future. The above relationship will be analyzed from the point of view of failures of credit institutions to identify the unobvious dependencies, overlaps, and loopholes in the regulatory framework, which regulation should address instead. For this purpose, we usually go beyond the issues that the commentators of the collapses of American banks and Credit Suisse in 2023 have already cited. Since this article aims not to comment on the previous banking crises and their lessons learnt, we concentrate on the critical analysis of the regulations to identify risks or obstacles that have yet to be considered. We also take a specific approach by looking at the crisis management issues from supervisory and resolution perspectives.

In line with this approach, it is necessary to contextualize the functioning of banks and analyze their business as a whole, i.e., the banking business and the businesses related to banks' activity as part of multi-product capital groups (also financial conglomerates), including financial and insurance businesses. The crisis management issues will be examined from a supervisory and resolution perspective and a national and cross-border focus, considering the various financial activities carried out by the banks acting as part of capital groups or financial conglomerates. We will limit the cross-borders perspective to cooperation within the European Union (EU) and EU Member States' authorities, so relations with third-country authorities are out of the scope.

---

france.fr/sites/default/files/medias/documents/20230516\_incomplete\_coverage\_of\_supervisory\_cooperation.pdf accessed 6 August 2024.

<sup>9</sup> More about the effectiveness of international supervisors' cooperation is analyzed in e.g. T. BECK, C. SILVA-BUSTON and W. WAGNER, *The Economics of Supranational Bank Supervision*, (2023) JFQA 58(1), 324-351.

Consequently, the research question can be summarized as follows: do current and potential EU crisis management rules adequately consider the link between bank supervision and resolution, considering different national and cross-border (UE) perspectives and dependencies with other financial institutions in the same capital group?

The expected outcomes should be the following:

- 1) to outline the relevance of the link between supervision and regulation in banking crisis management,
- 2) to point out if the current rules and those proposed (as part of the so-called CMDI review<sup>10</sup>, or the proposed IRRD) have correctly approached such a link,
- 3) if our answer to the question in point 2 is negative, totally, or partially, present optimal solutions and discuss their pros and cons.

Therefore, the structure of the article is as follows. The first chapter presents the current state of play in bank crisis management. It is, however, not a plain vanilla description of the applicable provisions but a critical review of the supervisory and resolution framework where the background is the financial safety net and cross-border scope of functioning of banking groups. The second chapter refers to the review of the bank crisis management framework endorsed by the European Commission in April 2023 (CMDI review) and the creation of further legislation in the field of crisis management in the financial system (e.g. Insurance Resolution and Recovery Directive proposal, IRRD proposal<sup>11</sup>). The chapter aims to identify if the upcoming changes in the EU regulatory framework deal with the issues arising from the previous analysis. The last chapter presents the authors' proposals to remedy identified problems if the above legislation does not address them. The article ends with conclusions.

---

<sup>10</sup> As proposed by the European Commission. The evaluation of needed CMDI review's elements from the point of view of setting the genuine banking union was presented here: C. V. GORTSOS, *A reform of the CMDI framework that supports completion of the Banking Union* (2023) (EBI Working Paper Series No. 142) 23-44.

<sup>11</sup> Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council establishing a framework for the recovery and resolution of insurance and reinsurance undertakings and amending Directives 2002/47/EC, 2004/25/EC, 2009/138/EC, (EU) 2017/1132 and Regulations (EU) No 1094/2010 and (EU) No 648/2012, COM/2021/582 final.

## *2. Between supervision and resolution from national and international perspectives – outline of current problems*

The analysis and identification of the problems will follow chronological order—the potential problems will be analyzed in the context of the next phases of possible crisis development (subsequent phases of the crisis management framework), as presented in point a) below.

### *2.1 Crisis management framework for banks and its institutional set-up*

The EU set forth the crisis management framework for banks through legal acts. The fundamentals are BRRD<sup>12</sup>, DGSD<sup>13</sup>, and Banking Communication<sup>14</sup>.

Since the crisis management framework includes a broad scope of actions<sup>15</sup>, the preparation for the crisis starts when the bank is in a sound financial position. At that point, the bank must prepare a recovery plan to be activated when its financial situation deteriorates<sup>16</sup>. Although connected with crisis management, recovery planning fits into the ordinary, current supervision over the entity.

In parallel, the resolution planning takes place, and the resolution authority analyzes each bank and possible intervention options to be implemented when the bank meets resolution triggers. The result of its analysis is the preparation of the resolution plan<sup>17</sup>.

That means two different, but in-substance-related activities are conducted in parallel, and separate authorities run them. Even if the same institution embeds the supervisor and resolution authority, the

---

<sup>12</sup> Consolidated version of Directive 2014/59/EU of the European Parliament and the Council establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms, OJ L 173.

<sup>13</sup> Consolidated version of Directive 2014/49/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on deposit guarantee schemes, OJ L 173.

<sup>14</sup> Communication from the Commission on the application, from 1 August 2013, of State aid rules to support measures in favour of banks in the context of the financial crisis, C 216/1.

<sup>15</sup> M. BODELLINI, *International Bank Crisis Management. A Transatlantic Perspective* (Hart Publishing 2022) 3.

<sup>16</sup> BRRD, art. 5.

<sup>17</sup> BRRD, art. 10.

BRRD requires these functions to be separated and independent<sup>18</sup>. The recovery and resolution planning should create a continuous path for crisis management. However, the planned recovery options may hinder the possibility of implementing resolution actions (e.g., the assets that could be transferred in resolution may already be sold in the recovery phase). This risk creates a potential conflict of interest between supervisory and resolution authority. However, separating resolution/recovery and supervision reduces the risk of regulatory forbearance (e.g., resulting in the lack of identification of resolution impediments) that could materialize when all functions are not operationally isolated.

The turning point is when the bank is failing or likely to fail (FOLTF)<sup>19</sup>, and, at the same time, no supervisory and self-recovery actions will improve the bank's standing<sup>20</sup>. Here, a few types of authorities are engaged.

Firstly, the supervisor. Its task is to verify if the bank is threatened with collapse, and it may support a determination that no other action (on the side of the supervisor or private sector) might be taken to safeguard the bank against failure<sup>21</sup>. Secondly, the resolution authority. It may verify if the bank is FOLTF (even if the supervisor informs the resolution authority about the FOLTF state, the resolution authority should confirm that within the independent valuation). Moreover, it must assess whether the potential resolution is in the public interest – if that evaluation is positive, then the resolution should be started<sup>22</sup>. If not, the bank should exit the market according to national procedures<sup>23</sup>.

---

<sup>18</sup> BRRD, art. 4. More about institutional arrangements in: P. BAUDINO, C. SÁNCHEZ and R. WALTERS, *Institutional arrangements for bank resolution*, (FSI Insights No 32), 4-29.

<sup>19</sup> C. A. PETIT, *Failing or likely to fail: banking union cooperation tested since 2017*, (2023) JEI 45(1) 157-180.

<sup>20</sup> BRRD, art. 32(1).

<sup>21</sup> BRRD, art. 32(1)-(2).

<sup>22</sup> BRRD, art. 32(1) and 32(5).

<sup>23</sup> BRRD, art. 32(1) and 32(5). The legal framework needs to address what should be done if the public interest assessment suggests that the bank should be put into resolution. However, the resolvability assessment suggests that the bank is unresolvable (*i.e.* there are impediments to effectively implementing resolution action).



However, such procedures are enormously varied among the EU Member States<sup>24</sup> and may translate into:

- Liquidation of the bank by the liquidator/administrator within the standard insolvency procedure and the payout of the guaranteed deposits by the deposit insurance scheme<sup>25</sup>.

- Taking the bank out of the market within the special liquidation procedures (e.g., through the P&A transactions), which supervisors, DGSs or other national authorities might run.

When the bank is FOLTF due to the liquidity problem, the central bank might need to be added to the group of intervening authorities as the next party<sup>26</sup>.

When the resolution is initiated, multiple resolution tools might be applied, i.e. bail-in<sup>27</sup> or transfer tools (sale of the business, transfer to the bridge bank, or transfer to the bad bank)<sup>28</sup>. It should be added that – although the resolution authority itself selects the applied tool – some kinds of actions may also require the supervisor’s participation (e.g., approval of the new owner of the bank, acceptance of the merger with another entity, granting the license for the bridge bank<sup>29</sup>).

---

<sup>24</sup> S. BUCKINGHAM, S. ATANASOVA, S. FRAZZANI and N. VERON, *Study on the differences between bank insolvency laws and on their potential harmonization* (DG FISMA 2019) 56, [https://finance.ec.europa.eu/system/files/2020-06/191106-study-bank-insolvency\\_en.pdf](https://finance.ec.europa.eu/system/files/2020-06/191106-study-bank-insolvency_en.pdf) accessed 6 August 2024.

<sup>25</sup> Alternative application of DIS in bank crisis management is presented here: C. HOFMANN, *The Role of Deposit Insurance in Bank Resolution*, (2020) JFR 6(1), 148-158.

<sup>26</sup> More about the potential sources of liquidity in bank resolution in: M. KOZIŃSKA, J. MICHAŁEWICZ and B. ZDANOWICZ, *In Search of Ways for Financing the Bank’s Liquidity in Resolution*, (2021) *Safe Bank* 1 (82), 8-47.

<sup>27</sup> Bail-in is said to be the core resolution tool, which enables to make shareholders and creditors financially liable for the bank failure. There are multiple works analyzing the effectiveness and potential effects of the application of tools, e.g. T. TRÖGER, *Too Complex to Work: A Critical Assessment of the Bail-in Tool under the European Bank Recovery and Resolution Regime*, (2018) JFR 4(1), 35-72; E. AVGOULEAS and C. GOODHART, *Critical Reflections on Bank Bail-ins*, (2015) JFR 1(1), 3-29.

<sup>28</sup> BRRD, art. 37(3).

<sup>29</sup> While the provisions assume that the transfer tools should be implemented without the necessity to apply procedural requirements applicable under company and securities law (e.g. BRRD, art. 38(1), 40(1)), supervisory approvals have not been waived (e.g. BRRD art. 38(7), 41(1)).

Considering that the universal banking model dominates in Europe<sup>30</sup>, not only the banking sector supervisor might be engaged, but others might be involved if the bank is involved in various activities, including insurance or capital market services. Moreover, all resolution authority's decisions are backed by the valuations prepared by the independent valuer<sup>31</sup>.

The resolution is only feasible if it is supported by viable funding, primarily from the resolution or deposit guarantee funds (both funded by private sector institutions)<sup>32</sup>, which might be managed by separate authorities/entities. Considering that the resolution funds are public funds, all actions entailing its usage must be reviewed and accepted by the European Commission from the point of view of state aid<sup>33</sup>.

As evidenced, the engagement of multiple financial safety net institutions during the crisis management of a single bank at the national level might be extensive. For the cross-border banks, however, the additional entity in the crisis management institutional set-up is the resolution college<sup>34</sup>, which is the platform for preparing and coordinating bank resolution in the international context<sup>35</sup>. For banks acting in the banking union, additional players like the Single Resolution Board (as resolution authority of significant and cross-border banks) and European Central Bank (as supervisor of significant banks) come into play. They overtake the primary responsibilities of national resolution and supervisory authorities but do not replace them since part of the tasks still rests with national entities<sup>36</sup>.

The presented crisis management rules from the point of view of the institutional set-up show that the range of engaged entities is broad, and the resolution procedure – even at the national level – employs multiple

---

<sup>30</sup> M. CHAVAZ and D. ELLIOTT, *Separating Retail and Investment Banking: Evidence from the UK* (Banco de Espana 2021), 62.

<sup>31</sup> BRRD, art. 36 and 74.

<sup>32</sup> BRRD, art. 101, 105-106, 109.

<sup>33</sup> Banking Communication, point 64.

<sup>34</sup> The analysis of different cooperation models for cross-border is presented here: AGNIESZKA SMOLIŃSKA, *Multilevel cooperation in the EU resolution of cross-border bank groups: lessons from the non-euro area Member States joining the Single Resolution Mechanism (SRM)*, (2021) JBR 23, 42-53.

<sup>35</sup> BRRD, art. 88.

<sup>36</sup> M. BODELLINI, *International Bank Crisis Management. A Transatlantic Perspective* (Hart Publishing 2022) 9-16.

authorities. The complicated institutional setup relates to various risks, e.g. time constraints, the actual scope of the responsibilities (and prepared documents) and, in international terms, differences in the national implementation of the framework and political disagreements<sup>37</sup>.

It should be noted that the resolution procedures are designed and harmonized in most countries, mainly for the banking sector. As mentioned, banks sometimes combine various types of activities, e.g., sellers of insurance or investment products, which are designed internally within the bank by dedicated organizational units or on the grounds of additional licenses by connected companies. Within capital groups, companies often have divergent profiles. Also, the capital groups have different structures, whether the holding company might be a regulated entity. However, the resolution procedure is harmonized only for banking and investment firms<sup>38</sup>. An EU resolution regime for (re)insurance undertakings has only recently been agreed upon and has yet to be implemented in the Member States.

## 2.2. *Drifting between supervision and resolution powers*

As mentioned, resolution issues relate to the going concern and bank activity. Supervisory<sup>39</sup> and resolution intertwine at both stages.

At the going concern stage, the resolution and supervisory mandates overlap when the recovery options, resolution strategy, and resolvability assessment are decided. The selection of resolution strategy (and preferred tool) translates into the level of minimum

---

<sup>37</sup> E. PAGGI, C. MARTINEZ, *Panel I of the SRB Legal Conference – Legal and Operational Challenges That Arise in Respect of the Cooperation Between Banking Supervision and Resolution Authorities in the EU and in Respect of Their Cooperation with Third-Country Authorities*, (2022) ECFR 6, 924-935.

<sup>38</sup> There is also a resolution regime for CCPs, but it constitutes the financial market infrastructure's crisis management framework, providing its services mainly to other institutions (i.e., professional market participants). The analyses suggest that their potential to spread contagion is high. Source: T. B. KING, T. D. NESMITH, A. PAULSON and T. PRONO, *Central Clearing and the Systemic Liquidity Risk*, (2023) IJCB, 85-142, <https://www.ijcb.org/journal/ijcb23q4a3.pdf/>.

<sup>39</sup> More about the lessons for the ongoing bank supervision from the recent crises here: T. ADRIAN, M. MORETTI, A. CARVALHO, H. K. CHON, K. SEAL, F. MELO AND J. SURTI, *Good Supervision: Lessons from the Field*, (IMF Working Papers 181, 2023).

requirements for own funds and eligible liabilities (MREL)<sup>40</sup>. As a prudential requirement, it should be considered by the supervisor in the supervisory review and evaluation process (SREP) and when evaluating the bank's recovery plans (as one of the indicators conditioning activation of recovery options<sup>41</sup>).

Looking at the construction of MREL requirement<sup>42</sup>, setting MREL (with appropriate buffer) as a recovery indicator may mean that the recovery is initiated when the prudential ratios are relatively high. However, activation of the recovery plan should be treated as the event requiring publication of information, according to MAR<sup>43</sup>. The latter may negatively affect the bank's reputation when the situation is relatively sound, which is undesirable for such an institution, the supervisor, and the resolution authority. The education of investors is of the utmost importance here<sup>44</sup>. Only prudent and well-educated investors understand how to read and interpret the communications from the banks (not creating panic).

After selecting the preferred resolution strategy and tool, the resolution authority should analyze if it can be applied effectively and efficiently. This stage constitutes the resolvability assessment. If the resolution authority assesses any obstacles to using resolution tools, it obliges the bank to remove identified limitations<sup>45</sup>.

---

<sup>40</sup> BRRD, art. 45c. The aim of MREL requirement is to secure the sufficient amount of capital and liabilities to apply write-down or conversion tool or bail-in. Some authors indicate the drawbacks and shortcomings of the requirement, e.g. T. TRÖGER, *Why MREL won't help much: minimum requirements for bail-in capital as an insufficient remedy for defunct private sector involvement under the European bank resolution framework*, (2019) JBR 21, 64-81.

<sup>41</sup> EBA, *Final Report. Guidelines on recovery plan indicators under Article 9 of Directive 2014/59/EU*, (2021), 5.

<sup>42</sup> In simplification, MREL doubles the sum of basic and additional own funds requirements.

<sup>43</sup> Consolidated version of Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse, OJ L 173.

<sup>44</sup> More about the link between investors literacy and financial stability here: C. BUCH, *Financial Literacy and Financial Stability*, (Deutsche Bundesbank 2018), <https://www.bis.org/review/r180525b.pdf> accessed on 6 August 2024.

<sup>45</sup> BRRD, art. 17.

The analysis of the subject of the resolvability assessment<sup>46</sup> allows evaluation of to what extent the resolvability assessment and identification of obstacles to resolution interweave with supervision over the bank. In this regard, EBA published in 2022 so-called Resolvability Guidelines<sup>47</sup>. The guidelines require banks to have multiple solutions that facilitate resolvability, making it possible to swiftly implement resolution actions thanks to removed operational, technical, and legal barriers. They usually address the internal structure of the bank, its operations, internal systems, and relations with other parties. Such issues are traditionally strictly regulated and sometimes even approved by the supervisor. This step may create tensions between the supervisor and the resolution authority since the solutions that were worked out and accepted by the supervisor might be challenged by the resolution authority since its role is to ensure the smooth operations of the bank, but from another perspective, i.e., crisis management, instead of ongoing activity earmarked for supervisor.

This challenge also creates problems for the bank, which might have to simultaneously address requirements concerning the same area (e.g., internal systems, liquidity, internal structure) but coming from various authorities, whose expectations may vary as the supervisor focuses on risk management. In contrast, the resolution authority focuses on preparing to implement resolution tools and powers<sup>48</sup>.

The next phase of the resolution framework is when the bank becomes FOLTF. Current provisions are vague, leaving the supervisor much flexibility in assessing that the bank is on the brink of collapse. Also, the second condition for resolution (depletion of supervisory powers and self-recovery options) is flexibly formulated. The advantage of such a flexible framework is the discretion of the

---

<sup>46</sup> Resolvability assessment is more about the individual bank's assessments. Isabel Schnabel provides more general outlook on the resolvability. More here: I. SCHNABEL, *Are Banks Finally Resolvable? A Perspective from Europe*, (2020) JMCB 52(S1), 77-86.

<sup>47</sup> EBA, *Guidelines on improving resolvability for institutions and resolution authorities under articles 15 and 16 BRRD*, (2021).

<sup>48</sup> For example, while the supervisor may require banks acting within the institutional protection scheme to set the limits for mutual support (to limit the potential exposures and contagion), the resolution authority may favour the unlimited arrangements supporting the financing during the resolution without unnecessary constraints. Such examples might be more.

authority, which prevents too early initiation of the resolution (e.g., the bank's problems are only temporary). The disadvantage is that the supervisory authority may delay the resolution, which usually increases the costs of crisis intervention (e.g., due to the piling up of losses in the failing bank).

The open question also concerns supervision over the bank in resolution, which differs from the residual bank. In principle, according to the EU resolution framework, the resolution authority takes control of the bank when the resolution is initiated. That means that the resolution authority, as a public authority from the financial safety net, monitors banks' activities and directly manages the bank. Consequently, after the resolution initiation, the bank under resolution is controlled by two separate authorities. The mandates of these institutions remain the same, e.g., the supervisor is still responsible for monitoring the bank's capital adequacy. Initiating the resolution also does not mean that the license is automatically revoked. From the formal point of view, the functioning entity is not the bank but the bank in resolution. This situation creates the following areas of uncertainty:

a) what is the relation between supervision and resolution authority – from the moment of resolution, the running of the bank is taken over from the commercial party to the public authority (resolution authority); in this regard, the resolution authority monitors and runs the bank and it is evident that aims to solve the problems (very often non-compliance with banking regulations); it is not clear what role should the supervisor have in such a situation – control over other safety net institution may create tensions and seems to be outside the supervisor's mandate;

b) To what extent the bank in resolution should be subject to supervision – as mentioned above, in the case of only open bank bail-in application, the banking activity is maintained in the entity subject to resolution and is continued as usual; under such a scenario, the continuation of the normal scope of supervision seems to be justified<sup>49</sup>;

---

<sup>49</sup> The legal provisions seem to not address such a situation appropriately – at least in total. The open bank bail-in should include restoring bank capital position by the loss coverage and recapitalization. That should allow it to continue its activity. At the same time, EU bank resolution regulations (BRRD, art. 34) require the management body and senior management to be replaced after the resolution initiation. The resolution authority takes over the control and runs the bank. At the same time, the bank has new owners (created by the conversion of liabilities to capital) who should

in case of so-called transfer strategies (sale of the business, bride bank, bad bank) combined with closed bank bail-in, the bank under resolution is usually deprived of crucial banking activity, and therefore, the remaining part of the old entity usually does not require banking supervision, since the banking activity is transferred to other entity;

c) To what extent the bank in resolution should be subject to prudential regulations – the problem seems to be like the scope of the supervision: if the resolution takes the form of, e.g., open bank bail-in (if after the bail-in implementation, the bank under the resolution continues the activity) the application and monitoring of prudential requirements is justified. The rules are, however, not adjusted to the situation when the resolution assumes the transfer of an essential part of the entity (mainly constituting critical functions) to another entity. Under such a scenario, applying prudential requirements does not seem appropriate since the bank under the resolution is concentrated on liquidating remaining assets and exiting the market.

### *2.3 Crisis management and home-host issues*

As mentioned, some banks are part of the capital groups that can run their activities in multiple countries (cross-border banking groups)<sup>50</sup>. Such a situation creates additional challenges for crisis management since the international character of cross-border banking activity is not aligned with the national character of the financial safety net. Even in the banking union, the deposit guarantee schemes remain local, i.e., national.

Moreover, the interests of national authorities might be divergent since every financial safety net institution would like to plan and conduct crisis management considering the financial stability of the local financial system. The most visible conflict of interest seems to occur when part of the group (some subsidiary or subsidiaries as well

---

continue the bank management. The legal provisions do not answer the question of who should be responsible for the bank's further activity.

<sup>50</sup> There are multiple researches about the cross-border bank activity. E.g. DIRK SCHOENMAKER and W. WAGNER, *The Impact of Cross-Border Banking on Financial Stability*, (Tinbergen Institute Discussion Paper, No. 11-054/2/DSF18); M. EVERETT, P. MCQUADE and M. O'GRADY, *Bank business models as a driver of cross-border activities*, (2020) JIMF 108.

as an activity conducted under the freedom of services or freedom of establishment) is assessed as having a systemic impact on the national financial system in the host country. At the same time, however, from the home country's perspective, it is irrelevant, and it should not be subject to any particular interest and treatment. This disproportion is called the home-host problem (home-host balance) and is visible at various stages of crisis management.

The problem might be identified in the supervision and recovery phase. From the point of view of supervision, the crucial issue is the prudential requirements. These include mainly capital (CET1, AT1, TC) and liquidity (LCR, NSFR) requirements introduced by CRR<sup>51</sup>. Home authorities usually seek to supervise the group on a consolidated basis since, under such a scenario, they have control and (direct or indirect) impact on the whole group because the parent company might be the ultimate entity that will bear the brunt of the financial problems in the group.

Also, banking groups usually prefer consolidation of capital and liquidity since centralized financial management might be more economically effective (e.g., advantages of economies of scale). This consolidation is, however, contradictory to the interest of local supervisors, which seek to safeguard as much capital and liquidity at the local level as possible since only nationally prepositioned funding is a reliable safeguard for times of financial difficulties - when obtaining financing from other sources is complex. Ultimately, the financial responsibility for locally active banks rests with local authorities, e.g., deposit insurers.

The described conflict of interest may become visible during the discussion within supervisory colleges established for all internationally active banks. Such colleges are responsible, e.g. for assessing bank recovery plans, including recovery scenarios and options to be implemented when the entity's financial situation deteriorates. The recovery options may, however, foresee that local subsidiaries are no longer sustained (e.g., sold to another counterparty). Therefore, the entity's systemic impact on the local market may

---

<sup>51</sup> Consolidated version of Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on prudential requirements for credit institutions, OJ L 176.



disappear for the host country. Consequently, the assessment of the recovery plan (and its options) by the national authorities within the supervisory college may be divergent.

Similarly, crisis management may present home-host conflict during the planning and execution phases. When planning the resolution (creating resolution plans for internationally active banks), it is necessary to:

- a) Select the preferred resolution strategy from the point of view of the group (SPE<sup>52</sup> or MPE<sup>53</sup>)<sup>54</sup>,
- b) Agree on the distribution of loss absorption and recapitalization capacity (MREL and TLAC requirements),
- c) Select the preferred resolution tool.

When selecting the preferred resolution strategy, home resolution authorities may select SPE since it assumes the centralization of crisis management. The selection of SPE also has significant consequences for the MREL and TLAC requirements since, under the SPE, loss absorption and recapitalization capacity are centralized at the level of the parent company and distributed to host countries (i.e., non-resolution entities)<sup>55</sup>.

Host authorities will tend to safeguard as much financial capacity as possible, similarly to capital and liquidity requirements, since only prepositioned funds create viable protection against the necessity of financing the financial problems of such an entity from local financial safety net funds. Planning a resolution strategy and funding might be the phase where conflicts of interest occur. However, this does not mean that the MPE strategy (and related financing plans) will always be optimal. MPE strategy implies that the local authority manages the

---

<sup>52</sup> Single Point of Entry – the strategy assumes that there is only one resolution entity in the group, i.e., the entity to which the resolution tool will be applied. It is usually a holding company. Consequently, the group resolution authority will implement the resolution in case of crisis of any group entity (through the transfer of losses and capital).

<sup>53</sup> Multiple Point of Entry – the strategy assumes that there are a few resolution entities in the group, i.e., the entities to which the resolution tools will be applied. Consequently, the resolution is run by national resolution authorities that are responsible for resolution entities.

<sup>54</sup> J. A. FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, *Considerations of the SPE and MPE resolution*, (2020) JBR 21, 278–287.

<sup>55</sup> BRRD, art. 45c-45f.

resolution of the local entity, and the MREL and TLAC requirements are built locally. It means that after the resolution (write-down of capital instruments and conversion of debt – not held by the parent – into the new capital), the bank has new owners, and the relations (including operational) with the parent are broken what might not be optimal from the point of view of operational continuity.

Moreover, new owners might not be interested in holding the capital in the bank as it might be uncompliant with their investment policies. This might encourage them to sell the shares and contribute to the fire sale just after the resolution. Also, selecting the preferred resolution tool for each subsidiary might become a bone of contention. Sustaining the activity of the subsidiary might not be optimal for the parent entity since the locally significant subsidiary might be irrelevant from the point of view of the whole group.

Regarding the resolution execution, further issues should be considered from the point of view of international crisis management and the home-host balance. It should be noted that even if the resolution college agrees on the SPE resolution strategy, from the legal point of view, the activation of resolution is the task of the authorities from the jurisdiction where the failing entity is registered. Moreover, the local authority is the institution that investigates the problems and is aware of potential obstacles that might be faced during the resolution. These obstacles can be local legal provisions, the local market, and the local banking sector's ability to participate—operationally and financially—in the resolution of the bank. Also, the local banking sector will bear the consequences of resolving such a failing bank.

Under such circumstances, the local authority is best equipped with the tools and knowledge to resolve the crisis. It should also be emphasized that the resolution plan agreed upon by the resolution college is not binding<sup>56</sup>. The ultimate intervention is agreed upon as part of the resolution scheme. The decision-making about the resolution scheme foresees that the Member State that does not agree with the group resolution scheme is allowed to refrain from signing the joint decision and following its way of resolution of the local subsidiary<sup>57</sup>.

---

<sup>56</sup> BRRD, art. 13 and 91-92.

<sup>57</sup> BRRD, art. 91-92.

When the resolution starts, the authority from the jurisdiction where the entity is registered (and regionally operates) has a legal basis and financial stability justification to follow such a resolution that will most benefit the local financial system. SPE strategy is implemented in jurisdictions where subsidiaries operate by the local resolution authority, based on non-binding agreements between the parent and local authority. The local authority will decide to write down and convert capital instruments and eligible liabilities to transfer losses at the level of the parent entity. The rest of the restructuring will be implemented from the parent bank's point of view.

Such a resolution plan might be viable only if the local subsidiary has solvency problems not backed by additional structural abnormalities. Usually, this is not the case – the real bank resolution requires loss absorption, recapitalization, and internal restructuring of its management and business. Here, under the SPE strategy, the parent's decisive actions would be needed to heal the subsidiary. The parent entity might not be interested – for purely business reasons – in further restructuring (and engagement of group assets) of a subsidiary that is irrelevant to the whole group. The local resolution authorities of a subsidiary, as assessed as material for the local financial system, cannot afford to depend on such uncertain solutions.

#### *2.4 Non-banking activities of banks and groups and crisis management*

The banks usually do not limit their activity to purely banking services (loans and deposits). Usually, EU banks offer a much more comprehensive array of products and services since the EU banking sector follows the universal banking model. It often means that entities with banking licenses have other licenses that allow them, e.g., to run investment activities. If it is not done by the bank itself (by the dedicated department or bureau), banks sign agreements with appropriate financial firms to deliver such products<sup>58</sup>. In the case of the whole capital group, it is usually the case that there are dedicated subsidiaries responsible for the creation and delivery of products other

---

<sup>58</sup> The cooperation between banks and insurance companies is recognized as bancassurance and takes a special place in business and regulation. More about that, e.g., here: P. MARANO, *Vendite abbinate e tutela dell'assicurato nella bancassicurazione. Profili organizzativi*, Pacini Giuridica, 2023.

than banking ones (investment firms, insurance companies, leasing, and factoring entities). Even if such a model is applied, the products are often sold to clients through the banking channel<sup>59</sup>.

At the same time, the European resolution framework consists of rules for banks, investment firms, and CCPs, which do not cover the whole financial market and related products delivered to customers, especially retail customers. Moreover, the rules for each sector are usually created as a dedicated package for types of companies. It means that the resolution regimes for financial institutions are primarily like "silos". There needs to be a comprehensive set of rules that should be applied during a crisis of financial institutions, enabling the execution of coherent crisis management actions for the capital groups<sup>60</sup>.

In case of a crisis of a financial group where multiple types of companies operate, the intervening authorities must follow numerous rules and treat various companies differently because of various resolution provisions or insolvency rules if the resolution regime for a particular type of company has yet to be created. That might be irrational from the point of view of customers, whose treatment might depend on the kind of financial institution they use.

However, the consequences of varied or non-existent rules for crisis management might be far-reaching for other entities in the group, in the case of the model where various group entities deliver multiple services, or in the financial system, in the case of the model where the bank sells the products of other entities based on the cooperation agreements.

The incomplete crisis management regime may escalate the contagion effects since clients might interpret the failure of the

---

<sup>59</sup> This concerns usually financial conglomerates. The literature and research about the functioning of financial conglomerates are limited, especially about the resolution of financial conglomerates in the EU. Some thoughts about American framework for financial conglomerates resolution are included in: H. E. JACKSON and S. MASSMAN, *The Resolution of Distressed Financial Conglomerates*, (2017) *The Russell Sage Foundation Journal of the Social Sciences* 3 (1), 48-72.

<sup>60</sup> The analysis conducted by Kokorin confirms our assessment. According to the Author, although the concept of "group solution" in insolvency and resolution was developed, it is still not a coherent and well-defined legal concept. Instead, regulations seem to follow entity-based solutions (separate for various types of institutions). Source: I. KOKORIN, *The Rise of 'Group Solution' in Insolvency Law and Bank Resolution*, (2021) *EBOLR* (22) 781-811.

company that manufactured the product as the failure of the company that sold the products.

### *2.5 Summary of identified problems*

Based on the above-presented analysis, it is possible to enumerate the list of identified crisis management problems that the legislators should address to increase the efficiency of the interventions in case of the failure of financial institutions. The identified problems can be summarized as follows: (a) Complicated financial safety net structure, where the mandates of some institutions are sometimes overlapping, and some areas are not covered; (b) Conflicts of interest between the supervisor and the resolution authority<sup>61</sup>; (c) Home-host problems<sup>62</sup>; (d) Lack of a complex and coherent system for the crisis management of the capital groups delivering multiple financial products, including financial conglomerates.

Based on the identified problems, the following chapter will analyze whether and how the upcoming EU regulations on recovery and resolution address these issues.

### *3. The proposed changes to the EU regulatory framework on crisis management and their assessment*

In April 2023, the European Commission published the proposal to amend BRRD (analogous changes to be implemented in SRMR applicable to the banking union) and DGSD. The essential (and most controversial) part of the proposal concentrates on modifying financing

---

<sup>61</sup> These conflicts may relate to (i) Divergent views about the recovery and resolution plans and actions; (ii) Overlapping mandates in case of resolvability of a bank and the removal of impediments to resolvability; (iii) Risk of lack of coordination when the bank is failing or likely to fail; (iv) Uncertainties connected with the supervision of the bank in resolution.

<sup>62</sup> These problems may involve: (i) Divergent views on the prudential requirements from the point of view of home and host authorities; (ii) The inappropriateness of recovery options for home and host authorities at the same time; (iii) Divergent approaches to the selection of preferred resolution strategy; (iv) Divergent approaches to the management of the loss absorption and recapitalization capacity; (v) Divergent approaches to the assessment of the select resolution tool; (vi) Controversies and practical obstacles with the application of SPE and MPE strategies.

mechanisms, which aims to strengthen the use of deposit guarantee schemes in resolution and their overall application in crisis management (in the form of, e.g. preventive and alternative measures). The proposed framework's effectiveness strongly depends on the shape of the national financial safety net. Especially in countries where the deposit guarantee system is separated from the resolution authority and is managed by private entities, there might be a visible reluctance to make modifications. They might be seen as a trial to put the burden of crisis management on deposit insurers. Such institutions are solely national (deposit insurance has yet to be centralized at the banking union level), which adds a political dimension to the reform. The macroprudential policy's purpose and form also have significance in this regard<sup>63</sup>. In crisis management financing, the proposal also includes modifications of extraordinary public financial support to limit the use of public funds outside of resolution. For this purpose, the CMDI review amends the rules of precautionary recapitalization. However, these tools are outside the scope of this essay.

Apart from that, the CMDI review introduces multiple provisions that concern supervisory and resolution issues:

a) Rules regarding the application of early intervention measures have been modified so that, for the supervisor, it should be clear what kind of measures should be treated as typical supervisory measures (based on CRD<sup>64</sup>) and what kind of measures should be treated as early intervention measures (based on BRRD); moreover, duplicated powers (between CRD and BRRD) have been removed from BRRD – these provisions are connected, however with the consistency of legal basis for supervisor's activities and do not address the problems identified in the previous part of the article;

b) New provisions are added to the BRRD which regulate the issue of the cooperation between the supervisor and resolution authority when the situation of the bank starts deteriorating, i.e., when the bank is going to be deemed FOLTF and what is the timeframe for the

---

<sup>63</sup> S. W. SCHMITZ, M. POSCH and P. STROBL, *The European Commission's crisis management and deposit insurance (CMDI) proposal increases system-wide liquidity risk and makes more banks systemic*, (SUEF Policy Note No 325), 12-13.

<sup>64</sup> Consolidated version of Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions, OJ L 176.

assessment that supervisory powers (early intervention measures) have been depleted – these provisions address one of the identified shortcomings in the current framework, namely it reduces the risk of lack of coordination at the moment when the bank is failing or likely to fail;

c) Provisions regarding the public interest assessment (PIA) and resolution objectives are modified to broaden the application of resolution (instead of liquidation supported by the budgetary funds) – these amendments are targeted at making the application of the resolution more frequent (do not solve the problems with its execution, especially with regards to the international context as well as potential conflicts with the supervisory powers) and it should be noted that the already existent rules enabled broad application of resolution measures;

d) Further amendments regarding the MREL requirement have been proposed; apart from waiving or streamlining the rules for setting MREL for entities that are earmarked to be liquidated in case of the crisis, the CMDI package foresees further modifications regarding the setting of internal MREL (e.g., possibility to set internal MREL on a consolidated basis for non-resolution entities) – these amendments address to some extent the problem of prepositioned loss absorption and recapitalization capacity at the level of a subsidiary, but do not solve the issue of the conflicts of interest among national resolution authorities and obstacles with the implementation of particular resolution strategies.

Apart from the CMDI package, in September 2021, the European Commission proposed the adoption of the IRRD to establish the recovery and resolution framework for insurance and reinsurance companies. Although it broadly addressed identified shortcomings in the field of crisis management in the (re)insurance sector<sup>65</sup>, the general approach to the crisis management of the capital groups (including financial conglomerates) remains incomplete and still mostly sectoral (“silos approach”). Thus, the future legal framework (BRRD, DGSD, and IRRD) must fill the lack of a complex and coherent system for crisis management of capital groups that deliver multiple financial products,

---

<sup>65</sup> M. REUMERS, M. NELEMANS, *The questionable scope of the Commission’s proposal for a framework for recovery and resolution of (re) insurance undertakings*, (2022) *European Journal of Commercial Contract Law* 31-43, at 34.

including financial conglomerates. The solution for the consistent crisis management framework for the financial system is still missing.

Indeed, the IRRD set forth that Member States shall require authorities exercising supervision and resolution functions and persons exercising those functions on their behalf to cooperate closely in the preparation, planning, and application of resolution decisions, regardless of institutional setup.<sup>66</sup>

However, the IRRD claims for coordination between authorities in charge of the (re)insurance sector and the banking and investment firms' sector if they form or are parts of the financial conglomerate. Indeed, the supervisory authorities are those defined in Directive 2009/138/EC (Solvency II), namely, the national authority or the national authorities empowered by law or regulation to supervise insurance or reinsurance undertakings<sup>67</sup>. Meanwhile, the resolution authorities are those empowered to apply the resolution tools and exercise the resolution powers under the IRRD<sup>68</sup>, which lays down rules and procedures for the recovery and resolution of all the entities listed in its provisions<sup>69</sup>. Analogous rules are applied in the case of BRRD. The only case where both authorities cooperate within the resolution college is when entities form a financial conglomerate.

Consistent with the above, the relevant “group” for the IRRD includes solely the entities listed in that directive referring to the terms “group” and “group supervisor”, which are those provided by the Solvency II Directive<sup>70</sup>, and “group resolution authority”, which is

---

<sup>66</sup> IRRD, art. 3(6).

<sup>67</sup> IRRD, art. 2, n. 8, and Solvency II, art. 13, point 10.

<sup>68</sup> IRRD, art. 2(2) n. 7.

<sup>69</sup> IRRD, art. 1.

<sup>70</sup> IRRD, art. 2, para. 1. Thus, ‘group’ means a group of undertakings that:

(i) consists of a participating undertaking, its subsidiaries, and the entities in which the participating undertaking or its subsidiaries hold participation, as well as undertakings linked to each other by a relationship as set out in Article 12(1) of Directive 83/349/EEC; or

(ii) is based on the establishment, contractually or otherwise, of strong and sustainable financial relationships among those undertakings, and that may include mutual or mutual-type associations, provided that:

- one of those undertakings effectively exercises, through centralized coordination, a dominant influence over the decisions, including financial decisions, of the other undertakings that are part of the group; and,



introduced under the IRRD<sup>71</sup>. Thus, the IRRD delimits the entities for which the resolution authorities can intervene as it sets forth that the "group resolution" means either of the following: (a) the taking of resolution action at the level of a parent undertaking or of an insurance or reinsurance undertaking subject to group supervision, or (b) the coordination of the application of the resolution tools and the exercise of the resolution powers by resolution authorities concerning group entities.

Looking at the entities falling into the scope of the IRRD, mixed financial holding companies and parent mixed financial holding companies established in a Member State and Union parent mixed financial holding companies are those included in the scope of the resolution framework. The IRRD defines 'Union parent mixed financial holding company'<sup>72</sup>. In contrast, the **Directive 2002/87/EC of 16 December 2002 on the supplementary supervision of credit institutions, insurance undertakings and investment firms in a financial conglomerate** ultimately provides the definitions of the other entities<sup>73</sup>.

---

- the establishment and dissolution of such relationships for [group supervision] are subject to prior approval by the group supervisor,

The undertaking exercising the centralized coordination shall be considered the parent undertaking, and the other undertakings shall be considered subsidiaries.

On the other hand, "group supervisor" means the supervisory authority responsible for group supervision, determined under art. 247 of Solvency II.

<sup>71</sup> Based on IRRD, art. 2, para. 2, n. 27, "group resolution authority" means the resolution authority in the Member State where the group supervisor is situated.

<sup>72</sup> Based on IRRD, art. 2, n. 5, 'Union parent mixed financial holding company' means a parent mixed financial holding company in a Member State that is not a subsidiary undertaking of an undertaking authorized in any Member State or of another insurance holding company or mixed financial holding company set up in any Member State.

<sup>73</sup> Indeed, the IRRD refers to a list of definitions in art. 212 of Solvency II. Among others, these definitions provide that 'mixed financial holding company' means a mixed financial holding company as defined in *Article 2(15) of Directive 2002/87/EC* [emphasis added], under which "mixed financial holding company" shall mean a parent undertaking, *other than a regulated entity*, which together with its subsidiaries, at least one of which is a regulated entity which has its head office in the Community, and other entities, constitutes a financial conglomerate (Article 2, n.15) (emphasis added); while 'parent mixed financial holding company in a Member State' means a mixed financial holding company as defined in Article 212(1), point (h), of Directive 2009/138/EC which is established in a Member State, which is not itself a subsidiary

Although the IRRD recognizes the importance of the connection between entities operating in the financial system for financial stability<sup>74</sup>, it includes supervised entities, such as banks or investment firms, only if they are parts of the financial conglomerate. Not all capital groups providing multiple financial products (including insurance and banking) are considered financial conglomerates. Therefore, the solution is minimal, and a comprehensive crisis management system for diversified capital groups needs to be created.

In conclusion, the IRRD pursues harmonization in matters of cooperation between authorities other than the (re)insurance ones, which is limited to the provision under which Member States *may* authorize the exchange of information, among others, national authorities responsible for overseeing payment systems, the authorities responsible for ordinary insolvency proceedings, the authorities entrusted with the public duty of supervising other financial sector entities, the authorities responsible for the supervision of financial markets, credit institutions, and investment firms, the authorities of Member States responsible for maintaining the stability of the financial system in the Member States through the use of macroprudential rules, the authorities responsible for protecting the stability of the financial system, and persons charged carrying out statutory audits<sup>75</sup>.

Furthermore, the IRRD also aims to facilitate coordinated actions in the event of cross-border group failure by attributing the same intervention tools to the resolution authorities in various Member

---

undertaking of an insurance or reinsurance undertaking, an insurance holding company or mixed financial holding company authorized or set up in that same Member State. Thus, Article 212, para 1, let. h) Solvency II states that “mixed financial holding company” means a mixed financial holding company as defined in Article 2(15) of Directive 2002/87/EC, *i.e.*, an undertaking other than a regulated entity.

<sup>74</sup> IRRD, art. 1, provides that «Resolution authorities and supervisory authorities shall, when establishing and applying the requirements laid down in this Directive and when using the different tools at their disposal in relation to an entity referred to in the first subparagraph, take account of the nature of the business of that entity, its shareholding structure, legal form, risk profile, size, legal status, *interconnectedness to other institutions or to the financial system in general*, and the scope and complexity of the entity’s activities» [emphasis added].

<sup>75</sup> IRRD, art. 64, para 5., let. c).

States<sup>76</sup>. Therefore, group resolution authorities shall establish resolution colleges to carry out the tasks and, where appropriate, to ensure cooperation and coordination with third-country resolution authorities. The supervisory authorities of the resolution college are the group supervisors and the supervisory authorities of each Member State, where the resolution authority is a member of the resolution college. The resolution college is only sometimes joined by the resolution authorities of banks and investment firms. In many capital groups (especially not formally recognized as financial conglomerates) the provisions will re-propose a silos approach also to cross-border activities.

The IRRD introduces the restructuring tools and powers the resolution authority might apply in a crisis. Moreover, other tools adjusted to the insurer's character will be possible if convergent with the resolution objectives. It should be noted, however, that insurers' business and risk profiles differ from those of banks<sup>77</sup>. Therefore, the application of resolution tools should be distinct from the existing banking examples and adjusted to the insurance sector and its specific role in the financial system, the economy, and particular crisis conditions.

Insurance companies are less financially connected than banks, for which shocks may spread quickly through the interbank market<sup>78</sup>. In the

---

<sup>76</sup> IRRD, whereas No. 65.

<sup>77</sup> M. REUMERS, M. NELEMANS, *The questionable scope of the Commission's proposal for a framework for recovery and resolution of (re) insurance undertakings*, (2022) *European Journal of Commercial Contract Law* 31-43, at 37 ff.; MAGDALENA KOZIŃSKA, *Resolution in the insurance sector – premises, model solutions and challenges*, (2022) *Insurance News* 4/2022, 45 ff.; C. THIMANN, *How Insurers Differ from Banks: A Primer on Systemic Regulation. Systemic Risk Centre Special Paper No 3'* (London: London School of Economics and Political Science 2014) 4 ff.; H. CHEN, D. J. CUMMINS, K. S. VISWANATHAN, and M. A. WEISS, *Systemic Risk and the Inter-Connectedness between Banks and Insurers: An Econometric Analysis*, (2012) *Journal of Risk and Insurance* 81, 623–652. See also BIPARTISAN POLICY CENTRE, *The Business of Insurance and Banking Understanding Two Different Industries* (Washington: BPC 2019) 14; ERSB, Report on systemic risks in the EU insurance sector (December 2015) [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/2015-12-16-esrb\\_report\\_systemic\\_risks\\_EU\\_insurance\\_sector.en.pdf](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/2015-12-16-esrb_report_systemic_risks_EU_insurance_sector.en.pdf) accessed 6 August 2024.

<sup>78</sup> The financial factors that explain the systemic importance of banks include interbank lending, correspondent banking, investments in shares and bonds, and mutual lending.

case of co-insurance, i.e. a risk faced by a policyholder and underwritten by two or more insurance undertakings, the insolvency of a co-insurer affects only the insured person. It does not oblige the other co-insurers to provide a share of the benefit owed by the insolvent insurer<sup>79</sup>, although such insolvency may influence the policyholder. Therefore, one insurer's crisis may have a less significant effect on the other insurers, which for some insurance products could also easily replace it in providing insurance coverage to its customers. Nevertheless, insurance companies are not immune to systemic risk<sup>80</sup> and the materialization of other types of risk that might be seen as specific for banks (e.g., liquidity risk)<sup>81</sup>.

The legislative choice to extend resolution and recovery tools to the insurance sector probably also depends on the current and prospective relevance of factors exogenous to a financial crisis, such as the damage caused by climate change, the COVID-19 pandemic, the European Green Deal, the Capital Markets Union (CMU)<sup>82</sup> and, according to some authors, the political desire to stimulate insurers into making (cross-border) investments<sup>83</sup>.

---

<sup>79</sup> Article 190 Solvency II lists the conditions to classify as community co-insurance operations, including «the risk is covered by a single contract at an overall premium and for the same period by two or more insurance undertakings *each for its own part as co-insurer*, one of them being the leading insurance undertaking» [emphasis added].

<sup>80</sup> A. DENKOWSKA and S. WANAT, *Dependencies and systemic risk in the European insurance sector: New evidence based on Copula-DCC-GARCH model and selected clustering methods*, (2020) EBER 8(4), 7-27.

<sup>81</sup> ECB, *Financial Stability Report*, (June 2009) 122-124.

<sup>82</sup> Communication from the European Commission to the European Parliament and the Council on the review of the EU prudential framework for insurers and reinsurers in the context of the EU's post pandemic recovery, COM(2021) 580 final, para 1; Proposal amending Solvency II, Explanatory Memorandum, 1.; M. REUMERS, M. NELEMANS, *The questionable scope of the Commission's proposal for a framework for recovery and resolution of (re) insurance undertakings*, (2022) *European Journal of Commercial Contract Law* 31-43, at 33 f and 37.

<sup>83</sup> M. REUMERS, M. NELEMANS, *The questionable scope of the Commission's proposal for a framework for recovery and resolution of (re) insurance undertakings*, (2022) *European Journal of Commercial Contract Law* 31-43, at 33. However, the authors should explain how resolution system would inspire insurers to make cross-border investments.

Moreover, EIOPA repeatedly reported an exposure of insurers towards banks<sup>84</sup>, which could reach a materiality threshold capable of causing, in the event of a crisis, a danger to the financial system's stability, becoming a channel of risk contagion and transmission<sup>85</sup>. This materiality threshold usually concerns larger insurance groups and insurers of particular importance for the financial system or economy, but not all insurers. The application of the IRRD should be subject to the principle of proportionality, which the IRRD embeds. However, the actual application depends on the policy of the national resolution authority. It will play a key role in differentiating the burdens on insurers resulting from implementing the IRRD.

Therefore, the emphasis on financial stability should have led to rules that addressed bank-insurance groups (not only formal financial conglomerates) where the coordinated action of the multiple - supervisory and resolution - authorities concerned about the various activities carried out by the group companies can guarantee better protection of financial stability. The risk of contagion within the group can threaten this stability regardless of the occurrence of exogenous or endogenous factors as determinants for the group's financial crisis.

The above coordination is not entirely addressed in the revision of the CMDI and the IRRD proposal, which came out two years later. Both legislative proposals presented a mostly silos approach, which appears to be a political compromise to reach an intermediate step - the existence of resolution/recovery tools in both sectors - in building an effective integration between the banking and insurance regulatory frameworks on recovery and resolution. In the meantime, there are bancassurance groups that do not qualify as financial conglomerates, for which coordination problems inherent to the silos approach arise.

In conclusion, comparing the identified shortcomings and the scope of the CMDI review and other regulations that will be implemented shows that the European overall crisis management framework still

---

<sup>84</sup> EIOPA, *Financial Stability Report*, (December 2021), 12 ff. [https://www.eiopa.europa.eu/system/files/2021-12/financial-stability-report-december-2021\\_1.pdf](https://www.eiopa.europa.eu/system/files/2021-12/financial-stability-report-december-2021_1.pdf) accessed 6 August 2024.

<sup>85</sup> EIOPA, *Financial Stability Report*, (June 2023), 71 <https://www.eiopa.europa.eu/system/files/2023-06/EIOPA-BOS-23-209-EIOPA%20Financial%20Stability%20Report%20June%202023.pdf> accessed 6 August 2024.

needs to be completed. The following chapter aims to identify some regulatory solutions and evaluate their suitability for addressing the issues that the current (and future) regulatory framework should adequately tackle.

#### *4. Unresolved gaps and proposals for a more comprehensive regulatory framework*

The analysis carried out in the previous chapter highlighted the persistence of some gaps in the European regulatory framework in managing financial crises. The following pages intend to provide some regulatory solution hypotheses that further research could support (or counter).

First, the financial safety net for crisis management should be streamlined. While separation of supervision and resolution is justified, the crisis management authorities (resolution authorities, deposit guarantee schemes, and the respective funds) could be combined. This combination could also streamline the rules for financing the resolution process. The creation of one combined fund for crisis management (instead of two funds: resolution and DGS funds) would exclude the problem of usage of DGS in resolution and their inactiveness in situations when banks are mostly resolved (instead of being wound down). Such a solution would also limit doubts connected with the priority of the funds' usage. Apart from procedural streamlining, combining authorities of similar tasks (objectives) in one institution limits costs and concentrates skills and knowledge in crisis management in one authority. In some Member States, however, there might be some hurdles for such an institutional setup. Gathering crisis management functions (resolution and guarantees) in one entity may suggest that the responsible authority should be public instead (to exclude the situation that the financial institutions decide about the future of one of their competitors). In some countries, deposit guarantors are private institutions (privately governed) entrusted with the public task. The far-reaching reform of the institutional shape of the financial safety net might be thus politically challenging to implement. At the same time, the elements of the safety net that are lacking should be completed. This issue consists mainly of the provision of liquidity in times of crisis. The role of the central bank could be explored more, and

appropriate mechanisms seem justified in being prepared (e.g., central banks as lenders of last resort (LoLR) – facilities for at least bank resolution). Creating a resolution LoLR function should not increase the level of moral hazard. Therefore, the optimal solution seems to be to ensure the legal framework for the viable provision of liquidity in resolution and, simultaneously, to follow the rules of constructive ambiguity and the central bank's discretion. The provision of liquidity by central banks (even in the form of the “resolution emergency liquidity assistance”) should still not be assumed as the source of financing in the recovery and resolution plans. It should be treated as a last resort solution to be implemented in case there are no other market sources, and there is a risk of contagion (systemic risk materialization).

The overlapping powers between supervisor and resolution authority are challenging to address because they have “institutionally” different approaches – supervisor is going-concern, and resolution authority is gone-concern<sup>86</sup>.

However, it seems that the overlapping could be reduced if the crisis management preparation concentrated on preparing one consistent crisis management plan (and its testing), including both the recovery and resolution phase<sup>87</sup> – like American living wills prepared by the large banks in cooperation with FDIC, Federal Reserve and Financial Stability Oversight Council (which are engaged in resolution planning)<sup>88</sup>. Such a plan could be developed in cooperation<sup>89</sup> between institutions and authorities. To make the plan genuinely comprehensive

---

<sup>86</sup> Our analysis confirms that the legal framework enables cooperation between the engaged authorities (*i.e.* there are no legal barriers to cooperate). In this regards our research is consistent with the works of Binder (more here: J.-H. BINDER, *Inter-agency Cooperation Within the SRM: Legal and Operational Challenges for the Cooperation Between Banking Supervision and Resolution Authorities in the EU and With Third-country Authorities*, ECFR 2022, 916). However, the necessity to safeguard national financial systems (*i.e.* national interests) and the different perspectives of the analysis (supervision and resolution) may limit the willingness to agree on the solutions proposed on the group level.

<sup>87</sup> E. AVGOULEAS, C. GOODHART and D. SCHOENMAKER, *Living Wills as a Catalyst for Action*, (DSF Policy Paper Series No. 4 2010) 2.

<sup>88</sup> Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Sec. 165.

<sup>89</sup> As proposed by Binder (more here: J.-H. BINDER, *Cross-border coordination of bank resolution in the EU: All problems resolved?*, (2016) ECFR, 591–582, but in the broader scope (recovery and resolution, not just within the resolution).

in the case of capital groups, it should cover all types of entities within the group (treatment and planned measures for such entities should naturally be adjusted to the type of entity's business and regulatory status). The challenge might be organizing and preparing a comprehensive plan since multiple entities must be engaged. Therefore, it could be acceptable that the comprehensive crisis management plan is not only one document but a set of documents. Apart from that, preparing a comprehensive crisis management plan could create the opportunity to solve the problem of the viability of crisis management options (e.g., planning to resolve the sale of assets that have already been sold in the recovery).

The provisions regarding the supervision of banks in resolution should be clarified. The entity should be further subject to fully-fledged supervision only when it continues its activity in the previous scope and the resolution authority has not taken control over the company. Such a situation usually occurs when there is an open bank bail-in. Otherwise, it seems that the supervision – at least in the full scope – is unjustified. Solutions for the supervision of resolved banks should at least be worked out to exclude potential conflicts of interest or situations when the ultimate recipient of the supervisory requirements is another authority (i.e., resolution authority or guarantor). Also, the framework for requirements should be adjusted to the situation, *i.e.* the level of capital and liquidity requirements for bridge institutions that should be covered in the target scope primarily by the ultimate acquirer and not the resolution authority.

Suppose the crisis management framework in the international context is not entirely centralized. In that case, the problem of home-host balance is challenging to address since national authorities will always follow their national interests. It is justified since local entities and authorities must cover the ultimate responsibility for the problems in the national financial system. Even in the complete centralization of powers and tools for crisis management, the competing interests of, e.g., main contributors to the funds may influence how the crisis management measures are used. There are multiple arguments for and against complete centralization and “nationalization” of safety nets, e.g., while local authorities seem to know better the local specificity and the actual condition of the company, the centralized authority might be more independent from the influence of financial institutions as not



having the direct and constant contact with them. However, this might not be the case for big international financial corporations that heavily invest in lobbying at all levels. Undoubtedly, all regions where the financial capital group operates should be evenly secured against the risk of default to ensure the equal protection of clients and a level playing field for institutions' competition.

At the same time, approaches of the resolution colleges should be amended so that the SPE strategy is provided only for entities domiciled in one jurisdiction. Only under such circumstances can SPE be thoroughly and reliably applied, as evidenced above – although its application is not certain since, even within one jurisdiction, the SPE strategy has not been followed in practice in the case of the Sberbank crisis. This might relate to the fact that the problematic entity usually needs direct and decisive intervention from the financial safety net institutions instead of intervention from other group entities instructed/influenced by the financial safety net institution. Also, loss and capital transfer mechanisms are limited, usually to the subscribed capital and prepositioned debt level. Doubts about the viability of the SPE strategy cast a shadow on the idea of centralising the crisis management system and increasing the significance of the home-host problem. At the same time, current experiences suggest that the national authorities usually intervene.

Moreover, the legislation should include crisis management rules for financial institutions other than banks, investment firms, and insurers. The current crisis management framework should be made universal and expanded to the whole (regulated and supervised) financial sector, allowing the authorities to manage financial crises comprehensively<sup>90</sup>.

---

<sup>90</sup> In this regard, it is worth considering the thoughts of Busch and Rijn (D. BUSCH, MIRIK B.J. VAN RIJN, *Towards Single Supervision and Resolution of Systemically Important Non-Bank Financial Institutions in the European Union*, (2018) EBOLR (19) 301-363) about the non-bank systemically important financial institutions and the need to create a single supervisory and resolution framework for them. They indicate the risk of gaps in the financial safety net, level-playing field issues and regulatory arbitrage under the current regulatory environment. It should be noted, however, that their proposal for creating a single body that identifies and monitors non-bank financial institutions that are systemically important might be challenging to implement due to the existing national authorities that may already have some powers in this regard. The first step should be to create a legal basis for the supervision and resolution of capital groups that would be harmonized among EU countries.

This extension is justified because the crisis management tools are similar in all industries; namely, the institution is usually transferred to other entities or liquidated. Additionally, sector-specific tools could be further developed for financial institutions other than banks to address their specificities.

### 5. *Conclusion*

The critical review of the applicable crisis management framework suggests that the topic of the banking crisis is like Pandora's box – the following examples and new dimensions of crises open the next challenges that the financial safety net institutions dealing with crisis management might suffer.

The article should have analyzed the full scope of challenges in crisis management that have yet to materialize visibly in crises under the current legal framework. In our approach, we go beyond the lessons learnt from the recent banking crises of Signature Bank, Silicon Valley Bank, First Republic Bank and Credit Suisse, trying to identify issues that may pose obstacles in the practical implementation of the crisis management framework, but they haven't materialized so far. Nevertheless, even such a focused analysis provides a list of shortcomings that impede the smooth functioning of the crisis management framework. These are (a) Complicated financial safety net structure, where the mandates of some institutions are sometimes overlapping, and some areas are not covered; (b) Conflicts of interest between the supervisor and the resolution authority; (c) Home-host problems; (d) Lack of a complex and coherent system for the crisis management of the capital groups delivering multiple financial products, including financial conglomerates.

The upcoming EU legal acts (CMDI package, IRRD) address some identified shortcomings to a certain level, usually partially. Therefore, the outcomes arising from the essay suggest implementing further changes: (a) Streamlining the financial safety nets; (b) Combining the recovery and resolution planning and preparation into one coherent stage in crisis management; (c) Clarifying the provisions regarding the supervision over the bank in resolution; (d) Limiting the possibility to apply SPE strategy only to one jurisdiction; (e) One single crisis management legal framework should be created.

The proposed solutions include only some of the identified obstacles in resolution. Some of them are difficult to address due to the existence of national and institution-specific divergent interests. Also, most of the identified critical obstacles in crisis management (e.g. implementation of bail-in, funding in resolution), apart from the issues connected with the ongoing supervision, are not addressed; this has been proved, for example, by the 2023 bank tensions in the US and Switzerland.



## **Il meccanismo autorizzativo all'attività bancaria come fattispecie a formazione progressiva, tra procedimento amministrativo e criterio della "sana e prudente gestione"**

**SOMMARIO:** 1. L'autorizzazione all'attività bancaria e la sua funzione - 2. L'Autorità competente al rilascio dell'autorizzazione - 3. Condizioni per il rilascio dell'autorizzazione - 4. Revoca dell'autorizzazione - 5. Autorizzazione allo stabilimento in Italia di prima succursale di banca di Stato terzo - 6. Notazioni sull'albo delle banche come ultimo passaggio di una fattispecie a formazione progressiva.

### *1. L'autorizzazione all'attività bancaria e la sua funzione*

L'esercizio dell'attività bancaria costituisce attività riservata e sottoposta ad autorizzazione sin dai Regi Decreti del 1926 (1511 e 1830), in risposta alla crisi della banca mista<sup>1</sup>. Infatti, l'art. 2 del R.D. 1511/1926 stabiliva espressamente che non si potesse, da parte dei soggetti interessati a svolgere l'impresa bancaria, *"iniziare le operazioni, né aprire sedi e filiali nel regno, nelle colonie e all'estero, se non ne abbiano ottenuta autorizzazione con decreto al ministro per le finanze, di concerto col ministro per l'economia nazionale, sentito il parere dell'istituto di emissione"*.

La disciplina era stata introdotta, come noto, al fine di limitare la proliferazione incontrollata degli enti deputati a esercitare l'impresa bancaria, che aveva comportato rilevanti rischi per la stabilità del sistema creditizio italiano<sup>2</sup>. Lo spirito della citata norma fu sostanzialmente ripreso dalla legge bancaria del 1936-1938, il cui art. 28 prevedeva che *"Le aziende di credito [...] non possono costituirsi, né iniziare le operazioni, né istituire sedi, filiali, succursali, agenzie, dipendenze, recapiti (in appresso indicati complessivamente come*

---

<sup>1</sup> A. BENOCCI, *sub* Art. 14, in *Commentario al Testo Unico Bancario*, S. BONFATTI (a cura di) e coordinato da G. Falcone, Pisa, 2021, t. 1, 75.

<sup>2</sup> S. TRICOMI, *sub* Art. 14, in *Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, C. COSTA (a cura di), Torino, 2013, I, 127; A. BENOCCI, *I controlli pubblici sull'accesso al mercato creditizio e sulla crescita territoriale delle banche: vecchi principi e nuove complessità alla luce dell'attuazione in Italia del SSM*, in *Ianus Diritto e Finanza*, 2020, 224.

"sedi e filiali") nel regno, nelle colonie e all'estero, se non ne abbiano ottenuto l'autorizzazione dell'ispettorato".

L'articolo in questione, inoltre, prevedeva un meccanismo di limite alla costituzione delle società bancarie analogo all'attuale (v. *amplius infra*), stabilendo che le formalità prescritte "per la legale costituzione delle società non possono eseguirsi relativamente alle aziende di credito che si costituiscono in tale forma, se non è esibito alle competenti autorità l'originale o la copia autentica della autorizzazione dell'ispettorato". Pertanto, già con la legge bancaria del 1936-38 l'autorizzazione era prodromica sia alla costituzione dell'impresa bancaria societaria, sia all'avvio delle operazioni creditizie, come è oggi previsto dall'art. 14 t.u.b.

L'autorizzazione era rilasciata dall'IDREC -Ispettorato per la difesa del risparmio e per l'esercizio del credito-, organo tecnico (in quanto sottoposto alla direzione del Governatore della Banca d'Italia) ma non indipendente sul piano politico (visto che era posto "alle dipendenze di un Comitato di Ministri economici presieduto dal Capo del Governo"<sup>3</sup>).

La discrezionalità di cui godeva l'IDREC ai fini del rilascio dell'autorizzazione era sostanzialmente illimitata e poteva, pertanto, condizionare l'apertura del mercato bancario<sup>4</sup>.

Solo nel 1985, con il d.p.r. n. 350 (in attuazione della direttiva del Consiglio delle Comunità europee n. 77/80), veniva ancorato il rilascio dell'autorizzazione alla presenza di determinate condizioni oggettive<sup>5</sup>,

---

<sup>3</sup> A. BENOCCI, *sub* Art. 14, *op. cit.*, 76 s. In tema di ingerenza dell'Autorità sulla nascita dell'ente creditizio v. PATRONI GRIFFI, *Sub art. 14*, in *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia. Commento al d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385*, F. BELLI, G. CONTENTO, A. PATRONI GRIFFI, M. PORZIO e V. SANTORO (a cura di), I, Bologna, 2007, 236; DE TROIA, *Sub art. 14*, in *La nuova legge bancaria. Commentario*, P. FERRO-LUZZI e G. CASTALDI (a cura di), I, Milano, 1996, 244; A. NIGRO, *L'autorizzazione "all'attività bancaria" nel T.U. delle leggi in materia bancaria e creditizia*, in *Dir. banca e mercato finanz.*, 1994, 285.

<sup>4</sup> F. VELLA e G. BOSI, *Diritto ed economia di banche e mercati finanziari*, Bologna, 2019, 168.

<sup>5</sup> Ai sensi dell'art. 1, comma 2, del d.p.r. 350/1985, "L'autorizzazione all'esercizio di tale attività è rilasciata dalla Banca d'Italia alle condizioni che seguono, ferme le altre di applicazione generale:

a) *esistenza di un capitale nel caso di società azionarie, a responsabilità limitata e cooperative ovvero di un capitale o fondo di dotazione nel caso di enti pubblici, di ammontare non inferiore a quello determinato in via generale dalla Banca d'Italia;*

senza che si potesse (in forza della citata direttiva) tener conto di esigenze *lato sensu* politiche e/o di mercato<sup>6</sup>, che avevano fino ad allora caratterizzato il procedimento autorizzativo<sup>7</sup>.

L'implementazione definitiva della prima direttiva comunitaria avviene, nel nostro ordinamento, con il d. lgs. 481/1992 e con il Testo Unico Bancario. Pertanto, ormai l'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria ha la funzione di dar luogo a una forma di "*cautela necessaria per consentire solo a soggetti particolarmente qualificati l'esercizio di un'attività che coinvolge*" interessi collettivi dotati di rilevanza costituzionale, tant'è che in assenza di autorizzazione si va incontro a responsabilità penale (artt. 130 e 131 t.u.b.)<sup>8</sup>.

## 2. *L'Autorità competente al rilascio dell'autorizzazione*

L'Autorità competente al rilascio dell'autorizzazione è la Banca Centrale Europea, la quale opera su proposta della Banca d'Italia (art. 14, comma 2 t.u.b.). La proposta dell'Autorità nazionale può essere condizionata, così come può essere condizionata la decisione sia positiva (con imposizioni di obblighi, e non di semplici raccomandazioni, al soggetto richiedente) che negativa della Autorità di vigilanza europea<sup>9</sup>. La Banca Centrale Europea può confermare la

---

*b ) possesso da parte delle persone, alle quali per legge o per statuto spettano poteri di amministrazione e direzione, di requisiti di esperienza adeguata all'esercizio delle funzioni connesse alle rispettive cariche, in conformità delle previsioni di cui ai successivi articoli 2, 3 e 4;*

*c ) possesso, per le persone indicate sub b), per quelle che esercitano funzioni di controllo nonché per coloro che, in virtù della partecipazione al capitale, siano in grado di influire sull'attività dell'ente, dei requisiti di onorabilità di cui al successivo art. 5;*

*d ) presentazione di un articolato programma di attività di cui siano indicate in particolare la tipologia delle operazioni previste e la struttura organizzativa dell'ente".*

<sup>6</sup> C. BRESCIA MORRA, *Il Diritto delle banche*, Bologna, 2020, 186; A. BENOCCI, *sub Art. 14, op. cit.*, 77.

<sup>7</sup> S. AMOROSINO, *sub art. 14*, in *Commentario al Testo Unico delle Leggi in materia bancaria e creditizia*, F. CAPRIGLIONE (diretto da) con la collaborazione di M. Pellegrini, M. Sepe e V. Troiano, Milano, 2018, 182.

<sup>8</sup> P. BONTEMPI, *Diritto bancario e finanziario*, Milano, 2021, 43 s.

<sup>9</sup> S. AMOROSINO, *op. cit.*, 185, C.E. PUPO, *sub art. 14*, in *Commentario breve al Testo Unico Bancario*, R. COSTI e F. VELLA (a cura di), Milano, 2019, 84.

proposta della Banca d'Italia oppure rigettarla con apposita motivazione<sup>10</sup>.

L'autorizzazione è funzionale *in primis* alla stessa costituzione della società bancaria. Infatti, ai sensi del comma 3 dell'art. 14 t.u.b., “*non si può dare corso al procedimento per l'iscrizione nel registro delle imprese se non consti l'autorizzazione*”. Si determina così un elevato grado di penetratività del controllo, dato che nel processo genetico dell'ente imprenditoriale “*finiscono per concorrere volontà privata e volontà pubblica*”<sup>11</sup>.

In secondo luogo, la medesima autorizzazione è prodromica allo svolgimento dell'attività bancaria, dato che ai sensi del primo comma dell'articolo trattasi di autorizzazione “*all'attività bancaria*” che serve a selezionare i soggetti imprenditoriali “*in grado di offrire adeguate garanzie di stabilità ed affidabilità*”<sup>12</sup>.

### 3. Condizioni per il rilascio dell'autorizzazione

L'autorizzazione è un atto a discrezionalità vincolata. Infatti, quando ricorrono le sette condizioni previste dal primo comma dell'art. 14 t.u.b. l'autorizzazione è (ossia deve essere) rilasciata, sempre che sussista il requisito di fondo della “sana e prudente gestione” dell'ente creditizio<sup>13</sup>, inteso come criterio prognostico<sup>14</sup> e “*cardine del sistema del diritto dell'economia [... e] strumento principale per assicurare adeguata tutela alla clientela dei soggetti vigilati*”<sup>15</sup>. Nel caso

---

<sup>10</sup> C.E. PUPO, *sub art. 14, op. cit.*, 84.

<sup>11</sup> A. ANTONUCCI, *Diritto delle banche*, Milano, 2012, 197.

<sup>12</sup> A. BARTALENA, *Capitale iniziale e conferimenti in danaro nella s.p.a. bancaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2003, I, 134.

<sup>13</sup> In tema v. R. COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2012, 334.

<sup>14</sup> C.E. PUPO, *sub art. 14, op. cit.*, 84. Si evidenzia la presenza in passato di orientamenti, specie statunitensi, favorevoli alla *deregulation* del settore (A. GREENSPAN, *Fostering financial innovation: the role of Government*, in *The Future of Money in the Information Age*, ed. J.A. Dorn, Washington, 1997, 45; G.J. BENSTON e G.G. KAUFMAN, *The appropriate role of bank regulation*, in *Economic Journ.*, 1996, 688 s.). Su tali orientamenti si veda la disamina, critica, di T. PADOA SCHIOPPA, *L'autorizzazione bancaria è ancora necessaria?*, in *Banca Impresa Società*, 2000, 3 s.

<sup>15</sup> F. SARTORI, *Disciplina dell'impresa e statuto contrattuale: il criterio della «sana e prudente gestione»*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, I, 138.



dell'autorizzazione all'attività bancaria il requisito della sana e prudente gestione deve essere inteso (oltre che in funzione della tutela dei risparmiatori) anche, se non soprattutto, in funzione della stabilità monetaria e del mercato finanziario, e ciò in forza dell'art. 127 T.F.U.E.<sup>16</sup>.

Tra le sette condizioni previste dal legislatore per il rilascio dell'autorizzazione, le prime tre hanno un carattere oggettivo che non lascia spazio a discrezionalità alcuna (lett. a, a-bis, b), mentre le altre, avendo caratteristiche meno formali bensì sostanziali<sup>17</sup>, finiscono per concedere margini di discrezionalità all'Autorità di vigilanza (sia pure non funzionali ad una limitazione dell'ingresso al mercato per ragioni di stampo macroeconomico). Il grado di discrezionalità da riconoscere all'Autorità è direttamente proporzionale al valore che si può attribuire, secondo i diversi orientamenti, al parametro della "sana e prudente gestione"<sup>18</sup>.

La prima condizione attiene alla forma giuridica, richiedendosi solo quella delle società azionarie (anche cooperative). La disposizione è molto lontana da quella del 1926, che consentiva l'esercizio dell'attività bancaria anche alle società di persone e alle imprese individuali, così come è più restrittiva di quella della legge bancaria del 1936-38 (che aveva escluso dal perimetro dei soggetti autorizzabili le società di persone e le imprese individuali) e del d.p.r. 350 del 1985 che, consentiva l'esercizio dell'attività bancaria agli enti pubblici ed a tutte le società di capitali.

L'utilizzo della forma azionaria in via esclusiva<sup>19</sup> (con esclusione delle accomandite per azioni -in ragione dei notevoli poteri strutturalmente attribuiti agli accomandatari- e delle s.r.l. -in virtù della elasticità statutaria per esse previste dalla riforma del codice civile del

---

<sup>16</sup> In tema si rinvia a V. FERRARO, *L'autorizzazione amministrativa per l'esercizio dell'attività bancaria. La prospettiva del diritto europeo*, in *Munus Rivista giuridica dei servizi pubblici*, 2020, 262 s.

<sup>17</sup> A. BENOCCI, *sub Art. 14, op. cit.*, 78.

<sup>18</sup> In tema v. *ex pluribus* A. BENOCCI, *sub Art. 14, op. cit.*, 78, che rinvia a R. COSTI, *op. cit.*, 327 e A. ANTONUCCI, *op. cit.*, 191.

<sup>19</sup> Su cui v. M. PORZIO, *Le imprese bancarie*, in *Trattato di diritto commerciale*, V. BUONOCORE (diretto da), Torino, 2007 138.

2003 e della loro tendenziale destinazione ad una compagine ristretta<sup>20</sup>), si inserisce in quel percorso di avvio verso la lucratività che sembra emergere anche per le banche in forma cooperativa, ossia in quel tracciato che ha avuto le mosse per le popolari con il d.l. 3/2015 e per le banche di credito cooperativo con il d.l. 18/2016. Conferma di quanto appena esposto si ha prendendo in esame l'obbligo delle banche di credito cooperativo di trasformarsi (salvo che si preferisca la liquidazione) in società per azioni non solo nel caso di fusioni con banche di tipologia differente, ma anche nelle ipotesi di recesso o esclusione dal gruppo bancario cooperativo (art. 36, commi 1 e 1-bis t.u.b.)<sup>21</sup>.

La lettura proposta si sposa con l'orientamento che vede nel modello della s.p.a. il "canone" tipologico per lo svolgimento dell'attività bancaria (astrattamente compatibile con ogni tipologia dimensionale e caratteristica operativa), mentre l'utilizzo della forma cooperativa è permesso solo se sussistano determinate condizioni di corretta operatività del modello (le dimensioni dell'attivo non superiori a un certo livello per le popolari; l'operatività territoriale e l'inserimento in un gruppo bancario per le bcc)<sup>22</sup>.

La condizione posta alla lettera *a-bis*) è che la sede legale e la direzione generale siano situate nel territorio della Repubblica. Essa è stata introdotta con il d.lgs. 333/1999, di recepimento della direttiva n. 95/26/CEE al fine di evitare arbitraggi regolamentari<sup>23</sup>, schivando altresì il rischio di problemi di coordinamento tra autorità di vigilanza di differenti Stati<sup>24</sup>. Tale condizione, tuttavia, nell'era della c.d.

---

<sup>20</sup> V. CALANDRA BUONAURO, *La banca: l'impresa e i contratti*, in *Trattato di diritto commerciale*, G. COTTINO (diretto da), Padova, 2001, VI, 75; C.E. PUPO, *sub art. 14, op. cit.*, 84 s.

<sup>21</sup> A. MIRONE, *Statuto delle banche popolari e riforma del credito cooperativo*, in *Le metamorfosi del credito cooperativo*, P. ABBADESSA e F. CESARINI (a cura di), Giappichelli, Torino, 2019, 15; C. FIENGO, *Mutualità e patrimonializzazione delle banche di credito cooperativo (riflessioni a margine del d.l. 14 febbraio 2016, n. 18, conv. in L. 8 aprile 2016, n. 49)*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, 419 e 421.

<sup>22</sup> A. MIRONE, *op. cit.*, 15. Sia consentito il rinvio al mio *Bcc e mutualità alla luce dell'introduzione del gruppo bancario cooperativo*, in *Giur. comm.*, 2019, I, 867 ss.

<sup>23</sup> C.E. PUPO, *sub art. 14, op. cit.*, 85.

<sup>24</sup> C. BRESCIA MORRA, *op. cit.*, 188.

*deterritorializzazione, “inizia a perdere la sua originaria ragion d’essere”<sup>25</sup>.*

La terza condizione attiene al capitale, prescrivendosi che quello versato (al fine di garantire adeguata liquidità iniziale alla banca e di evitare iniziative imprenditoriali improvvisate<sup>26</sup>) sia di ammontare non inferiore a quello determinato dalla Banca d’Italia. Le Disposizioni di Vigilanza prevedono, attualmente<sup>27</sup>, in ossequio alla disciplina dettata dalla CRD V, che ai fini del rilascio dell’autorizzazione all’attività bancaria, l’ammontare minimo del capitale iniziale è stabilito in 10 milioni di euro per le banche in forma di società per azioni, per le banche popolari e per le banche di garanzia collettiva, e in 5 milioni di euro per le banche di credito cooperativo.

Le disposizioni di vigilanza stabiliscono che nel *“caso in cui il capitale iniziale comprenda anche conferimenti in natura, questi non possono eccedere i tre decimi dell’ammontare complessivo del capitale. Tale limite non si applica ai conferimenti in natura effettuati nell’ambito di un medesimo gruppo bancario”*. La norma è assolutamente eterogena rispetto alla disciplina generale delle s.p.a. ed è volta a scongiurare uno scoppio finanziario iniziale<sup>28</sup>.

I limiti indicati tengono conto sia dell’esigenza di non ostacolare l’accesso al mercato di nuovi operatori, sia di quella di assicurare adeguati mezzi finanziari alle banche nella fase iniziale dell’attività.

La prima delle condizioni che lascia spazio, a differenza delle precedenti, a margini di discrezionalità dell’Autorità di vigilanza è la quarta, per la quale deve essere *“presentato un programma concernente l’attività iniziale, unitamente all’atto costitutivo, allo statuto, all’indicazione, se del caso, della capogruppo, delle società di partecipazione finanziaria e delle società di partecipazione finanziaria mista appartenenti al gruppo, nonché alla descrizione dei dispositivi, dei processi e dei meccanismi relativi al governo societario, all’organizzazione amministrativa e contabile, ai controlli interni e ai sistemi di remunerazione e di incentivazione”*.

---

<sup>25</sup> A. BENOCCI, *sub* Art. 14, *op. cit.*, 79.

<sup>26</sup> A. BARTALENA, *op. cit.*, 134 e 136; C.E. PUPO, *sub* art. 14, *op. cit.*, 85.

<sup>27</sup> Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, Parte Prima, Titolo I, Capitolo 1, Sezione II, ultimo aggiornamento del 20.12.2022.

<sup>28</sup> A. BARTALENA, *op. cit.*, 138.

La condizione in questione racchiude più elementi, tra i quali il primo preso in considerazione dal legislatore è il programma iniziale dell'attività. Secondo la Circolare 285, il programma per l'attività iniziale del nuovo soggetto deve fornire una serie di informazioni minimali, tra cui: a) la descrizione delle linee di sviluppo dell'operatività; b) gli obiettivi di sviluppo, le attività programmate e le strategie funzionali alla loro realizzazione; c) il livello di rischio tollerato (nell'ambito del c.d. *risk appetite framework*); d) le caratteristiche dell'operatività che la banca di nuovo conio intende avviare<sup>29</sup>; e) l'area geografica e il mercato target in cui si intende operare nonché le quote di mercato attese; f) i canali di distribuzione utilizzati; g) le previsioni dei primi tre anni sull'andamento dei volumi di attività, segmentate con un elevato grado di granularità, ove rilevante, per aree geografiche, mercati, tipologia di attività, classi di clientela, canali distributivi; h) l'evoluzione -sempre su base triennale- qualitativa e quantitativa del portafoglio crediti e le relative previsioni di svalutazione che devono essere effettuate tenendo conto della rischiosità media delle aree geografiche, dei mercati di insediamento e delle classi di clientela; i) la struttura e lo sviluppo dei costi e dei ricavi (c.d. *cost-income*), per l'intera banca e per ogni succursale che essa intende aprire nel primo triennio; l) i costi di distribuzione dei prodotti e la politica di determinazione dei prezzi; m) gli investimenti programmati e le relative coperture finanziarie; n) i prospetti previsionali relativi a stato patrimoniale, conto economico e al rendiconto finanziario; o) la composizione e l'evoluzione dei fondi propri (al fine di far emergere la sostenibilità patrimoniale del progetto); p) il calcolo dei requisiti minimi obbligatori, con evidenza dei *risk weighted assets*; q) la stima del fabbisogno patrimoniale a fronte dei rischi rilevati nel processo interno di autovalutazione dell'adeguatezza patrimoniale (ICAAP)<sup>30</sup>; r) il calcolo della riserva di conservazione del capitale e, se previste, della riserva di capitale anticiclica e della riserva

---

<sup>29</sup> Ad esempio: *tipologia dei finanziamenti, altre attività che verrebbero svolte, tipologia di clientela servita.*

<sup>30</sup> In tema sia consentito il rinvio al mio *Icaap e Ilaap. Il framework delle regole prudenziali e gli obblighi differenziati degli amministratori di banche significant*, edito in *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, Torino, 2021, vol. II, t. II, 517 ss.

di capitale a fronte del rischio sistemico, tenendo conto della mappatura dei rischi e dei presidi di controllo predisposti sul piano organizzativo<sup>31</sup>.

Le valutazioni di Banca d'Italia e Banca Centrale Europea, sia con riferimento al programma di attività, sia con riguardo allo statuto, sia infine in relazione ai dispositivi, processi e meccanismi relativi al governo societario, all'organizzazione amministrativa e contabile, ai controlli interni e ai sistemi di remunerazione e di incentivazione, sono tutte improntate alla tutela del requisito della sana e prudente gestione dell'intermediario, in forza di cui le Autorità sono abilitate a richiedere modifiche funzionali. Il che significa, lo si ribadisce, che non si tratta di valutare i requisiti in prospettiva di impatto del nuovo soggetto sul mercato, bensì di stimare se quel nuovo operatore potrà realizzare gli *“obiettivi strategici dichiarati, assicurando, al contempo, una sana e prudente gestione”*<sup>32</sup>.

La quinta condizione è che sussistano i presupposti per il rilascio dell'autorizzazione prevista dall'art. 19 t.u.b. per i titolari delle partecipazioni ivi indicate ovvero, in assenza di questi ultimi, siano comunicati i nomi dei primi venti azionisti e le relative quote di capitale e di diritti di voto. Pertanto, chiunque detenga partecipazioni che comportano la possibilità di esercitare il controllo o un'influenza notevole sulla banca stessa o che attribuiscono una quota dei diritti di voto o del capitale almeno pari almeno al 10% del capitale dovrà dimostrare di possedere requisiti di onorabilità e *soddisfare criteri di competenza e correttezza in modo da garantire la sana e prudente gestione della banca*.

La successiva condizione prevista dalla norma (*sub lett. e*) è quella per la quale i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo siano idonei, ai sensi dell'art. 26 t.u.b., ossia posseggano i requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza, soddisfino i criteri di competenza e correttezza, dimostrino di poter

---

<sup>31</sup> Il documento in questione deve, peraltro, anche prefigurare scenari avversi rispetto alle ipotesi di base formulate rappresentandone gli effetti sui profili prudenziali e i conseguenti oneri di rafforzamento sul piano patrimoniale e della liquidità. In relazione alla gestione dei rischi di cui tener conto ai fini autorizzativi v. E. CATALDO, *Nuove disposizioni di vigilanza per l'autorizzazione all'attività bancaria*, in *Banche e banchieri*, 2013, 245 ss. Sul “programma iniziale” si veda anche S. AMOROSINO, *op. cit.*, 185.

<sup>32</sup> S. AMOROSINO, *op. cit.*, 186.

dedicare il tempo necessario all'efficace espletamento dell'incarico (*time commitment*), in modo da garantire la sana e prudente gestione della banca. La disciplina dell'aspetto in questione (c.d. *fit and proper*) è stata dettata dal D.M. 169/2020 -atteso da lungo tempo- che ha fortemente impattato sulla *governance* delle banche<sup>33</sup> e che è in continuità con le linee guida EBA (adottate per la prima volta a settembre 2017) e con la guida BCE sul *fit and proper*<sup>34</sup>.

L'ultima condizione per l'autorizzazione, prevista dall'art. 14, comma 1, lett. f), è che *non sussistano, tra la banca o i soggetti del gruppo di appartenenza e altri soggetti, stretti legami che ostacolino l'effettivo esercizio delle funzioni di vigilanza*. Si tratta di disposizione volta chiaramente ad evitare che i legami in questione possano arrecare nocimento alla possibilità per le Autorità di vigilare, impedendo così l'accesso al mercato per quegli "operatori -soprattutto internazionali- i cui nessi partecipativi rendano difficoltoso il controllo e rappresentino un potenziale strumento elusivo"<sup>35</sup>. Anche in questo caso si tratta di requisito che lascia, come è peraltro inevitabile, spazi di consistente discrezionalità all'Autorità preposta alla vigilanza<sup>36</sup>, fermo restando che, come autorevolmente rilevato in Dottrina, "siffatta valutazione dovrà preoccuparsi soltanto di garantire una sana e prudente gestione della banca, sotto il profilo della possibilità di espletare un'efficace opera di vigilanza, e in tali limiti dovrà essere contenuta"<sup>37</sup>, non essendo in alcun modo possibile prendere in considerazione eventuali esigenze di carattere *macro*.

A queste condizioni, come giustamente rilevato, va aggiunta l'adesione ad uno dei sistemi di garanzia dei depositanti istituiti e riconosciuti in Italia, prevista dall'art. 96 t.u.b., nonché, per le banche di credito cooperativo, l'adesione ad un gruppo bancario cooperativo (*ex art. 33, comma 1-bis, t.u.b.*)<sup>38</sup>.

---

<sup>33</sup> Cfr. S. TURELLI, *Professionalità, competenza degli amministratori e board diversity*, in *Riv. soc.*, 2022, 443 ss.

<sup>34</sup> In tema v. P. BONTEMPI, *Diritto*, *op. cit.*, 48.

<sup>35</sup> A. BENOCCI, *sub Art. 14, op. cit.*, 81. In tal senso già F. VELLA, *Attività bancaria internazionale e sistemi di vigilanza: la nuova disciplina comunitaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1995, I, 749 ss.

<sup>36</sup> F. VELLA, *L'attuazione della direttiva n. 95/26/CE in materia di rafforzamento della vigilanza prudenziale delle banche*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2000, I, 726.

<sup>37</sup> R. COSTI, *op. cit.*, 2012, 361.

<sup>38</sup> C.E. PUPO, *sub art. 14, op. cit.*, 84.

L'autorizzazione viene rilasciata o negata (dalla BCE o, nel caso di risultanze istruttorie negative, direttamente dalla Banca d'Italia<sup>39</sup>) entro 180 giorni dalla domanda e il detto termine è interrotto se vengono richiesti documenti mancanti o può essere sospeso nel caso di richiesta di informazioni ad altre autorità. In ogni caso il termine non può superare dodici mesi e il silenzio dell'Autorità non equivale ad assenso, restando assoggettato a possibilità di ricorso al giudice amministrativo<sup>40</sup>.

Una volta concessa l'autorizzazione, la banca deve dare corso all'attività entro un anno, altrimenti decade dall'autorizzazione.

#### 4. Revoca dell'autorizzazione

La revoca dell'autorizzazione è stata introdotta nel corpo dell'articolo 14 t.u.b., al comma 3-*bis*, in sede di adeguamento della normativa nazionale al regolamento UE n. 1024/2013 del Consiglio, del 15 ottobre 2013, che, disciplinando il *Single Supervisory Mechanism*, attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi e che ha determinato l'assegnazione alla Banca Centrale Europea della potestà autorizzatoria<sup>41</sup>.

La revoca dell'autorizzazione interviene su proposta o per lo meno sentita la Banca d'Italia. Quindi, mentre in sede di rilascio dell'autorizzazione l'Autorità di vigilanza nazionale ha una funzione istruttoria, competendo la decisione sempre in capo a BCE, in sede di revoca la BCE può attivarsi autonomamente, dovendo solo sentire Banca d'Italia<sup>42</sup>.

V'è un solo caso in cui la revoca dell'autorizzazione richiede la espressa proposta della Banca d'Italia. Si tratta del caso di liquidazione coatta amministrativa disposta ai sensi dell'art. 80 t.u.b., per la quale la revoca dell'autorizzazione è decisa sempre da BCE, ma solo su

---

<sup>39</sup> Onde evitare di impegnare inutilmente l'Autorità europea: S. AMOROSINO, *op. cit.*, 184.

<sup>40</sup> In tema v. P. BONTEMPI, *Diritto, op. cit.*, 49.

<sup>41</sup> S. AMOROSINO, *op. cit.*, 183.

<sup>42</sup> A. BENOCCI, *sub Art. 14, op. cit.*, 82.

proposta dell’Autorità di vigilanza nazionale (comma 3-ter dell’articolo 14 t.u.b.)<sup>43</sup>.

I casi in può essere revocata l’autorizzazione sono tre, ed esattamente quando: *a) sono venute meno le condizioni in base alle quali l’autorizzazione è stata rilasciata; b) l’autorizzazione è stata ottenuta presentando false dichiarazioni; c) è accertata l’interruzione dell’attività bancaria per un periodo continuativo superiore a sei mesi.*

Secondo le disposizioni di vigilanza nei casi di revoca dell’autorizzazione (come in quelli di decadenza), *la società modifica l’oggetto sociale per escludere lo svolgimento dell’attività bancaria, oppure dispone la liquidazione*<sup>44</sup>.

##### *5. Autorizzazione allo stabilimento in Italia di prima succursale di banca di Stato terzo*

Il primo stabilimento in Italia di una succursale di una banca di uno Stato terzo è disciplinato dall’art. 14, comma 4, t.u.b. (mentre tutte le altre ipotesi relative allo stabilimento di succursali in Italia, nel territorio UE e in territorio extra UE, così come le ipotesi di

---

<sup>43</sup> Si pone il problema della applicazione della disciplina della liquidazione coatta amministrativa, in luogo della liquidazione giudiziale (e, prima della sua introduzione, del fallimento), alle banche di fatto (ossia a chi esercita attività di impresa bancaria senza la debita autorizzazione o dopo che la stessa sia stata revocata). A fronte di una tesi formalistica, che vorrebbe l’applicazione della disciplina speciale solo alle banche dotate di autorizzazione, si pone e si lascia preferire una tesi sostanzialistica. Secondo quest’ultimo orientamento la disciplina della liquidazione coatta andrebbe adottata anche in presenza di soggetti non autorizzati o la cui autorizzazione sia stata revocata, in quanto codesta disciplina è quella più idonea a tutelare non solo gli interessi dei creditori ma anche quelli dei risparmiatori e l’interesse generale della stabilità del sistema e risulterebbe paradossale che codesta disciplina venisse bypassata in presenza di un’impresa bancaria non autorizzata e, quindi, illegale (R. COSTI, *op. cit.*, 361; S. BONFATTI, *La liquidazione coatta delle banche e degli intermediari in strumenti finanziari*, Milano, 1998, 30 ss.; G. CARRARO AVENTI, *Le Casse Peote del Veneto e la nuova legge bancaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2000, I, 384; in senso contrario v. A. NIGRO, *op. cit.*, 306 e V. SANTORO, *Questioni in tema di banca di fatto*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1997, II, 97 ss.; per la ricostruzione delle differenti posizioni v. A. BENOCCI, *sub Art. 14, op. cit.*, 83).

<sup>44</sup> Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, Parte Prima, Titolo I, Capitolo 1, Sezione V.5, ultimo aggiornamento del 20.12.2022.



stabilimento di succursali di banche italiane in uno stato terzo, sono disciplinate dall'art. 15 t.u.b.).

Come noto, la disciplina europea consente alle banche comunitarie di stabilire succursali in qualsiasi stato dell'Unione senza alcuna autorizzazione, mentre per le banche extracomunitarie il comma 4 dell'art. 14 t.u.b. prevede che lo stabilimento in Italia della prima succursale di una banca di Stato terzo deve essere autorizzato dalla Banca d'Italia, sentito il Ministero degli affari esteri.

Precedentemente l'autorizzazione era rilasciata dal Ministro dell'economia e delle finanze d'intesa con il Ministro degli esteri e sentita l'Autorità di vigilanza nazionale. La disposizione è stata modificata, in ossequio alla disciplina europea, con il d.lgs. 6 febbraio 2004, n. 37, con l'art. 26, comma 1, della legge 28 dicembre 2005, n. 262 (che ha attribuito alla Banca d'Italia la funzione del Ministro dell'economia e delle finanze prevista dalla dall' art. 14 t.u.b.) e successivamente con l'articolo 1, comma 2, d.lgs. 29 dicembre 2006 n. 303. Da ultimo l'espressione "banca extracomunitaria" è stata sostituita (con l'art. 1, comma 3, lettera b, d.lgs. 8 novembre 2021, n. 182) con l'espressione "banca di Stato terzo".

L'eliminazione del ruolo del Ministro dell'economia e l'attribuzione del potere autorizzativo ad un organo di vigilanza tecnico (la Banca d'Italia) e non politico (il Ministero degli affari esteri, il cui ruolo è adesso solo consultivo) hanno la funzione di rendere il nostro ordinamento compatibile con il *framework* normativo europeo e di evitare che dinamiche politiche (o di segregazione di mercato) possano influenzare la scelta<sup>45</sup>.

L'autorizzazione è rilasciata qualora vengano rispettate le condizioni, già viste, in relazione: 1) al capitale sociale versato (di ammontare non inferiore a quello determinato dalla Banca d'Italia); 2) alla presentazione di un programma concernente l'attività iniziale (con tutte le prescrizioni di cui alla lettera c del comma 1 dell'articolo in esame); 3) i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo siano idonei, ai sensi dell'art. 26 t.u.b.

Il rilascio dell'autorizzazione è subordinato alla verifica della condizione di reciprocità (da cui anche il ruolo rimasto in capo al

---

<sup>45</sup> A. BENOCCI, *sub* Art. 14, *op. cit.*, 84.

Ministro degli esteri), che si inverte (secondo quanto disposto dalle disposizioni di vigilanza<sup>46</sup>) allorché risulta:

l'inesistenza di impedimenti a un efficace esercizio delle funzioni di vigilanza da parte della Banca d'Italia,

l'esistenza nello Stato d'origine di una regolamentazione e di controlli di vigilanza adeguati, anche in materia di AML,

l'esistenza di accordi (ovvero l'inesistenza di ostacoli) per lo scambio di informazioni fra la Banca d'Italia e le autorità di vigilanza dello Stato d'origine.

In ogni caso, con riferimento al requisito la valutazione della condizione di reciprocità si deve tener conto del caso in cui la banca dello Stato terzo decida, pur di operare in Italia, di autolimitare l'operatività della succursale al fine di consentire il concretizzarsi della condizione in parola.

#### *6. Notazioni sull'albo delle banche come ultimo passaggio di una fattispecie a formazione progressiva*

Come noto, per potere operare le banche italiane e le succursali in Italia di banche extracomunitarie, nonché le succursali delle banche comunitarie stabilite nel territorio della Repubblica, sono tenute ad iscriversi all'apposito albo previsto dall'art. 13 t.u.b. Detto articolo è stato rimodellato dal d. lgs 223/2016 (adottato per adeguare l'ordinamento italiano al Regolamento UE n. 1024/2013 che attribuisce

---

<sup>46</sup> Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, Parte Prima, Titolo I, Capitolo 7, Sezione I, ultimo aggiornamento del 20.12.2022. In tema vige ancora un D.M del Ministro del tesoro (9 agosto 1993) che prevede all'art. 2, ai fini dell'individuazione della condizione di reciprocità, che nella "valutazione delle domande avanzate dagli enti creditizi [...] le autorità competenti tengono conto delle seguenti condizioni: l'esistenza, nel Paese d'origine, di una regolamentazione adeguata sotto il profilo dei controlli di vigilanza anche su base consolidata; l'esistenza di accordi per lo scambio di informazioni ovvero l'inesistenza di ostacoli allo scambio di informazioni con le autorità di vigilanza del Paese d'origine; il consenso preventivo dell'autorità di vigilanza del Paese d'origine all'apertura della succursale in Italia e allo svolgimento delle attività prescelte dall'ente richiedente; l'attestazione da parte dell'autorità di vigilanza del Paese d'origine della solidità patrimoniale, dell'adeguatezza delle strutture organizzative, amministrative e contabili della casa madre e del gruppo bancario". Ovviamente, l'apertura della succursale in Italia presuppone l'impegno della banca di uno Stato terzo ad aderire, per il tramite della detta succursale, ad un sistema di garanzia dei depositanti (C.E. PUPO, *sub art. 14, op. cit.*, 88).

alla Banca Centrale Europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi nell'ambito del Meccanismo di Vigilanza Unico<sup>47</sup>). Come giustamente rilevato in dottrina, prima dell'avvento del MVU, l'albo delle banche aveva una valenza all'interno di un sistema nazionale chiuso<sup>48</sup>.

Le Disposizioni di Vigilanza per le Banche -Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, ultimo aggiornamento del 20 dicembre 2022, Titolo I, Capitolo I, Sez. V, par. 4 - prevedono che la disciplina dell'iscrizione all'albo si applichi anche alle società finanziarie e alle società di partecipazione finanziaria mista capogruppo di gruppi bancari.

La medesima Circolare 285 prevede che sia la banca, autorizzata dalla Banca Centrale Europea (e successivamente iscritta al registro delle imprese), ad inoltrare alla Banca d'Italia il certificato che attesta la data di iscrizione della società nel registro delle imprese: *“A decorrere da tale data, la Banca d'Italia iscrive la banca all'albo di cui all'art. 13 TUB”*<sup>49</sup>.

In sede di richiesta di iscrizione all'albo, la banca invia copia del certificato attestante l'adesione a uno dei sistemi di garanzia dei depositanti istituiti e riconosciuti in Italia, ai sensi dell'art. 96 T.U.B. La banca, inoltre, è obbligata ad aderire a un sistema di risoluzione stragiudiziale delle controversie con la clientela previsto dall'art. 128-bis T.U.B.

Ottenuta l'iscrizione all'albo, la banca comunica alla Banca d'Italia l'avvio dell'operatività<sup>50</sup>.

La disciplina, a differenza della legge bancaria del 1936-38 (R.D.L. 375/1936, art. 29), non prevede una precisa identificazione degli

---

<sup>47</sup> Sul MVU v. *ex pluribus* S. CASSESE, *La nuova architettura finanziaria europea*, in *Giornale di Dir. Amm.*, 2014, 79 ss.

<sup>48</sup> V. LEMMA, *sub art. 13*, in *Commentario al Testo Unico delle Leggi in materia bancaria e creditizia*, F. CAPRIGLIONE (diretto da) con la collaborazione di M. Pellegrini, M. Sepe e V. Troiano, Milano, 2018, 173.

<sup>49</sup> Sistema simile è previsto in Portogallo, in cui il Banco de Portugal ha 30 giorni per procedere all'iscrizione dell'ente, termine decorrente dalla notifica dell'avvenuta autorizzazione. Cfr. <https://clientebancario.bportugal.pt/registo>

<sup>50</sup> Tenendo conto che, sempre ai sensi della Circolare 285, *“Prima di avviare l'operatività con assegni o nel comparto delle carte di pagamento, la nuova banca è tenuta inoltre ad assolvere gli obblighi previsti dalla disciplina della Centrale di Allarme Interbancaria”*. Cfr. Regolamento del Governatore della Banca d'Italia del 29 gennaio 2002, ss.mm.

elementi che devono essere pubblicati, con la conseguenza che è la normativa di rango secondario a dover integrare quella di legge<sup>51</sup>.

La disciplina dettata dall'art. 13 T.U.B. è, quindi, completata, sul piano dei contenuti dell'iscrizione all'albo, dalla Circolare 285, Parte I, Titolo I, Cap. 4, Sez. II, secondo cui l'albo contiene: per le banche italiane, la denominazione, la forma giuridica, la sede legale e, se diversa, la sede amministrativa; per le succursali di banche comunitarie ed extracomunitarie, la denominazione e la sede principale della succursale nonché la sede legale della casa madre.

Sono, inoltre, indicati la data e il numero di iscrizione all'albo nonché il codice meccanografico della banca.

Qualsiasi variazione delle informazioni contenute nell'albo deve essere, ovviamente comunicata a Banca d'Italia. La comunicazione deve essere effettuata con tempestività ed in ogni caso entro il termine massimo di 10 giorni dall'iscrizione nel registro delle imprese della delibera dell'organo sociale competente dalla quale risulti l'adozione delle modifiche. È soggetta a comunicazione anche la quotazione della banca in mercati regolamentati italiani ed esteri intervenuta successivamente all'iscrizione all'albo.

Infine, nel periodo in cui la banca è sottoposta ad amministrazione straordinaria, l'adozione del provvedimento deve essere indicata nell'albo.

La *ratio* della disposizione è quella, evidentemente, di far sì che, come per qualsiasi impresa, siano disponibili le informazioni essenziali ad essa afferenti. Tuttavia, se fosse questa l'esclusiva ragione della norma, sarebbe bastata l'iscrizione nel registro delle imprese. Per tale ragione non convince appieno la tesi, autorevolmente avanzata in

---

<sup>51</sup> La legge bancaria del 1936-38 (a differenza di quella del 1926-27) prevedeva, infatti, che dovessero essere iscritte all'albo le seguenti informazioni: a) la denominazione; b) la forma giuridica assunta, la data di costituzione e gli estremi delle pubblicazioni richieste dalle vigenti disposizioni; c) il capitale o fondo di dotazione e le riserve secondo le risultanze dell'ultimo bilancio; d) la sede centrale e quella delle sedi e filiali. In tema A. BENOCCI, *sub* Art. 13, in *Commentario al Testo Unico Bancario*, S. BONFATTI (a cura di) e coordinato da G. Falcone, Pisa, 2021, t. 1, 72, sia pur con una differente lettura della legge bancaria del 1926-27.

Per una valutazione giustamente positiva del fatto che la norma in questione rinvii alla disciplina di rango regolamentare la definizione del contenuto dell'iscrizione v. C.E. PUPO, *sub* art. 13, in *Commentario breve al Testo Unico Bancario*, R. COSTI e F. VELLA (a cura di), Milano, 2019, 81.

dottrina, secondo la quale l'iscrizione all'albo avrebbe una funzione puramente certificativa/notiziale<sup>52</sup>.

Infatti, le Disposizioni di Vigilanza, sopra citate, prevedono che l'iscrizione all'albo preceda l'avvio di attività e lo ribadiscono allorché stabiliscono, con riferimento alle banche comunitarie, che l'avvio dell'operatività in Italia può avvenire solo dopo avere espletato gli adempimenti previsti da leggi e disposizioni amministrative vigenti in Italia per l'apertura di sedi secondarie di società estere e dopo che la succursale sia stata iscritta all'albo di cui all'art. 13 T.U.B. (cfr. Circolare 285, Parte I, Titolo I, Capitolo 3, Sezione II, Par. 1).

Ciò non implica che l'atto della Banca d'Italia sia discrezionale, aparendo come un atto amministrativo vincolato<sup>53</sup>, una volta intervenuta l'autorizzazione della BCE, ma da tale ricostruzione si può evincere che l'albo ha una funzione non solo notiziale, ma altresì di accertamento (si ripete, non discrezionale) della sussistenza delle condizioni per poter procedere all'avvio dell'operatività bancaria. *“L'iscrizione all'albo attesta che il soggetto è autorizzato all'esercizio dell'attività bancaria e che, conseguentemente, è sottoposto alla normativa e ai controlli di vigilanza”*<sup>54</sup>.

L'atto di iscrizione è, quindi, un atto dovuto che completa l'iter autorizzativo, in una fattispecie a formazione progressiva<sup>55</sup>. L'iscrizione all'albo costituisce l'ultimo passaggio di un procedimento amministrativo volto a irregimentare l'ingresso degli operatori economici (senza che il provvedimento amministrativo possa avere a fondamento ragioni di mercato) in un settore economico che per le sue peculiarità è assolutamente delicato.

E in questo senso si è, sul piano sostanziale, espressa quella giurisprudenza, sia pure isolata (non trattandosi, per intuibili ragioni, di

---

<sup>52</sup> R. COSTI, *op. cit.*, 337; C. BRESCIA MORRA, *op. cit.*, 188; C.E. PUPO, *sub art. 13, op. cit.*, 82; A. BENOCCI, *sub Art. 13, op. cit.*, 69 ss.; TRICOMI, *sub art. 13*, in *Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, C. Costa (a cura di), Torino, 2013, I, 125. Sull'iscrizione all'albo v. anche C. CARACCILO, in *La nuova legge bancaria*, P. FERRO-LUZZI e G. CASTALDI (a cura di), Milano, 2000, 274 ss.

<sup>53</sup> C.E. PUPO, *sub art. 13, op. cit.*, 81.

<sup>54</sup> Circolare 285, Parte I, Titolo I, Capitolo IV, Sez. I, par. I.

<sup>55</sup> Una “sorta di formazione a gradi”, prendendo in prestito le parole di F. CARNELUTTI, *Formazione progressiva del contratto*, in *Riv. dir. comm.*, 1916, II, 315, dedicate ad altro tema.

una fattispecie frequente), che ha statuito che *la sola autorizzazione della Banca d'Italia non rimuove il limite all'esercizio dell'attività se ad essa non faccia seguito l'iscrizione all'albo di cui all'art. 13 d.lg. n. 385/1993, che condiziona l'operatività della società come banca*<sup>56 57</sup>.

---

<sup>56</sup> Trib. Firenze, 20 marzo 2003, in *Nuova giurisprudenza civ. comm.*, 2004, I, 10 ss., con ampia nota critica di P. BONTEMPI, *Quando la banca fallisce per la mancata iscrizione nell'albo delle banche di cui all'art. 13 t.u. bancario*, 32 ss. In tema v. anche P. BONTEMPI, *Diritto*, *op. cit.*, 45.

<sup>57</sup> La cancellazione dall'albo avviene a cura della Banca d'Italia ove sia disposta la revoca dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria ovvero quando intervenga dichiarazione di decadenza dall'autorizzazione. Si ricorda, per completezza, che, oltre all'albo nazionale, la BCE tiene un elenco di banche significative (*ex art. 49, par. 1, Reg. n. 468/2014 della BCE, Regolamento quadro sull'MVU*) e un elenco -sulla scorta del paragrafo 2 del medesimo articolo appena citato- contenente il nome di ogni soggetto vigilato che ricade sotto la vigilanza di un'Autorità di Vigilanza Nazionale facente parte dell'MVU (con il nome della relativa Autorità Nazionale di Controllo). In tema cfr.: V. LEMMA, *op. cit.*, 172; C.E. PUPO, *sub art. 13, op. cit.*, 82.

## Problematic aspects of MiCAR

**SOMMARIO:** 1. Introduction. – 2. Issues of scope. – 2.1. “Crypto-assets”. – 2.2. Expected crypto-assets. – 2.3. Types of regulated crypto-assets. – 2.4. CASPs. – 2.5. General points. – 3. Issues of content. – 3.1. Credit institutions. – 3.2 The “disproportionate burden” provisions. – 3.3. The “store of value” and “means of exchange” provisions. – 3.4. An overriding strategy. – 4. Inherent issues. – 4.1 The cross-border dimension. – 4.2. Decentralisation. – 4.3. Anonymity. – 5. Conclusion.

### 1. Introduction.

The drafting quality of EU legislation is a sore subject. On the one hand, EU institutions repeatedly declare,<sup>1</sup> agree,<sup>2</sup> and communicate<sup>3</sup> their commitment to high-quality law-making. On the other, commentators consistently take a critical view, going as far as referring to “the obviously bad quality of EU legislative texts”.<sup>4</sup> This essay

---

<sup>1</sup> See the European Commission’s Birmingham Declaration of 16 October 1992 (DOC/92/6) <[https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/DOC\\_92\\_6](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/DOC_92_6)>; the Amsterdam Intergovernmental Conference’s Declaration on the quality of the drafting of Community legislation (No 39) <[http://data.europa.eu/eli/treaty/ams/fna\\_1/dcl\\_39/sign](http://data.europa.eu/eli/treaty/ams/fna_1/dcl_39/sign)>.

<sup>2</sup> See the Interinstitutional Agreement of 22 December 1998 on common guidelines for the quality of drafting of Community legislation <[https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:31999Y0317\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:31999Y0317(01))>, the Interinstitutional Agreement of 16 December 2003 on better law-making <[https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32003Q1231\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32003Q1231(01))>, and the Interinstitutional Agreement of 13 April 2016 on better law-making <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX%3A32016Q0512%2801%29>>.

<sup>3</sup> See the Commission’s communication of 12 December 2012 on Regulatory Fitness <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX:52012DC0746>>, its communication of 19 May 2015 on ‘Better regulation for better results’ <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52015DC0215>>, its communication on ‘Better Regulation: Delivering better results for a stronger Union’ <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52016DC0615>>, its communication on ‘Better regulation: taking stock and sustaining our commitment’ <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1582903615393&uri=CELEX:52019DC0178>>.

<sup>4</sup> H. XANTHAKI, *The Problem of Quality in EU Legislation: What on Earth is Really Wrong?*, (2001) 38 *Common Market Law Review*, 651, 667-74. Since, see H.

focuses on Regulation (EU) 2023/1114 of the European Parliament and of the Council of 31 May 2023 on markets in crypto-assets, and amending Regulations (EU) No 1093/2010 and (EU) No 1095/2010 and Directives 2013/36/EU and (EU) 2019/1937 OJ L150 (“MiCAR”), the culmination of a legislative effort which has lasted almost three years. During this time, the European Commission has been active to promote the quality of legislation, and in fact advertises the revamping of the “Have Your Say” portal, the establishment of the “One In, One Out” pilot project, and the revision of its “Better Regulation” agenda.<sup>5</sup>

Despite these efforts, the final version of MiCAR gives rise to three sorts of problems. One sort relates to the scope of MiCAR – that is, who and what is being regulated. In particular, there are instances in which MiCAR relies on blurry definitions and distinctions, engages in heavy-handed generalisations, and contains apparent lacunae without properly justifying them. These problems are primarily legalistic, or formal, or content-neutral in nature: they bear on the clarity and rationality of MiCAR – in other words, whether it is intelligible to a rational reader – and MiCAR’s shortcomings in this respect are problematic regardless of what the Regulation then says about the activities within its scope.

Another sort of problem pertains to the content of MiCAR – that is, the substantive merits of the rules laid down. Here, the main issue is one of consistency, both in relation to specific provisions and to the Regulation as a whole. MiCAR’s treatment of asset-referenced tokens and e-money tokens, for example, is in some respects internally inconsistent and out of step with MiCAR’s treatment of the other crypto-assets which fall within its scope. More generally, MiCAR has been criticised both on the basis that it is too lenient towards crypto markets and on the basis that it is unduly burdensome; these responses

---

XANTHAKI, *European Union Legislative Quality After the Lisbon Treaty: The Challenges of Smart Regulation* (2014) 35 *Statute Law Review* 66-80; L. DI DONATO, *The Regulatory Quality in the European Union*, in *Amministrazione in Cammino* (2 December 2015) <<https://www.amministrazioneincammino.luiss.it/2015/12/02/the-regulatory-quality-in-the-european-union/>> 8-9; K. GOMBOS, *EU Law viewed through the eyes of a national judge* (October 2018) <[https://ec.europa.eu/dgs/legal\\_service/seminars/20140703\\_gombos\\_speech\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/dgs/legal_service/seminars/20140703_gombos_speech_en.pdf)> 5-9; E. GHIO, *Redefining Harmonisation: Lessons from EU Insolvency Law* (Elgar Publishing 2022) 18.

<sup>5</sup> <[https://commission.europa.eu/law/law-making-process/planning-and-proposing-law/better-regulation\\_en#documents](https://commission.europa.eu/law/law-making-process/planning-and-proposing-law/better-regulation_en#documents)>.



are difficult to reconcile with each other, and suggest that there are latent unresolved tensions at the heart of MiCAR. Indeed, the issue appears to be ultimately that MiCAR does not openly address the substantive controversies surrounding crypto-assets and, as a result, it is difficult to identify in MiCAR a single overarching strategy as to how crypto markets should be regulated.

The last sort of problem is inherent in MiCAR – that is, in the very idea of the EU regulating crypto-assets. Crypto markets are unique in their cross-border potential, their decentralising ethos, and their capacity for anonymity. In fact, MiCAR relies on the international dimension of crypto-assets – having been adopted under Art 114 TFEU – yet largely overlooks the international dimension in so far as it extends beyond the EU. More broadly, the EU legislature does not seem fully aware that it is attempting to regulate an industry deliberately designed to escape regulation. The result is a severely impaired regulatory regime.

This essay is not meant to be polemical, and its starting point is that setting out a comprehensive, coherent, and effective regulatory regime for markets in crypto-assets is very difficult. First, the crypto phenomenon is still taking shape, so is difficult to accurately define. Second, its consequences – and their desirability – are controversial issues, so devising a cogent regulatory strategy requires making difficult political choices. Third, this is a novel development, with peculiar features, so is difficult to manage with the regulatory tools hitherto developed. And these difficulties are only exacerbated by the EU legislature’s ambitious objective of “ensur[ing] that Union legislative acts on financial services are fit for the digital age, and contribute to a future-proof economy that works for people, including by enabling the use of innovative technologies”,<sup>6</sup> especially considering that the EU’s law-making competences are limited. In fact, it may well be that any sensible attempt at regulation, even if imperfect, is preferable to no regulation at all. Nevertheless, the overwhelming impression is that the EU legislature did not properly consider some key issues underlying its legislative efforts, such as what it means for a legislative measure to be “future-proof”, whether regulation should restrain or enhance crypto markets, and how to cope with the unique

---

<sup>6</sup> Recital 1.

features of the crypto world. As a result, while MiCAR is in all likelihood a step in the right direction, it is still far from the finish line.

## 2. *Issues of scope.*

The scope of MiCAR has several moving parts. Its outermost scope is described in positive terms (what MiCAR regulates) as well as negative terms (what MiCAR does not regulate). On the positive side, the Regulation targets markets in crypto-assets and, for that purpose, offers a definition of “crypto-assets”. On the negative side, MiCAR identifies various categories of crypto-assets which it does not regulate. Within its outermost scope, MiCAR draws various internal distinctions, setting out different rules for the issuers of different types of crypto-assets. In addition, MiCAR identifies a number of “crypto-asset services” and lays down rules for their providers. For each moving part, there is significant slack and friction.

### 2.1. “*Crypto-assets*”

MiCAR’s foundational definition lies in Art 3(5): “‘crypto-asset’ means a digital representation of a value or of a right that is able to be transferred and stored electronically using distributed ledger technology or similar technology.”

The first part of this definition implies that crypto-assets lack a shared conceptual identity. If a crypto-asset is a representation of a right, the right must exist independently, and the digital aspect must in essence be a matter of form: it allows persons to acquire and alienate rights in novel ways, but nothing more. If, by contrast, a crypto-asset represents a value – and, for that reason, can be the subject-matter of legal rules – the digital element takes on a more constitutive character, creating a legal device where previously there was none.<sup>7</sup> This is the case, for example, for crypto-assets which represent an “external, non-intrinsic value attributed to a crypto-asset by the parties concerned or by market participants, meaning the value is subjective and based only

---

<sup>7</sup> This distinction is not unique to the EU experience: see FINANCIAL MARKETS LAW COMMITTEE, *Taxonomical Approaches to Cryptoassets: Response to European Commission Consultation – Part I* (March 2020) para 2.3; Law Commission, *Digital Assets: Final Report* Law Com No 412 ix.

on the interest of the purchaser of the crypto-asset” – in other words, crypto-currencies.<sup>8</sup> Accordingly, different crypto-assets may have very different conceptual structures: firstly, because they need not represent pre-existing rights at all; secondly, because if they do represent a pre-existing right, there seem to be no restrictions on the sort of right – proprietary or personal, absolute or conditional, economic or not – which they can represent. The only element of commonality between all crypto-assets, and the foundation of MiCAR, is their technological dimension.

What is problematic is that the second part of Art 3(5) fails to provide a solid technological account of crypto-assets. By referring not only to distributed ledger technology (DLT), but to “similar technology” too, the EU’s definition introduces considerable uncertainty as to which technologies fall – and will fall – within the scope of MiCAR.<sup>9</sup> On a more substantive note, by regulating technologies not yet in existence, MiCAR risks laying down inappropriate rules: at its simplest, new technologies would be subject to the same rules as DLT, even though those new technologies would not have had the chance, like DLT has had, to mature. As a result, this drafting choice risks stymying innovation and imposing unequal barriers to market entry,<sup>10</sup> inconsistently with the draftsmen’s own undertakings.<sup>11</sup> Most concerningly, the draftsmen seem entirely oblivious to this risk, insisting that Art 3(5) should be interpreted “as widely as possible”.<sup>12</sup>

There are viable alternatives to Art 3(5) which, by drawing a narrower technological scope, seem more consistent with MiCAR’s objectives. The ESMA’s earlier advice, for example, states that “all crypto-assets utilise some form of DLT”, and clarifies that “DLT is built upon public-key cryptography”, so can thus identify the three essential pieces of information which all crypto-assets require, namely “the

---

<sup>8</sup> Recital 2.

<sup>9</sup> European Central Bank, “Opinion of the European Central Bank of 19 February 2019 on a proposal for a regulation on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937” OJ C152/1 para 1.4.

<sup>10</sup> T. TOMCZAK, *Crypto-assets and crypto-assets’ subcategories under MiCA Regulation* (2022) 17 Capital Markets Law Journal 365, 367-69.

<sup>11</sup> See Explanatory Memorandum COM(2020) 593 2; Recital 4.

<sup>12</sup> Recital 16.

address, and the public and private key”.<sup>13</sup> Although some technical uncertainty might remain as to the precise limits of “public-key cryptography”, this uncertainty is far slimmer than MiCAR’s. Outside of continental Europe, s 69(4)(a) of the Financial Services and Markets Act (FSMA) 2023<sup>14</sup> takes an intermediate approach, admitting that the recording and storage of data may be supported by technologies other than DLT, but insisting, at least, that crypto-assets must be “cryptographically secured”. The EBA’s advice takes a similar view, save that it seems to drift even closer towards MiCAR: not only are “similar technologies” admitted, but the link between crypto-assets and cryptography appears weaker, in that the former must only “depend primarily” on the latter.<sup>15</sup> What it means for crypto-assets to “depend primarily” on cryptography is left unresolved, demonstrating the merits of the ESMA’s narrower and tidier definition.

## 2.2. *Excepted crypto-assets*

Under Art 2(4), certain crypto-assets are excepted from the scope of MiCAR on the basis that they are already subject to adequate regulation.<sup>16</sup> This is the case, most notably, for crypto-assets which constitute a financial instrument and, therefore, fall under MiFID II.<sup>17</sup> The problem is that ascertaining *ex ante* whether a crypto-asset amounts to a financial instrument – and, thus, which rules apply – is a complex exercise.

There are three reasons for this complexity. Firstly, commentators point out that MiFID II relies on relatively ambiguous categories such as “transferable securities” and “commodity derivatives” and, especially considering how widely crypto-assets can vary from one

---

<sup>13</sup> ESMA, *Advice: Initial Coin Offerings and Crypto-Assets* (9 January 2019), paras 21-22.

<sup>14</sup> Amending s 417 of the Financial Services and Markets Act 2000.

<sup>15</sup> EBA, *Report with advice for the European Commission on Crypto-assets* (9 January 2019), para 16.

<sup>16</sup> See Recitals 3, 9, and 97.

<sup>17</sup> Directive 2014/65/EU OJ L173. See Arts 2(4)(a) and 3(49). Other legislative acts which displace MiCAR are Regulation (EC) No 883/2004 OJ L166, Regulation (EC) No 987/2009 OJ L284, Directive 2009/138/EC OJ L335, Directive 2014/49/EU OJ L173, Directive (EU) 2016/2341 OJ L354, Regulation (EU) 2017/2402 OJ L347, and Regulation (EU) 2019/1238 OJ L198.

another, and how rapidly the crypto landscape can change, the application of these legal categories must be case-by-case.<sup>18</sup> In this respect, there is a rather close analogy with the *Howey* test adopted by US securities law, which is similarly casuistic and, worryingly, has already proved contentious in the context of crypto-assets.<sup>19</sup> Secondly, there is an argument that the analysis is – or ought to be – contextual: whether a crypto-asset is a financial instrument depends – or ought to depend – not (only) on its intrinsic features, but (also) on whether it is issued through an initial coin offering or “farmed” under a DeFi smart

---

<sup>18</sup> F. ANNUNZIATA, *Verso una disciplina europea delle cripto-attività. Riflessioni a margine della recente proposta della Commissione UE*, in DB Approfondimenti (October 2020) 6-10; E. NOBLE, *Crypto-assets—Overcoming Impediments to Scaling: A View from the EU*, in SSRN (14 October 2020) <<https://ssrn.com/abstract=3748343>> 6; D. ZETZSCHE-F. ANNUNZIATA-D. ARNER-R. BUCKLEY, *The Markets in Crypto-Assets regulation (MiCA) and the EU digital finance strategy*, in (2022) 16 Capital Markets Law Journal 203, 218-20; IMF, *Elements of Effective Policies for Crypto Assets* (4 January 2023) 8; AGENZIA DELLE ENTRATE, *Trattamento fiscale delle cripto-attività. Articolo 1, commi da 126 a 147, della legge 29 dicembre 2022, n. 197 (legge di bilancio 2023)*” Circolare N. 30/E (27 October 2023) 13-14. For a detailed explanation of how the MiFID II categories could be applied to crypto-assets – an issue beyond the scope of this paper – see D. BOREIKO-G FERRARINI-P. GIUDICI, *Blockchain Startups and Prospectus Regulation* (2019) 20 Eur Bus Org L Rev 665; F. ANNUNZIATA (fn 18); ZETZSCHE *et al* (fn 18); A. TINA,  *Mercati centralizzati, decentralizzati. Prospettive di inquadramento della DeFi nell’attuale orizzonte MiFID*, in (2022) *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, special issue 41; M. CIAN, *La nozione di criptoattività nella prospettiva del MiCAR*, in (2022) *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, special issue 59.

<sup>19</sup> On the test itself, see *SEC v Howey Co*, 328 U.S. 293 (1946); *SEC v Edwards*, 540 U.S. 389 (2004); G. GENSLER, *We’ve Seen This Story Before*, Remarks before the Piper Sandler Global Exchange & Fintech Conference (8 June 2023) <[https://www.sec.gov/news/speech/gensler-remarks-piper-sandler-060823#\\_ftn2](https://www.sec.gov/news/speech/gensler-remarks-piper-sandler-060823#_ftn2)>. On its application, see *SEC v Ripple* 2023 WL 4507900 (S.D.N.Y. July 13, 2023) and the responses it prompted: the SEC’s motion for leave to appeal, dated 9 August 2023 <<https://www.consumerfinancialserviceslawmonitor.com/wp-content/uploads/sites/880/2023/08/Ripple-Labs-SEC-letter.pdf>>; SEC, *Response to Supplemental Authority in Support of Defendants’ Motion to Dismiss*, in the *Terraform* dispute: <<https://assets.bwbx.io/documents/users/iqjWHBFdfxIU/raAgcBtaEU24/v0>>; *SEC v Terraform*, 2023 WL 4858299 (S.D.N.Y. July 31, 2023), 40-41; M. DONOVAN, *Ripple Effect: The Sec’s Major Questions Doctrine Problem*, in (2023) 91 *Fordham LR*, 2309.

contract.<sup>20</sup> But, if this argument is accepted, what happens to a crypto-asset when, after arising in a financial context, it changes hands as part of a non-financial transaction (or vice versa)? On one side, if the successive holders were bound by the original classification, there would be a serious risk of purchasers suffering from an information asymmetry. On the other side, if transferring a crypto-asset could affect its legal status, sophisticated parties might exploit this rule to engage in regulatory arbitrage. One might adjust the contextual methodology, to the effect that whether a crypto-asset amounts to a financial instrument depends (also) on whether *a sufficient amount of crypto-assets of the same type* are traded in a financial context. However, this adjustment raises even more questions. If a crypto-asset is not perfectly fungible, how should one identify other crypto-assets of “the same type”?<sup>21</sup> Assuming a “type” of crypto-asset can be ascertained, how widespread must its “financial” use be before that crypto-asset is deemed to fall under MiFID II? Should purchasers be protected from the risk of subsequent market developments affecting the rights and obligations attached to the crypto-asset purchased and, if so, how? Thirdly, the transposition of MiFID II into national legal system entails that the same crypto-asset can constitute a financial instrument in one Member State but not in another. The consequence is an uneven playing field and a substantial risk of regulatory arbitrage.<sup>22</sup>

---

<sup>20</sup> S. L. FURNARI-R. LENER, *Contributo alla Qualificazione Giuridica dell'Offerta al Pubblico di Utility Token (Anche) alla Luce della Proposta di Regolamento Europeo sulle Cripto-Attività*, in (2021) 16 Bocconi Legal Papers 63, 87-91, 97-102. “Initial coin offering” is meant in a relatively broad sense, extending beyond “coins” in the sense of “crypto-currencies”. Again, there is an analogy with the *Howey* test: J. CLAYTON, *Statement on Cryptocurrencies and Initial Coin Offerings* (17 December 2017) <<https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-clayton-2017-12-11>>.

<sup>21</sup> On the question of fungibility, see text to fns 38-39. Cf T. DRYJA, *Lecture 17: Anonymity, Coinjoin and Signature Aggregation* in N. NARULA-T. DRYJA, *MIT MAS.S62 Cryptocurrency Engineering and Design* (Spring 2018) MIT OpenCourseWare <<https://www.youtube.com/watch?v=BFwc2XA8rSk&list=PLU14u3cNGP61KHzhg3JIJdK08JLSlcLId&index=16&t=711s>>.

<sup>22</sup> ESMA (fn 13) paras 6, 80-89, 177; Financial Markets Law Committee, “Taxonomical Approaches to Cryptoassets: Response to European Commission Consultation – Part II” (March 2020) paras 2.6-2.8; Tomczak (fn 10) 370-71. Relatedly, MiFID II does not harmonise the underlying rules – of company law, for

Importantly, although the rules contained in MiCAR are inspired by MiFID II, there are significant differences between the two.<sup>23</sup> As a result, if commercial parties struggle to predict ex ante whether a crypto-asset is a financial instrument – and thus which legal regime applies – this causes significant uncertainty in practice. In this light, some commentators have argued that MiCAR should resemble MiFID II more closely, and an argument in their favour is that, by flattening the differences between different regimes, the uncertainty surrounding their respective scope of application would lose importance.<sup>24</sup> However, MiCAR commits to the “same activities, same risks, same rules” principle, and a corollary of the principle would seem to be that different activities, if generating different risks, should be subject to different rules.<sup>25</sup> In this sense, one should be wary of folding MiCAR into MiFID II, pursuing certainty at the cost of overlooking meaningful differences between different crypto-assets.

An issue raised by many commentators is that of “hybrid” tokens: the fact that a crypto-asset has a sufficiently weighty financial element – therefore amounts to a financial instrument – does not mean that the crypto-asset cannot concurrently have some other, significant, non-financial function; when those two elements co-exist, the tokens seems to simultaneously fall on both sides of the MiCAR-MiFID divide.<sup>26</sup>

---

example – which influence how MiFID II categories are applied in different Member States: see Annunziata (fn 18) 7. Cf Explanatory Memorandum (fn 11) 4-5; Recital 6.

<sup>23</sup> ANNUNZIATA (fn 18) 11-12; Furnari and Lener (fn 20) 92; G. ANSIDERI, *CASPs: procedura autorizzativa e requisiti prudenziali nel MiCAR* (2022) in *Questa rivista*, 7-8. 217; F ANNUNZIATA, “The Licensing Rules in MiCA” in D Moura Vicente, D Pereira Duarte, and C. GRANADEIRO (eds), *Fintech Regulation and the Licensing Principle* (European Banking Institute 2023) 121-23. Cf C. FRIGENI, *Il mercato primario delle cripto-attività. Offerta al pubblico e regime di trasparenza nella proposta di Regolamento MiCA* (2022), in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, special issue 23, 25-26. For a normative criticism of this approach, see P. MAUME, *The Regulation on Markets in Crypto-Assets (MiCAR): Landmark Codification, or First Step of Many, or Both?*, (2023) 20 ECFR 243, 251.

<sup>24</sup> T. VAN DER LINDEN-TINA SHIRAZI, *Markets in crypto-assets regulation: Does it provide legal certainty and increase adoption of crypto-assets?*, (2023) 9(22) *Financial Innovation* 7, 22-23, 25, 27. See also ZETZSCHE *et al* (fn 18) 222-23.

<sup>25</sup> See Recital 9.

<sup>26</sup> FMCL (fn 7) para 2.7; FMLC (fn 22) para 2.10; FURNARI-LENER (fn 20) 84-85; ZETZSCHE *et al* (fn 18) 208; VAN DER LINDEN-SHIRAZI (fn 24) 22. See also A. BLANDIN-A. S. CLOOTS, H. HUSSAIN-M. RAUCHS-R. SALEUDDIN-J. G. ALLEN-B.

However, this concern seems at best exaggerated. As a matter of formal coherence, MiCAR clearly provides that, if a crypto-asset is subject to MiFID II, it is necessarily exempt from MiCAR. There is therefore no risk of double jeopardy.<sup>27</sup> As a more substantive matter, one might argue that it is inappropriate to equate crypto-assets which have an exclusively financial nature to those which have some ulterior function. A first response is that this issue is rather narrow in scope. Commentators tend to talk in the abstract, hypothesising that “utility tokens may also be used for investment” without providing any real-life examples.<sup>28</sup> When an example is provided, it is Ether,<sup>29</sup> which is a highly versatile crypto-asset;<sup>30</sup> it follows that, if ascertaining whether a crypto-asset is a financial instrument is a case-by-case exercise, it is only in some circumstances that Ether can have a hybrid character. A second response is that what critics have dubbed “hybrid tokens” is nothing more than the well-trodden notion of hard cases. In MiCAR and MiFID II, as everywhere else in law, rules have an open texture,<sup>31</sup> and it should be no surprise that the MiCAR-MiFID divide is difficult to apply to certain cases. Inventing a *tertium quid* – “hybrid tokens” – is not only conceptually unnecessary, but might be actively misleading, in so far as it suggests (falsely) that a tripartite structure would be perfectly unambiguous, as if the distinction between hybrid tokens and financial instruments were self-evident and uncontroversial. Hence, especially considering that the issue of hybrid tokens is quite narrow in

---

ZHANG-K. CLOUD, *Global Cryptoasset Regulatory Landscape Study*, in *Cambridge Centre For Alternative Finance* 13, 18, 37, 54, 65, 83, 87, 106; ESMA (fn 13) paras 80, 85; CONSOB, *Le offerte iniziali e gli scambi di crypto-attività*. Rapporto finale (2 January 2020) 10.

<sup>27</sup> Cf FINMA, *Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings (ICOs)* (16 February 2018) 3.

<sup>28</sup> VAN DER LINDEN-SHIRAZI (fn 24) 7, 22. See also the rest of fn 24.

<sup>29</sup> FURNARI-LENER (fn 20) 84-85; BLANDIN *et al* (fn 26) 83.

<sup>30</sup> <<https://ethereum.org/en/eth/>>; D. RODECK, “What Is Ethereum? How Does It Work?” *Forbes* (16 February 2023) <<https://www.forbes.com/advisor/investing/cryptocurrency/what-is-ethereum-ether/>>.

<sup>31</sup> See, eg, HLA Hart, *The Concept of Law* (2nd edn, OUP 1994) 123-36; J. RAZ, “Dworkin: A New Link in the Chain” (1986) 74 *California Law Review* 1103; N. MACCORMICK, *Legal Reasoning and Legal Theory* (OUP 1994) ch 8; B Bix, *Law, Language, and Legal Determinacy* (OUP 1995); R. DWORKIN, *Law’s Empire* (Hart Publishing 2021) chs 7 and 9.



scope, the ulterior category would seem to do more harm than good. A third response to critics is that it may well be that EU law has a tendency to classify legal devices as financial instruments too readily, ignoring ulterior functions – but, if that is the case, the problem lies in MiFID II and its transposing national measures, and not MiCAR.

Since its proposal, MiCAR has been amended by imposing on the ESMA a duty to issue guidelines on how to classify crypto-assets.<sup>32</sup> This is a highly desirable opportunity to cure, at least in part, the ambiguities relating to MiCAR’s scope. Importantly, the ESMA’s intercession will provide authoritative guidance as to the meaning of MiFID II, therefore will narrow the discretion originally afforded by the Directive to Member States. This is a significant transfer of competences, which was originally thought unlikely;<sup>33</sup> the political cost of this amendment can be taken as evidence of its practical importance and, impliedly, the seriousness of MiCAR’s present ambiguity.

There are other sorts of crypto-assets which are excepted from MiCAR. Non-fungible tokens (NFTs), for instance, fall outside the scope of MiCAR,<sup>34</sup> therefore are regulated only in so far as they amount to financial instruments under MiFID II. Although MiCAR is not perfectly clear on this matter, the justification for excepting NFTs seems to be that the NFT market is not sufficiently definite, and not sufficiently large, for the regulatory burden to be proportionate.<sup>35</sup> This view would explain why fractional NFTs – sufficiently fungible for a definite market to form – are instead subject to MiCAR,<sup>36</sup> as well as why Art 142(2)(d) binds the Commission to report on developments in NFT markets – if, for instance, they increased meaningfully in size – and assess, in that light, whether regulation is necessary and feasible. Rather sensibly, whether a token is non-fungible is ascertained with reference not to its labels – such a unique identifier – but its “de facto features” and “de facto uses”.<sup>37</sup> Yet, this casuistic approach resembles that of MiFID II and *Howey*, and can hence be expected to give rise to

---

<sup>32</sup> Art 2(5). See also Recital 14.

<sup>33</sup> TOMCZAK (fn 10) 371.

<sup>34</sup> Art 2(3).

<sup>35</sup> See Recital 15 of the MiCAR proposal (COM(2020) 593) and Recital 10 of the final version of MiCAR.

<sup>36</sup> Recital 11 of the final version of MiCAR.

<sup>37</sup> *Ibid.*

similar practical difficulties. Indeed, MiCAR makes no attempt to define the core idea of fungibility, so there is a good argument that the concept of “NFT” is, if anything, even more difficult to apply than the notion(s) of “financial instruments”. Recital 11 tries to offer some degree of clarity by providing that the fact that crypto-assets are issued as “a large series or collection” is an “indicator” that they are fungible. But what constitutes a “series or collection”? And how “large” is “large” enough? And how much weight should one give to that “indicator”?<sup>38</sup> Recital 11 also states that a crypto-asset can only be non-fungible if the asset represented is non-fungible too, but in doing so places further emphasis on the idea of fungibility, the meaning of which is far from settled.<sup>39</sup> MiCAR’s “substance over form approach” is sound, but is only helpful if one knows what the relevant “substance” is.

Proportionality is expressly recognised as being the normative basis for Art 4(2)-(3), which outlines a range of cases where the offer to the public of a crypto-asset – provided it is neither an asset-referenced token nor an e-money token – is either fully or partially exempted from MiCAR’s *ex ante* regulation.<sup>40</sup> Art 16(2) extends one of those exemptions – where a crypto-asset is offered exclusively to “qualified investors” – to asset-referenced tokens, relieving the issuer from the authorisation requirement, and adds that the same applies as long as the average outstanding value of an asset-referenced token issued does not exceed €5 million and its issuer is “not linked to a network of other exempt issuers”. Art 48(4) contemplates the same €5 million threshold in relation to e-money tokens, but envisions the exemption as

---

<sup>38</sup> See MAUME (fn 23) 259-61.

<sup>39</sup> For a technical perspective, see Dryja (fn 21); L. LESAVRE-P. VARIN-D. YAGA, *Blockchain Networks: Token Design and Management*, Overview National Institute of Standards and Technology Report 8301 (February 2021) 1, 5-6, 72. For an aesthetic perspective, see M. MAZZOCUT-MIS-A. SCANZIANI, *NFT: tra esperienza estetica e nuovi mercati dell’arte*, in A. CANEPA (ed), *Il mercato dei non fungible tokens tra arte, moda e gamification* (Milano University Press 2024). For a more accessible perspective, see N. CHARNEY-K. SCHACHTER, *The NFT Book: Everything You Need to Know About the Art and Collecting of Non-Fungible Tokens* (Rowman & Littlefield 2023) 3-4, 37-38; cf M. FORTNOW -Q. TERRY, *The NFT Handbook: How to Create, Sell and Buy Non-Fungible Tokens* (Wiley 2021) ch 3.

<sup>40</sup> See Recitals 26-27 of the final version; Recitals 15-17 of the MiCAR proposal. See also Arts 4(4) and 4(8), which narrow the scope of the preceding exemptions.

“optional”, as under Art 9(1) Directive 2009/110/EC. These provisions resemble each other in two respects. Firstly, their putative justification is that they concern offers to the public which are so modest that the burdens imposed by MiCAR would be disproportionate, both for offerors (who would have to meet demanding regulatory standards) and supervisors (who would have to verify the offerors’ compliance).<sup>41</sup> In this sense, these exemptions from the white paper requirement resemble some of the exemptions from Art 3(1) of the Prospectus Regulation – though one may legitimately question to what extent this analogy can hold and to what extent it is upheld by MiCAR.<sup>42</sup> Second, these provisions rely on the notions of “asset-referenced tokens”, “e-money tokens”, and “utility tokens”, which are not free from difficulty.

Lastly, MiCAR does not apply to central bank digital currencies (CBDCs).<sup>43</sup> No justification is offered, but one possibility is that CBDCs are a unique sort of crypto-asset, which deserves rules ad hoc, and, because the prospect of CBDCs is still relatively remote, regulatory efforts should wait until more information is available.<sup>44</sup>

### 2.3. *Types of regulated crypto-assets*

The crypto-assets which fall within the scope of MiCAR are sorted into “hierarchical” categories, each subject to different rules.<sup>45</sup> E-money tokens – which “purport[] to maintain a stable value by referencing the value of one official currency” – are subject to Title IV and, in so far as it is compatible with MiCAR, Titles II and III of Directive 2009/110/EC.<sup>46</sup> Asset-referenced tokens – the subject-matter

---

<sup>41</sup> Recitals 43 and 66.

<sup>42</sup> Regulation (EU) 2017/1129 OJ L168. See Recitals 12-15 and its Explanatory Memorandum COM(2015) 583 13. For a specific comparison of the thresholds set by MiCAR and by the Prospectus Regulation, see section 3.2 of this essay. For broader comparisons between the two measures – beyond the scope of this paper – see F. ANNUNZIATA (fn 18); MAUME (fn 23) 264; ZETZSCHE *et al* (fn 18) 211-13, 222; C. FRIGENI (fn 23); C. FAILLA, *Big Tech and E-money Token*, in *Questa rivista*, III, 2023, 431, 445-46.

<sup>43</sup> Recital 13. See also Art 2(2)(c).

<sup>44</sup> On the ongoing discussions concerning CBDCs, and in particular a digital euro, see fns 120 and 123-24.

<sup>45</sup> ZETZSCHE *et al* (fn 18) 209. See also BLANDIN *et al* (fn 26) 18.

<sup>46</sup> Arts 3(1)(7) and 48(3). See Recitals 18-19.

of Title III – are those which do not amount to e-money tokens, but nonetheless “purport[] to maintain a stable value by referencing another value or right or a combination thereof, including one or more official currencies”.<sup>47</sup> The residual group of crypto-assets, which neither fall in an excepted category nor constitute an e-money token or asset-referenced token, is dealt with by Title II.

One difficulty with this structure is that it lends itself to excessive generalisations. In this respect, Title II, being a dustbin category, is the more obvious suspect. The only sort of crypto-asset which Title II mentions in positive terms – what that crypto-asset is, rather than what is not – is utility tokens, which are those “only intended to provide access to a good or a service supplied by [their] issuer”.<sup>48</sup> But Title II is wider.<sup>49</sup> It also includes, for example, crypto-currencies like Dai, which stabilise their value not by referring to an asset, but through algorithms, and crypto-currencies like Bitcoin, which make no effort to stabilise their value at all. In addition, Title II includes fractional NFTs, governance tokens (like UNI), platform tokens (like Ether and Ada), and “meme” tokens (like Dogecoin and PutinCoin). These different tokens have vastly different features and are targeted towards vastly different demographics, with vastly different degrees of technical, legal, and commercial knowledge. However, with the exception of utility tokens – expressly subject to some special provisions<sup>50</sup> – Title II insists on subjecting all the aforementioned tokens to the same rules, which seems unduly heavy-handed. A similar risk of heavy-handedness arises from Title III. The definition of asset-referenced tokens is very broad, and their key feature – stability – is likely to vary significantly.<sup>51</sup> Accordingly, an algorithmic stablecoin and an asset-referenced token may exhibit a similar degree of stability, yet be nonetheless subject to very different rules. This problem is especially acute in relation to small issues of crypto-assets: Arts 4(2)-(3) and 16(2) set out different tests to determine whether an issue is excepted from MiCAR, so how a crypto-

---

<sup>47</sup> Art 3(1)(6).

<sup>48</sup> Art 3(1)(9).

<sup>49</sup> Recital 18.

<sup>50</sup> See Arts 4(6), 6(5)(d), and 12(8), and Annex 1, Part D para 4 and Part G paras 4-5.

<sup>51</sup> TOMCZAK (fn 10) 373-74.

asset is classified can affect not simply which rules apply, but whether any rules apply at all.

Another difficulty is that what amounts to a utility token is somewhat uncertain. In particular, how is one to determine for what purpose a given crypto-asset is “intended”? The English version of this definition seems to be written from the issuer’s perspective, suggesting that all that matters is the issuer’s own objectives and expectations. It would follow that, if a bus company issued tokens and planned for those tokens to be used in place of bus tickets, but those tokens were instead used by the recipients as a means of exchange, those tokens would nonetheless remain a utility token. This legal regime, if applied superficially, would lend itself to abuse: an unscrupulous issuer could give the impression that he intends for a token to provide access to an asset, while in reality the token is instead used as a crypto-currency, with the asset acting a reference to stabilise its value; thus, the issuer would evade the rules set out in Title III in favour of the less burdensome ones contained in Title II.<sup>52</sup> Crucially, the alternative to this superficial approach would require thorough investigations into the minds of issuers, which would be expensive and time-consuming. By contrast, although the Spanish version largely retains the issuer’s point of view, “utilizado” might suggest that the issuer’s own plans are not conclusive, and that the purchasers’ subsequent behaviour is relevant too. Normatively speaking, this reading is decidedly preferable. Descriptively speaking, however, the meaning of MiCAR is unclear, especially if one inspects other translations. On the one hand, the German version employs the expression “bestimmt”, which bears a closer resemblance to its English equivalent. On the other, the Italian translator uses the uniquely opaque “destinato” which, if anything, evokes a more objective test, that transcends the issuer’s state of mind. Such an objective test might be the same market-wide behavioural assessment to which the Spanish translation hints, but need not be: the test could also be what an external observer would, in light of the inherent features of the crypto-asset in question, understand its function to be. Another unanswered question is what amounts to a “service”. Do platform tokens, which provide access to blockchain applications – or provide access at a discount – amount to utility tokens? What about

---

<sup>52</sup> Cf MAUME (fn 23) 257-58.

governance tokens like UNI? There is an argument that the developers of a DLT provide a service on behalf of the issuers of governance tokens when they design and implement new protocols in accordance with the wishes of the holders of governance tokens.<sup>53</sup> And what about in-game currencies, like MANA, which allow users to purchase digital goods?<sup>54</sup> Especially if platform, governance, and in-game tokens were included, the category of “utility tokens” would be very broad and heterogeneous, calling into question the adequacy of the special rules contained in Title II.

#### 2.4. CASPs

Title V is dedicated to crypto-asset service providers (CASPs), and with good reason: crypto history offers plenty of easy cases in which the careless, reckless, or fraudulent management of CASPs had adverse impacts on investors and market stability, from the hacks suffered by Bitfinex, Binance, and Coincheck, to the insolvency of Mt Gox, Celsius, and BlockFi, to the recent downfall of FTX.<sup>55</sup> However, one may legitimately question if the notion of “crypto-asset service” adopted by MiCAR is sufficiently wide and if its idea of “provider” is sufficiently clear.

---

<sup>53</sup> Cf Organisation for Economic Co-operation and Development, *Why Decentralised Finance (DeFi) Matters and the Policy Implications*, (19 January 2022), which takes a broader view, based on “utility” rather than “access to goods or services”, and thus appears to assume that governance tokens fall into the category.

<sup>54</sup> Cf FINANCIAL MARKETS LAW COMMITTEE (fn 7) para 2.5.

<sup>55</sup> For a moderately critical view of CASPs’ past practices, see T. DRYJA, *Lecture 10: PoW Recap, Other Fork Types*, in N. NARULA-T DRYJA, *MIT MAS.S62 Cryptocurrency Engineering and Design* (Spring 2018) MIT OpenCourseWare <<https://www.youtube.com/watch?v=muwNEvhy6Po&list=PLU14u3cNGP61KHzhg3JIJdK08JLSlcLId&index=9>> 56:00-1:00:10. For a more pessimistic view, see J McAfee, “Keynote” at *BlockChain: Money* (London 2017) <<https://www.youtube.com/watch?v=uJOPpnJB4sI>>. On the downfall of FTX, see J. OLIVER-J. MILLER, *Sam Bankman-Fried says he was ‘surprised’ by FTX’s \$8bn balance-sheet hole*, in *The Financial Times* (27 October 2023) <<https://www.ft.com/content/d0f641e8-2786-4281-a61d-4fe60d2796a1>> and B. MONTGOMERY-V. BEKIEMPIS-L. BECKETT, *Sam Bankman-Fried denies messy hair part of ‘tech genius’ persona during trial*, in *The Guardian* (30 October 2023) <<https://www.theguardian.com/business/2023/oct/30/sbf-testifies-ftx-trial-crypto-day-3>>.

As to “crypto-asset services”, Art 3(16) provides a list of activities regulated by MiCAR. Although the list is phrased in exhaustive terms, it appears to ignore conspicuous figures of the crypto world. The most straightforward lacuna concerns the mining community of proof-of-work ledgers.<sup>56</sup> Individual miners add new blocks to the ledger, allowing broadcasted transactions to be entered into the shared record. Because it is up to miners to choose which broadcasted transactions they want to insert in the blocks being mined, there is the risk of transactions, even if valid according to the ledger’s consensus rules, being ignored by miners and ultimately censored. Admittedly, mining is a competitive – indeed, highly adversarial – business, and miners currently have an overwhelming incentive to discriminate between different transactions solely based on the fees which each transaction allocates to the miner.<sup>57</sup> However, there is nothing to guarantee that the mining market will continue being competitive forever. In relation to Bitcoin, for example, the five biggest mining pools – groups of miners who share mining rewards and fees – currently command more than 80% of the total mining power. Thus, whereas collusion between miners representing 51% of the mining power would be enough to effectively derail Bitcoin, this is not a completely outlandish possibility.<sup>58</sup> Dishonest miners can only be effectively penalised off-

---

<sup>56</sup> See R. LENER-S. L. FURNARI-N. LORENZOTTI-A. DI CIOMMO-R.A. LENER, *The Virtual Currency Regulation Review: Italy*, in M. S. SACKHEIM-N. A. HOWELL (eds), *The Virtual Currency Regulation Review* (5th edn, The Law Reviews 2022): the Authors provide for a “Regulation of Miners” heading, only to then specify that, as a matter of national law – and now, it seems, EU law as well – there are no specific rules.

<sup>57</sup> S. NAKAMOTO, *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*, 4; C. CATALINI-J. S. GANS, *Some Simple Economics of the Blockchain*, NBER Working Paper Series, Working Paper 22952 <<http://www.nber.org/papers/w22952>> A-2.

<sup>58</sup> <<https://www.blockchain.com/explorer/charts/pools>>; <<https://btc.com/stats/pool>>. Earlier, D. VORICK, *Managing Centralization in Mining*, at *CES Summit 2019* (MIT Digital Currency Initiative) <[https://www.youtube.com/watch?v=IW2bjXQLnY0&list=PLpWOGI3WdhkV8oFmyWZ4VfqXG1\\_hDbpC4&index=76&t=1007s](https://www.youtube.com/watch?v=IW2bjXQLnY0&list=PLpWOGI3WdhkV8oFmyWZ4VfqXG1_hDbpC4&index=76&t=1007s)>. See also V. BUTERIN, *Ethereum: A Next-Generation Smart Contract and Decentralized Application Platform*, in (2014) 32 and P. DE FILIPPI-A. WRIGHT, *Blockchain and the Law: The Rule of Code* (Harvard University Press 2018) 40. Cf studies which suggest that there is a limit to centralisation amongst miners: L. W. CONG, Z. HE-J. LI, *Decentralized Mining in Centralized Pools*, NBER Working Paper 25592

chain and, although decentralised mechanisms have been proposed,<sup>59</sup> the law may prove worthwhile in this respect. Another threat to competition in the mining market is the high barriers to entry, which may prevent prospective miners from joining the market.<sup>60</sup> From this perspective, it is especially concerning that ASICs – the primary piece of hardware used by miners for certain distributed ledgers, including Bitcoin – are manufactured by two companies only, TSMC and Samsung, which in turn are likely to share supply chains. Similarly, there are only five manufacturers of mining rigs, with the biggest – Bitmain – dominating the market.<sup>61</sup> These commercial actors, if coordinated, may well control access to the mining market, prejudicing its efficiency and undermining the stability of the crypto ecosystem which is built on top of that market.

Miners are not the only influential group overlooked by MiCAR. Consider the Parity saga. In 2017, three of Parity’s multi-signature wallets were hacked, with Parity’s clients losing a considerable amount of Ether; Parity’s attempt to remove that vulnerability unintentionally created a new bug, allowing funds in other wallets to be frozen. In response, Parity submitted an Ethereum Improvement Proposal (EIP-999) to re-write the Ethereum ledger and undo the second hack. 52.6% of the Ethereum community voted against EIP-999, which was ultimately scrapped. Notwithstanding, the design of the poll proved controversial. First, votes were weighed to reflect the amount of Ether held by each voter. This format differed from that of an earlier poll, held in 2016, in which it was instead decided that a hack – against the DAO smart contract – should be unwound.<sup>62</sup> From a loftier perspective, the design of the Parity vote could also be argued to be inconsistent with

---

<<http://www.nber.org/papers/w25592>>; G. HUBERMAN-J. D. LESHNO-C. MOALLEMI, *Monopoly without a Monopolist: An Economic Analysis of the Bitcoin Payment System*, in (2021) 88 *Review of Economic Studies* 3011.

<sup>59</sup> VORICK (fn 58) 12:10-16:35.

<sup>60</sup> HUBERMAN *et al* (fn 58) 3011, 3013-14.

<sup>61</sup> VORICK (fn 58) 00:45-02:15; A BLANDIN-G PIETERS-Y WU-T. EISERMANN-A. DEK-S. TAYLOR-D. NJOKI, *3<sup>rd</sup> Global Cryptoasset Benchmarking Study*, Cambridge Centre for Alternative Finance (September 2020) 32-34; <<https://news.bitcoin.com/new-study-highlights-bitmains-s19-mining-rigs-dominate-bitcoin-networks-hashrate/>>. See also BUTERIN (fn 59) 32.

<sup>62</sup> <<https://ethereum.org/en/history/>>.



the egalitarian ethos of distributed ledgers.<sup>63</sup> Second, users with frozen funds – contingent on EIP-999 succeeding – were not only entitled to vote, but benefitted from the weighed-voting rule.<sup>64</sup> This is suspicious, especially considering that Gavin Woods (the CEO of Parity) was both personally affected by the hack and a co-founder of Ethereum,<sup>65</sup> that the Ethereum Foundation’s Development Team had collaborated in designing Parity’s flawed code,<sup>66</sup> and that the Ethereum Foundation has since made donations to Parity.<sup>67</sup> Developers like the Ethereum Foundation do not simply implement community decisions but, at the very least, have ample opportunities to materially affect the community’s decision-making process. Developers can even bestow upon themselves ulterior powers, exercisable without the community’s prior approval, such as the power of Ripple’s developers to unilaterally freeze issued tokens.<sup>68</sup> Thus, there is a well-established argument that substantial power is centralised into the hands of developers,<sup>69</sup> and the Court of Appeal of England and Wales has in fact recently held,

---

<sup>63</sup> These aspirations are evidenced, for instance, by the memory-less hash functions used in proof-of-work systems, which tend to reduce differences between miners, and by the distinctive crypto goal of “financial inclusion”, on which see fn 147.

<sup>64</sup> <<https://www.ccn.com/330-million-eip-999-stokes-debate-over-eth-frozen-by-parity-s-contract-bug/>>.

<sup>65</sup> J. WILMOTH, *\$330 Million: EIP-999 Stokes Debate Over ETH Frozen by Parity’s Contract Bug*, *CNN*, 4 March 2021 <<https://cointelegraph.com/news/eip-999-why-a-vote-to-release-parity-locked-funds-evoked-so-much-controversy>>.

<sup>66</sup> *The Multi-sig Hack: A Postmortem*, in *Parity.io* (20 June 2017) <<https://www.parity.io/blog/the-multi-sig-hack-a-postmortem>>.

<sup>67</sup> P. LUCSOK, “Parity Technologies awarded \$5 million grant by the Ethereum Foundation” *Parity.io* (7 January 2019) <<https://www.parity.io/blog/parity-technologies-awarded-5-million-grant-from-the-ethereum-foundation/>>; Ethereum Team, “Announcing an Ethereum Foundation Grant to Parity Technologies” *Ethereum Foundation Blog* (7 January 2019) <<https://blog.ethereum.org/2019/01/07/announcing-an-ethereum-foundation-grant-to-parity-technologies>>.

<sup>68</sup> “Common Misunderstandings about Freezes” *XRP-org* <<https://xrpl.org/common-misconceptions-about-freezes.html>>.

<sup>69</sup> J. ITO, “Why Bitcoin is and isn’t like the Internet” (23 January 2015) <<https://joi.ito.com/weblog/2015/01/23/why-bitcoin-is-.html>>; G. GENSLER, “Lecture 11: Blockchain Economics” in *MIT 15.S12 Blockchain and Money* (Fall 2018) MIT OpenCourseWare <[https://www.youtube.com/watch?v=\\_eGNSuTBc60&list=PLU14u3cNGP63UUkFL0onkxvF6MYgVa04Fn&index=12](https://www.youtube.com/watch?v=_eGNSuTBc60&list=PLU14u3cNGP63UUkFL0onkxvF6MYgVa04Fn&index=12)> 39:10-39:50.

overturning Falk J’s earlier judgment, that there is a “realistic argument” that developers may be subject to fiduciary duties.<sup>70</sup> What is puzzling is that MiCAR is aware of the governance dimension, and in fact sets out rules as to how CASPs should be internally governed, but overlooks the fact that distributed ledgers themselves raise governance issues.<sup>71</sup>

There are other entities which can be credibly argued to deserve regulation. These entities include those who provide non-custodial wallet software<sup>72</sup> – like Parity – as well as those who provide SPV software, node clients, or layer-2 facilities. In each of these cases, the risk is of users downloading a programme, relying on its soundness, and then being disappointed when that programme is discovered to have an unintended bug or a malicious virus. These entities also include mixers, which receive their clients’ crypto-assets and, after a series of complex transactions, return those assets with a more anonymous appearance. Although the crypto-asset vests in the mixer, it is unclear whether the service offered constitutes “safekeeping or controlling” so as to qualify mixers as “custodians” (a recognised type of CASP).<sup>73</sup> Given mixers’ predisposition to facilitating illicit activities, it would be definitely preferable if it did. Lastly, the OECD seems to equate the centralised powers wielded by miners and developers to the concentration of governance rights in the hands of users. By implication, if miners and developers were to amount to CASPs and attract regulation, so too should users, provided they command a sufficient proportion of governance rights.<sup>74</sup>

Conversely, there are good reasons to refrain from widening the notion of “crypto-asset service” to include miners, developers, software providers, and users with sufficient governance powers. One reason is that devising suitable rules would be very challenging, chiefly because the groups in question differ significantly from each other. Miners, like

---

<sup>70</sup> *Tulip Trading Ltd v Bitcoin Association For BSV* [2023] EWCA Civ 83, (2023) 4 WLR 16.

<sup>71</sup> Art 68. See also Art 34.

<sup>72</sup> See F. ANNUNZIATA (fn 18) 4.

<sup>73</sup> Art 3(16)(a) and (17).

<sup>74</sup> OECD (fn 53) 21-22, 35-36, 59-60; S. ARAMONTE-W. HUANG-A. SCHRIMPF, *DeFi risks and the decentralisation illusion*, *BIS Quarterly Review* (December 2021) 21.

developers, can only affect the distributed ledger in so far as their actions are accepted by nodes, but miners' actions, as long as they comply with the consensus rules, are virtually certain to be accepted. Software providers are further removed from the ledger itself, and their influence depends on whether people use their software and, if so, how. Each user's governance powers, by contrast, is more clearly defined, and their exercise is more straightforwardly ascertainable. In addition, the holders of governance tokens are in a unique position in that their influence might derive from a legal right, which they could be therefore entitled to alienate. A regime like Title V – which contains some tailored provisions but is to a large extent homogenous – would therefore be inadequate. An ulterior challenge for regulation would be defining what is meant exactly by “governance power”: one thing is Uniswap, in which developers are bound to pre-determined on-chain governance processes, and another is Ethereum, in which polls are off-chain, informal, and designed on an “ad hoc” basis. There is also the question of what percentage of voting rights amount to a sufficient concentration of power to warrant subjecting a user to regulation. Relatedly, regulators would have to determine, when multiple miners or developers collaborate, what burdens should be borne by each collaborator.

Another reason to refrain from widening the category of CASPs is that it may be unnecessary. First, Title VI sets out general rules regarding market abuse and some – about insider dealing and market manipulation – could go a long way to cover misbehaviour by non-CASPs. Second, one of the crypto community's historical ambitions is to emancipate itself from the law, and extra-legal mechanisms – like prompting a hard fork, engaging in a mining counter-attack, or threatening those actions – have already been proposed to penalise rogues.<sup>75</sup> Third, a law-maker could legitimately adopt a less sympathetic stance – that, for example, the risk of downloading flawed software is so obvious that internet users should be expected to rely on their own judgement, and that the loss deriving from the use of defective software should generally lie where it falls. Thus, the current scope of Art 3(16) can be ultimately defended on the basis of proportionality: assuming the objectives of Title V are to protect market

---

<sup>75</sup> See DRYJA (fn 21) 9:55-11:25; VORICK (fn 58) 12:50-16:35.

participants and preserve market stability, those objectives are suitably secured by the current version of MiCAR, meaning that widening the notion of “crypto-asset services”, being costly, would exceed the limits of what is appropriate and necessary.<sup>76</sup> The problem, however, is that MiCAR and the related documents do not make this argument, nor do they even acknowledge the issue.<sup>77</sup>

Turning to the term “providers”, Art 3(15) requires that a CASP be “a legal person or other undertaking”, and Recital 22 clarifies that “[w]here crypto-asset services are provided in a fully decentralised manner without any intermediary, they should not fall within the scope of this Regulation”. Two red flags are worth raising. The first is the prevailing confusion as to what decentralisation precisely is. Most commentators distinguish between centralised and decentralised activities, usually in relation to exchanges. The issue is that different commentators seem to be distinguishing between different things. Some define decentralised activities as those which are non-custodial, with clients retaining their crypto-assets and their private keys rather than to handing those over to a CASP.<sup>78</sup> Others focus not on custody, but on whether there is an off-chain orderbook – as opposed to trades being settled immediately onto the distributed ledger – in which case whoever controls that orderbook is deemed a centralised service

---

<sup>76</sup> Art 3(4) TEU. See, for example, the Opinion of A.G. CAPORTI of 7 June 1977 in Case 114/76 *Bela-Mühle* [1977] ECR 1211, part 6, and Case C-375/96 *Galileo Zaninotto v Ispettorato Centrale* [1998] ECR I-6629 para 63.

<sup>77</sup> See the Explanatory Memorandum (fn 11) 5, which appears to treat the provisions of MiCAR as exhausting the relevant “stakeholders”. This may be attributable, at least in part, to the fact that relatively few people responded to the European Commission’s consultations, that most of those respondents were incumbent businesses, and that very few were based outside of the EU, where most of the crypto innovation has been taking place: European Commission, “Summary – Consultation on a new Digital Finance strategy” (24 September 2020) <[https://finance.ec.europa.eu/document/download/a8b51884-21b6-4b06-90ed-feb6dde7c3d6\\_en?filename=2020-digital-finance-strategy-consultation-summary-of-responses\\_en.pdf](https://finance.ec.europa.eu/document/download/a8b51884-21b6-4b06-90ed-feb6dde7c3d6_en?filename=2020-digital-finance-strategy-consultation-summary-of-responses_en.pdf)> 3-5; see also <[https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12089-Directive-regulation-establishing-a-European-framework-for-markets-in-crypto-assets/public-consultation\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12089-Directive-regulation-establishing-a-European-framework-for-markets-in-crypto-assets/public-consultation_en)>.

<sup>78</sup> ESMA (fn 13) paras 36, 56-57, 105, 190-93, Appendix 1; S FOLEY-A. ASPRIS, *Market structure of cryptocurrencies*, in S. CORBET-A. URQUHART-L. YAROVAYA (eds), *Cryptocurrency and Blockchain Technology* (De Gruyter 2020) 99-100; CONSOB (fn 26) 12, 15.

provider.<sup>79</sup> Others still combine these two elements and thus derive the narrowest definition: decentralised enterprises are “automated market-makers” like Uniswap, with no custodian, no central counterparty, and no central orderbook.<sup>80</sup> One should note – and guard against – more ambiguous formulae, like decentralised businesses as those “without intermediaries”,<sup>81</sup> those which lack a “central entity”<sup>82</sup> or, even worse, those which have a “diffuse structure” instead of a “tangible structure”.<sup>83</sup> The legal landscape is a linguistic mishmash, and in fact produces apparent oxymorons such as “decentralised intermediaries”, as well as troublesome cases in which the same activity counts as decentralised under one definition but centralised under another.<sup>84</sup>

There is therefore some wisdom in the ESMA’s approach, which is to introduce an intermediate category of “hybrid” or “semi-decentralised” activities; such activities would include providing an off-chain central orderbook without storing clients’ private keys.<sup>85</sup> However, this structure is still limiting. Consider for example IDEX, which employs a “hybrid liquidity” system, comprising both a central orderbook, as if it were “semi-decentralised”, and a liquidity pool containing funds deposited by users into smart contracts, as if it were fully decentralised. When a client inputs an order, IDEX’s trading engine identifies the lowest-cost execution, (i) using funds from the liquidity pool only, (ii) matching the order against another order in the orderbook, or (iii) matching the order against an incompatible order in the orderbook and using funds from the liquidity pool to reconcile the two.<sup>86</sup> Whether IDEX functions as a semi-decentralised or a fully-decentralised service therefore varies depending on each specific trade

---

<sup>79</sup> ARAMONTE *et al* (fn 74) 26.

<sup>80</sup> FURNARI-LENER (fn 20) 89. See also ANSIDERI (fn 23) 6.

<sup>81</sup> ANSIDERI (fn 23) 6.

<sup>82</sup> LENER *et al* (fn 56).

<sup>83</sup> R. LENER-S. L. FURNARI, *Cripto-attività: prime riflessioni sulla proposta della commissione europea. Nasce una nuova disciplina dei servizi finanziari “crittografati”?*, DB Approfondimenti (October 2020) 21-22. Translation mine.

<sup>84</sup> Ansideri (fn 23) 6-7, 12. Translation mine.

<sup>85</sup> ESMA (fn 13) paras 105, 192-93. See also Svec *et al* (fn 78) 101.

<sup>86</sup> <<https://docs.idex.io/overview/how-idex-works/automated-market-makers/hl-mechanics>>. Cf the account given in Svec *et al* (fn 78) 101, which ignores the liquidity pool and therefore treats IDEX as a hybrid service; to the same effect, BLANDIN *et al* (fn 26) 27.

and, even with reference to a specific trade, cannot be ascertained until the trade goes through.<sup>87</sup> Another difficulty arises in relation to systems of “hybrid custody”, in which the market operator has one private key and its client has another, and assets can only be used if both sign off on that use.<sup>88</sup> Such an arrangement could be plausibly be deemed both fully decentralised and fully centralised. And what if, rather than *both* private keys being necessary, *either* sufficed on its own to transfer the assets? Finally, there is an unconventional argument that calls into question the very notion of decentralisation: concentrations of governance power amount to an “element of centralisation [that] can serve as the basis for recognising DeFi platforms as legal entities similar to corporations”; “certain features of DeFi blockchains favour the concentration of decision power in the hands of large coin-holders”, meaning that “some centralisation is unavoidable” for every crypto-asset service.<sup>89</sup> DeFi and MiCAR cover distinct areas – MiCAR does not apply to financial instruments – yet the question of decentralisation applies identically to both, so this argument could be applied by analogy. Admittedly, this argument seems to overestimate the tendency of distributed ledgers to centralise governance rights, and then to overestimate the degree of concentration necessary for an arrangement to be meaningfully “decentralised”. Nonetheless, there may well be egregious cases in which a person or a small class has long-term control over a distributed ledger, and in those cases the “decentralised” label may be inadequate. Hence, a more nuanced view is that decentralisation is a matter of degree, and the reference in Recital 22 to “fully decentralised” – rather than simply “decentralised” – services is praiseworthy in so far as it reflects this more nuanced perspective. However, the good of that drafting choice is undone by MiCAR’s failure to provide any further insight into how “decentralisation” should be conceptualised.

Another red flag worth briefly raising in relation to Art 3(15) is that fully decentralised activities – whatever they are – remain unregulated by MiCAR, which is questionable. This issue, however, is not legalistic, as it is clear that MiCAR does not bite. Instead, this issue reflects the

---

<sup>87</sup> Unless, that is, one had access to the trading engine and its databases and had the computational power to anticipate IDEX’s own servers.

<sup>88</sup> See BLANDIN *et al* (fn 26) 120.

<sup>89</sup> ARAMONTE *et al* (fn 74) 27-29.

inherent tension between the EU’s desire to regulate the crypto world and the crypto world’s insistence that it does not want – or even need – the interference of legal authorities. This discussion is therefore left to section 4.

### 2.5. *General points*

MiCAR’s definitional shortcomings are impliedly recognised by Art 3(2), which binds the Commission to specify technical elements of the definitions examined in this section and, in some cases, to adjust those definitions. This provision is a valuable opportunity to cure, at least in part, the ambiguities which affect MiCAR, but is not a panacea. Firstly, exercising the Art 3(2) power requires foresight, as well as the ability to formulate definitions which are both abstract and precise, and commentators argue that, as evidenced by the obscurity of EU financial regulation, the Commission is lacking in this respect.<sup>90</sup> Secondly, the Commission’s power to adjust the definitions originally laid down is rather limited. In particular, the Commission cannot redress the generalisations and lacunae identified above, except in so far as it can point to a subsequent “market development” or “technological development” which makes the adjustment necessary. Thirdly, especially if read jointly with Art 2(5), Art 3(2) seems to reflect a tendency for the EU legislature to rely excessively on other bodies. In principle, there is nothing wrong for a legislator to legislate in relatively general terms and then require another body to fill in the details; in fact, MiCAR makes heavy use of this technique, requiring the ESMA, EBA, and the ECB to issue technical standards and guidelines on a range of matters, from the proper content and form of white papers to the exchange of information between competent authorities.<sup>91</sup> However, these guidelines and standards concern the substance of individual rules contained in MiCAR, and each duty has a reasonably well-defined scope. Arts 2(5) and 3(2), by contrast, relate to definitional matters that bear heavily upon the broader scope of MiCAR itself. If, as it seems,

---

<sup>90</sup> ZETZSCHE *et al* (fn 18) 220-21.

<sup>91</sup> Arts 6(11)-(12), 14(1), 17(8), 18(6)-(7), 19(10)-(11), 21(3), 31(5), 34(13), 35(6), 36(4), 38(5), 42(4), 45(7)-(8), 46(6), 51(10), 51(14)-(15), 60(13)-(14), 61(3), 62(5)-(6), 63(11), 66(6), 67(10), 71(5), 72(5), 76(16), 81(15), 82(2), 84(4), 88(4), 92(2)-(3), 95(10)-(11), 96(3), 109(8), and 119(8).

these matters are “essential elements” of MiCAR, they fall outside the range of matters which can be lawfully delegated.<sup>92</sup> If this is correct, the institutional impropriety of Arts 2(5) and 3(2) is aggravated by the vagueness of those provisions, which effectively requires the ESMA and the Commission to determine the scope of the powers conferred. The issue is further exacerbated by the fact that these broad powers are being conferred rather surreptitiously – compared, for instance, to FSMA 2023, which delegates the task of regulating crypto-assets to another body (HM Treasury) but does so much more transparently than MiCAR.<sup>93</sup>

Until Arts 2(5) and 3(2) come to fruition, MiCAR’s legalistic defects are likely to have adverse consequences in practice: from the perspective of commercial actors, (i) introducing uncertainty and thus increasing the difficulty of navigating regulatory requirements and (ii) imposing compliance costs as commercial actors adjust to the different interpretations of MiFID II employed in different Member States; from the perspective of supervisors, (iii) encouraging forum shopping and (iv) hindering the proper coordination of supervisory actions; from the perspective of consumers, (v) preventing them from knowing the content of their rights with sufficient certainty. Crucially, these are some of the same problems which justified EU intervention in the first place.<sup>94</sup>

Nevertheless, the discussion so far sits in stark contrast with the much more flattering views expressed by the crypto world, which see MiCAR as “exemplary”,<sup>95</sup> “a model for other regulators to emulate”,<sup>96</sup> which “embraces innovation”,<sup>97</sup> and amounts to a “pragmatic solution

---

<sup>92</sup> Art 290(1) TFEU.

<sup>93</sup> See s 23.

<sup>94</sup> ESMA (fn 13) para 171-74, 178-79, 182-84; EBA (fn 15); Noble (fn 18) 7; Explanatory Memorandum (fn 11) 2-5; Recitals 5-7.

<sup>95</sup> M. CAVICCHIOLI, *MiCA: comments from Binance, Coinbase and Ripple*, in *The Cryptonomist* (21 April 2023) <<https://en.cryptonomist.ch/2023/04/21/binance-coinbase-ripple-comments-mica/>>, quoting Tom Duff Gordon.

<sup>96</sup> <[https://twitter.com/\\_RichardTeng/status/1656180694329208834](https://twitter.com/_RichardTeng/status/1656180694329208834)>.

<sup>97</sup> “Europe’s new crypto law” *Coinbase Bytes* (26 April 2023) <<https://www.coinbase.com/bytes/archive/europes-new-crypto-law>>. See also <<https://twitter.com/coinbase/status/1649104587012309010>>.



to the challenges we collectively face”.<sup>98</sup> This contrast is difficult to explain.

Perhaps, MiCAR’s linguistic ambiguities are not a drafting oversight, but a conscious legislative choice. That of crypto-assets is still an inchoate phenomenon, in that new types of crypto-assets are bound to arise, existing types of crypto-assets are bound to be put to new uses, and new services are bound to be offered. At the same time, MiCAR performs a gap-filling role, regulating the residual category of cases that is left after excepting those which are already governed by suitable measures and those which, at least for the moment, do not deserve any regulation at all.<sup>99</sup> There is thus the argument that, if MiCAR is to be truly “future-proof”, it must have some in-built slack to accommodate future developments. However, this argument should be rejected on two bases. In pragmatic terms, it is unduly far-sighted, in that it imposes considerable short-term costs – on market participants as well as supervisors – in the expectation of uncertain future benefits. There is no guarantee that the slack will ever be necessary at all, while in the meantime it will certainly hinder commerce. In more principled terms, this arrangement deals a heavy blow to the rule of law and seems to cheapen the EU legislature’s commitment to regulatory certainty. The ideal of “future-proof” legislation ought not to be an excuse for vagueness.

### 3. *Issues of content*

In terms of substance, there is much that MiCAR does well. Its treatment of the risk of money laundering, for example, is firm and comprehensive.<sup>100</sup> Firmness and comprehensiveness can at times degenerate into excessive heavy-handedness, and commentators had in fact criticised the original MiCAR proposal for subjecting custodian CASPs to an unreasonably strict liability, towards their clients, “for loss

---

<sup>98</sup> R. BROWNE, *EU lawmakers approve world’s first comprehensive framework for crypto regulation*, in *CNBC* (20 April 2023) <<https://www.cnbc.com/2023/04/20/eu-lawmakers-approve-worlds-first-comprehensive-crypto-regulation.html>>.

<sup>99</sup> See Recital 4. See also ESMA (fn 13) paras 127, 130-31, 151, 174, 178-80; EBA (fn 15) paras 28-29; ANNUNZIATA (fn 18) 12, 14; ZETZSCHE *et al* (fn 18) 219-20.

<sup>100</sup> See Arts 18, 21(2)(e), 24(1)(g), 34(1)-(4), 60(7)(b)(ii), 62(2)-(3), 63(6), 64(1)(f), 68, and 76(1)(a) and (7)(h).

of crypto-assets ... resulting from a malfunction or hacks up to the market value of the crypto-assets lost”.<sup>101</sup> Happily, this concern was addressed during the legislative process, and the final version of MiCAR takes a more balanced approach, providing that liability does not bite unless the loss results from an incident “attributable” to the CASP. Importantly, MiCAR recognises that “attribution” is a vague concept and addresses this vagueness: first, it clarifies that an incident is not attributable to a CASP if “it occurred independently of the provision of the relevant service, or independently of the operations of the crypto-asset service provider”; then, it offers an example of a non-attributable event, “such as a problem inherent in the operation of the distributed ledger that the crypto-asset service provider does not control”;<sup>102</sup> finally, it stipulates elsewhere that cyber-attacks and malfunctions suffered by a CASP do give rise to liability.<sup>103</sup> The test provided is not exhaustive, nor are the clarifications perfectly clear, but in this instance the EU legislature has made a convincing effort to provide a sufficiently solid legalistic backing to the rules laid down. However, some problematic rules remain.

### 3.1. *Credit Institutions*

Credit institutions authorised under Directive 2013/36/EU enjoy preferential treatment under MiCAR. Specifically, credit institutions wishing to offer asset-referenced tokens to the public, or seeking admission to trading of asset-referenced tokens, are exempt from the authorisation requirement set out in Arts 18 and 20-21, and must instead comply with the slimmer procedure set out in Art 17.<sup>104</sup> Similarly, credit institutions wishing to provide crypto-asset services need not apply for authorisation under Art 63, and may simply notify the competent authority in accordance with Art 61.<sup>105</sup> These provisions have led some to accuse MiCAR of creating an uneven playing field which favours large incumbents.<sup>106</sup> However, this criticism seems to

---

<sup>101</sup> Art 67(8). See ZETZSCHE *et al* (fn 18) 217-18.

<sup>102</sup> Art 75(8).

<sup>103</sup> Recital 83.

<sup>104</sup> Art 16(1).

<sup>105</sup> Art 59(1). See also Art 70.

<sup>106</sup> VAN DER LINDEN-SHIRAZI (fn 24) 24.

underestimate the burdensome requirements, contained in Directive 2013/36/EU, which credit institutions must satisfy to be authorised. For MiCAR to subject credit institutions to the same procedural onera as their competitors – not authorised under Directive 2013/36/EU – would impose a dual burden on credit institutions. *That* would constitute an unequal playing field.<sup>107</sup> Credit institutions may well have a “competitive advantage” relative to market newcomers, but that advantage is attributable not to MiCAR’s differential rules, but to the underlying fact that credit institutions entered the market earlier.

A similar issue arises from Art 48(1)(a) which, by providing that only authorised credit institutions and electronic money institutions can lawfully issue e-money tokens, seems to restrict market access and once again skew the playing field.<sup>108</sup> Here, the justification is that e-money tokens perform the same function as electronic money as defined in Directive 2009/110/EC – that is, to act as “surrogates for coins and banknotes”.<sup>109</sup> In fact, MiCAR formally recognises e-money tokens as a form of electronic money and, as a matter of substance, extends to holders of e-money tokens the distinctive right enjoyed by holders of electronic money – that is, a claim against the electronic money issuer to “redeem, at any moment and at par value, the monetary value of the electronic money held”.<sup>110</sup> In this light, the market for electronic money – and, it follows, e-money tokens – is a peculiar sort of playing field, where market participants are expected to play by peculiar rules. It is in its very nature to be uneven.

### 3.2. *The “disproportionate burden” provisions*

Arts 4(2)-(3), 16(2), and 48(4) have already been discussed from a legalistic perspective: they create exceptions where MiCAR does not bite, but rely on the blurry notions of “asset-referenced token” and “utility token”, contributing to MiCAR’s legalistic deficiencies. However, there are also good substantive objections to raise, as

---

<sup>107</sup> See Recitals 44 and 78 of the final version of MiCAR; Recitals 28 and 54 of the MiCAR proposal.

<sup>108</sup> VAN DER LINDEN-SHIRAZI (fn 24) 24.

<sup>109</sup> Recital 18.

<sup>110</sup> Arts 48(2) and 49(2)-(4); Recitals 19 and 67.

proportionality – the putative basis for these exemptions – does not appear, at least at first glance, to be fully reflected in these provisions.

Commentators have already pointed out that, under the Prospectus Regulation, transferable securities are subject to the prospectus requirement only if the (yearly) volume of their issue exceeds €8 million, which is a higher threshold than what MiCAR sets for Title II (€1 million). This outcome is puzzling, in that regulation bites earlier for “a simple utility token” than it does for a security token, despite the fact that the offer of security tokens seems, if anything, more likely to affect market stability. Ultimately, the problem is deemed to lie with Art 4(2) of MiCAR, which sets too low a threshold and, therefore, fails to relieve issuers of some disproportionate regulatory burdens<sup>111</sup>.

Another possible objection is that MiCAR does not explain why these exceptions are wider for Title II, narrower for Title III, and narrower still for Title IV. If it is disproportionate to regulate the offer of utility tokens to fewer than 150 persons per Member State, for example, why is it proportionate to regulate an analogous offer of asset-referenced tokens or e-money tokens? There is a good argument that asset-referenced tokens and e-money tokens might, if widely adopted, pose an egregious threat to market stability,<sup>112</sup> but it does not follow that small issues of asset-referenced tokens or e-money tokens are any riskier than small issues of utility tokens. Furthermore, if it is necessarily disproportionate to regulate the offer of an asset-referenced token which has an average outstanding value of €5 million, why is the analogous exemption only “optional” for e-money tokens? In fact, some commentators proposed a general €8 million threshold, common to all crypto-assets within the scope of MiCAR,<sup>113</sup> which would seem much more consistent with the principle of proportionality.

At best, there ought to be some other consideration which explains why crypto-assets, and in particular asset-referenced and e-money tokens, deserve such harsh a treatment.

### 3.3. *The “store of value” and “means of exchange” provisions*

---

<sup>111</sup> ZETZSCHE *et al* (fn 18) 223.

<sup>112</sup> See Recital 40.

<sup>113</sup> ZETZSCHE *et al* (fn 18) 223.

Issuers of asset-referenced tokens and e-money tokens, as well as CASPs who provide services in respect of asset-referenced tokens and e-money tokens, are prohibited from granting interest in relation to those tokens.<sup>114</sup> The justification offered in the Preamble is that allowing payment of interest would increase the risk of crypto-assets being used as a store of value.<sup>115</sup> But what would be so objectionable about crypto-assets being used for that purpose?

One explanation is that these provisions are meant to strengthen the distinction between MiCAR and MiFID II. On this view, using crypto-assets as a store of value is not inherently objectionable, but constitutes a “financial” application of crypto-assets, therefore should be permitted only if MiFID II is complied with. If complying with MiCAR were sufficient for an issuer or CASP to grant interest, there would be a grave risk of securities legislation being circumvented.<sup>116</sup> Thus, the “store of value” rules perform a purely taxonomical function, double-checking that arrangements like farming fall outside of MiCAR. However, this interpretation does not explain why this double-check should be limited to asset-referenced tokens and e-money tokens. After all, Title-II crypto-assets like Bitcoin are routinely farmed too and give rise to the same risk of mis-classification.

Another explanation for the “store of value” provisions is that they are meant to further a substantive objective: the more asset-referenced tokens and e-money tokens are used to store value, the less will official currencies be used for that same purpose; discouraging this phenomenon – and encouraging the use of the Euro – is essential for the EU to retain its monetary prerogatives.<sup>117</sup> There is much to support this reading, starting from MiCAR’s Explanatory Memorandum,<sup>118</sup> as well as the various provisions of MiCAR itself which expressly recognise the concern for monetary sovereignty as a legitimate basis for EU authorities to exercise wide discretionary powers to interfere heavily in crypto markets.<sup>119</sup> This account also explains why MiCAR

---

<sup>114</sup> Arts 40 and 50.

<sup>115</sup> Recitals 58 and 68.

<sup>116</sup> ZETZSCHE *et al* (fn 18) 216; TOMCZAK (fn 10) 374.

<sup>117</sup> See Recital 41 of the MiCAR proposal; ECB (fn 9) section 2; LENER-FURNARI (fn 83) 3, 12.

<sup>118</sup> Explanatory Memorandum (fn 11) 2-3.

<sup>119</sup> Arts 17(5), 21(4), 24(2), 24(3), and Art 25(4).

does not apply to CBDCs which, unlike privately-issued cryptocurrencies, do not call into question central banks' monetary sovereignty, and instead are the very expression of that sovereignty.<sup>120</sup> One might note that CBDCs are mentioned only in the Preamble, while the body of MiCAR provides an exception for “the ECB, central banks of the Member States when acting in their capacity as monetary authorities, [and] other public authorities of the Member States”.<sup>121</sup> Accordingly, “two-tier” CBDC models – issued by private intermediaries, as in the case of the Aurum prototype<sup>122</sup> – are caught by MiCAR. This outcome seems to have been interpreted by some commentators as a drafting oversight,<sup>123</sup> but an alternative interpretation is that this is a conscious legislative choice aimed at further denying that private persons may have any monetary authority.<sup>124</sup> Indeed, there is hardly anything new in the argument that

---

<sup>120</sup> See M. RASKIN-D. YERMACK, *Digital Currencies, Decentralized Ledgers, and the Future of Central Banking*, NBER Working Paper 22238 (May 2016) <<http://www.nber.org/papers/w22238>>; BANK OF ENGLAND and HM TREASURY, *The digital pound: a new form of money for households and businesses?*, in CP 797 (February 2023) 25-28; ECB, *Opinion of the European Central Bank of 31 October 2023 on the Digital Euro*, in CON/2023/34 paras 8.3-4. Indeed, some have even questioned whether CBDCs, in enhancing the efficient administration of monetary policy, could lend themselves to facilitating egregiously unwise monetary policies, as in the case of “helicopter drops”: O. WARD-S. ROCHEMONT, *Understanding Central Bank Digital Currencies (CBDC)*, an addendum to *A. Cashless Society – Benefits, Risks and Issues (Interim paper)*, Institute and Faculty of Actuaries (2019) para 3.4.3.

<sup>121</sup> Art 2(2)(c).

<sup>122</sup> See HONG KONG MONETARY AUTHORITY, *Project Aurum – A Prototype for Two-tier Central Bank Digital Currency (CBDC)*, in *BIS Innovation Hub* (October 2022) <<https://www.bis.org/publ/othp57.pdf>>.

<sup>123</sup> ZETZSCHE *et al* (fn 18) 223-24. See also ECB (fn 120) para 2.2, 6.1, which instead favours a two-tier model whereby a digital euro would be “distributed” by payment services providers; ECB, *A stocktake on the digital euro – Summary report on the investigation phase and outlook on the next phase* (October 2023) <[https://www.ecb.europa.eu/paym/digital\\_euro/investigation/profuse/shared/files/de\\_docs/ecb.dedocs231018.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/paym/digital_euro/investigation/profuse/shared/files/de_docs/ecb.dedocs231018.en.pdf)> section 3.

<sup>124</sup> See BANK OF ENGLAND AND HM TREASURY (fn 120) 53, which contemplates private businesses interacting directly with users – providing pass-through wallets, for example – but never issuing digital pounds in exchange for other forms of money, which would instead occur on a ledger administered by the Bank of England. On the difficulties of implementing a two-tier model, which would presumably rely on payment services providers while dealing a heavy blow to the business model of many financial intermediaries, see Ward and Rochemont (fn 120) paras 3.5-6. Cf C.

public authorities have a tendency to stymie monetary competition to protect their own monetary powers<sup>125</sup> and – although some have argued that currency competition is not feasible,<sup>126</sup> and others have argued that governments are ultimately not all that hostile to some degree of privatisation in the monetary system<sup>127</sup> – the EU legislator seems acutely aware of the risk of parallel currencies supplanting the Euro.

The concern for monetary sovereignty could also justify the restrictions imposed by MiCAR on the issue of asset-referenced tokens used widely as a means of exchange.<sup>128</sup> At one point in the Preamble, the EU legislator appears to justify these restrictions in terms of the “protection of holders ... in particular retail holders”.<sup>129</sup> However, if this really is the justification, it is unconvincing: there is nothing to suggest that a widely-adopted token is any riskier than a less widespread alternative; if anything, it is the less prominent crypto-assets which risk being instruments of fraud. Shortly afterwards, the EU legislator mentions “market integrity”, but again this would be a questionable justification: if a market lacks integrity, one would expect a regulator to impose heavier prudential requirements on the key market participants; setting a cap on the volume of that market, by contrast,

---

CATALINI-W DAI LI-A DE GORTARI-A. LILLEY, *From Stablecoins to CBDCs: The Public Benefits of a Public-Private Partnership*, in (16 December 2021) <<https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3986192>>; U. BINDSEIL, *Tiered CBDC and the financial system*, ECB Working Paper 2351 (January 2020); U. BINDSEIL *et al*, *Digital euro: Debunking banks' fears about losing deposits*, in *The ECB Blog* (19 February 2024) <<https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2024/html/ecb.blog20240219~ccb1e8320e.en.html>>.

<sup>125</sup> See F. A. HAYEK, *Denationalisation of Money. The Argument Refined* (3<sup>rd</sup> edn, Institute of Economic Affairs 1990) 32-33, 118-21. See also J. U. BLANCHARD III-F. A. HAYEK, *Exclusive Interview with F.A. Hayek*, Policy Report (May/June 1994) <[https://www.youtube.com/watch?v=s-k\\_Fc63tZI](https://www.youtube.com/watch?v=s-k_Fc63tZI)>; G. SELGIN, *Paul Krugman and the 'Ersatz' Theory of Private Currencies*, in *Cato at Liberty Blog* (9 June 2022).

<sup>126</sup> See M. FRIEDMANN-A. J. SCHWARTZ, *Has Government Any Role in Money?*, in A. J. SCHWARTZ, *Money in a Historical Perspective* (1987 University of Chicago Press). But see HAYEK (fn 122) 56.

<sup>127</sup> See O. ISSLER, *Hayek – currency competition and European monetary union Annual Hayek Memorial Lecture*, in *Institute of Economic Affairs* (27 May 1999) 8-12; A. TEBBLE, *Friedrich Hayek: Prophet of Cryptocurrency?*, in *Centre for the Study of Governance and Society Blog* (28 January 2021).

<sup>128</sup> Art 23.

<sup>129</sup> Recital 40 of the final version; Recital 25 of the MiCAR Proposal.

does nothing to enhance its integrity, and may even damage the market. A better rationale – mentioned in the MiCAR Proposal – is monetary sovereignty: the use of alternative means of exchange undermines the Euro, and the Euro is therefore strengthened by capping the circulation of the most threatening crypto alternatives.<sup>130</sup> If this is correct, it would also seem to follow that smaller issues of asset-referenced and e-money tokens, being more likely to circulate widely, deserve to attract the rules of Titles III-IV too; thus, this view explains why the exceptions created by Arts 16(2) and 48(4) are narrower than those under Art 4(2)-(3).

If asset-referenced tokens and e-money tokens are deemed to be “significant” – in terms of their customer base, market capitalisation, or transaction rate – their issuers are additionally subject to heavier prudential requirements and the EBA’s supervision.<sup>131</sup> Here, the concern for monetary sovereignty is expressly recognised as a justification.<sup>132</sup> The same rationale seems to underlie the provisions laid down for “significant” CASPs.<sup>133</sup>

However, this “monetary sovereignty” account is problematic. A first problem with these arrangements is the incoherent treatment of e-money tokens. On the one hand, they are recognised as electronic money and, presumably for that reason, are not subject to the “means of exchange” rules. Indeed, one of the key functions of money is to be used for payments, so it would be absurd to restrict the issue of electronic money simply because it is performing that function successfully. On the other hand, storing value is a key function of money too,<sup>134</sup> yet MiCAR expressly sets out to discourage the use of e-money tokens as a store of value. Admittedly, there is a good argument that e-money tokens risk giving rise to a parallel monetary system, undermining the EU’s ability to pursue an effective monetary policy. However, if that is the case, it is difficult to understand why the EU

---

<sup>130</sup> Recital 4.

<sup>131</sup> Chapter 5 of Title III; Chapter 2 of Title IV.

<sup>132</sup> Recitals 59, 71, 102, and 104. See also MAUME (fn 23) 267 and the broader reference to “systemic risk” in ZETZSCHE *et al* (fn 18) 216.

<sup>133</sup> Chapter 5 of Title V.

<sup>134</sup> W. S. JEVONS, *Money and the Mechanism of Exchange* (D. Appleton & Company 1875) 15-16; M. FRIEDMAN-A. H. MELTZER, “Money”, in *Encyclopedia Britannica* <<https://www.britannica.com/money/topic/money>>; I Asmundson and C Oner, “What is Money?” (2012) *Finance & Development* 52.



should be so tolerant towards issuers of significant e-money tokens, who are capable of meaningfully affecting the supply of electronic money but are only subject to relatively trivial prudential requirements like liquidity stress testing.<sup>135</sup>

A second, related, problem lies in the treatment of asset referenced tokens: on the one hand, holders of asset-referenced tokens are conferred significant rights on the basis that asset-referenced tokens are likely to be used as a means of exchange;<sup>136</sup> on the other hand, those same holders are penalised when their tokens succeed as a means of exchange and further issues are hence restricted.

A third problem is the surprising lenience of Title II. Bitcoin or Ether, for instance, may well supplant official currencies – as in El Salvador, where Bitcoin is recognised as legal tender<sup>137</sup> – yet are completely unaffected by the “store of value” provisions, the “means of exchange” provisions, and the “significant issuer” provisions. This is especially surprising considering how popular these crypto-assets are, how volatile they are, and how fiercely they are criticised by many commentators.<sup>138</sup> Considering how often the draftsmen congratulate themselves for their “future-proof” work, it is especially surprising that they overlooked algorithmic crypto-currencies, which continue marketing themselves as “stable” yet seem to be anything but that.<sup>139</sup>

---

<sup>135</sup> Arts 45(4) and 58(1)(a).

<sup>136</sup> See Recitals 40, 56, and 85.

<sup>137</sup> See L. BELSIE, *El Salvador's Experiment with Bitcoin as Legal Tender*, (2022) 7 *The NBER Digest* 4.

<sup>138</sup> K. COSTELLOE, *Bitcoin 'Ought to Be Outlawed,' Nobel Prize Winner Stiglitz Says*, in *Bloomberg.com* (29 November 2017). C. Parker, “Robert Shiller: Bitcoin is just an 'interesting experiment'” *World Economic Forum* (25 January 2018) <<https://www.weforum.org/agenda/2018/01/robert-shiller-bitcoin-is-just-an-interesting-experiment/>>. C. NEWLANDS, *Stiglitz, Roubini and Rogoff lead joint attack on bitcoin* *Financial News* (4 July 2018) <<https://www.fn.london.com/articles/stiglitz-roubini-and-rogooff-lead-joint-attack-on-bitcoin-20180709>>.

K. CHIGLINSKY, *Avoid 'Evil' Bitcoin and Stay Sane: Investing Wisdom from Buffett and Munger*, in *Bloomberg.com* (2 May 2022).

<sup>139</sup> R. CLEMENTS, *Built to Fail: The Inherent Fragility of Algorithmic Stablecoins*, in (2021) 11 *Wake Forest Law Review Online* 131. W. ZHAO-H. LI-Y. YUAN, *Understand Volatility of Algorithmic Stablecoin: Modeling, Verification and Empirical Analysis*, in M. BERNHARD-A. BRACCIALI-L. GUDGEON-T. HAINES-A. KLAGES-MUNDT-S. MATSUO-D. PEREZ-M. SALA-S. WERNER (eds), *Financial Cryptography and Data Security*, Revised Selected Papers of the Financial

A fourth problem is one of appearance. The only case in which these provisions become necessary to preserve the EU's monetary sovereignty is if a significant number of persons deem it preferable to use crypto-assets instead of the Euro. Such a situation, however, would in all likelihood be indicative of some serious problem in the management of the Euro. One would then expect the EU to address that underlying monetary problem – and not, as MiCAR instead seems to do, to suppress freedom of choice, most outrageously by prohibiting the issue of crypto-assets. Intervening in the crypto-currency market may be a legitimate “plan B”, but the EU legislature seems to be entirely ignoring “plan A” – that is, the EU properly performing its monetary functions, succeeding in the currency market on its own merits, and preventing its monetary authority from being called into question in the first place.<sup>140</sup> This apparent self-doubt, on the EU's part, is quite unflattering.

### 3.1. *An overriding strategy*

The substantive problems identified – from the narrow scope of the “disproportionate burden” exceptions, to the ambiguous treatment of e-money tokens, to the EU's apparent self-doubt – seem to stem from the absence of an intelligible overriding strategy as to how crypto-assets should be regulated.

One key difficulty in regulating markets crypto-assets is that the socio-economic merits of crypto-assets are a controversial issue. One dimension to this controversy relates to the idea of monetary competition in general. Some argue that the State's monopoly of the currency market has “frozen” money in “its most primitive form”.<sup>141</sup> Others argue that wise monetary policy is highly valuable, and that monetary competition – even if it were possible – would undermine the

---

Cryptography 2021 International Workshops, 5 March 2021 (Springer). L. WINTERMEYER, *From Hero To Zero: How Terra Was Toppled In Crypto's Darkest Hour*, in *Forbes* (25 May 2022) <<https://www.forbes.com/sites/lawrencewintermeyer/2022/05/25/from-hero-to-zero-how-terra-was-toppled-in-cryptos-darkest-hour/?sh=171a8466389e>>.

<sup>140</sup> Cf IMF (fn 18) paras 34-39.

<sup>141</sup> See fn 125.

proper administration of monetary policy.<sup>142</sup> Others still attempt to strike an intermediate position, arguing that the existence of private currencies, if kept in check by regulators, could enhance efficiency.<sup>143</sup> Another dimension to this controversy is specific to crypto-assets. Highly reputable voices have strongly criticised crypto-assets for lacking any inherent value and thus only lending themselves to speculation and fraud (where both are, impliedly, considered unmeritorious activities).<sup>144</sup> Indeed, the ESMA has gone as far as to imply that crypto-assets are “illegitimate”.<sup>145</sup> Others, especially within the crypto world, have taken a very different view, praising the DLT phenomenon for reducing the intermediary costs<sup>146</sup> and, relatedly, widening access to networks which were previously inaccessible to

---

<sup>142</sup> See fn 126.

<sup>143</sup> See fn 127. See also Catalini et al (fn 124) 4, 6-11.

<sup>144</sup> S. RUSSOLILLO-E-Y JEONG, *Cryptocurrency Exchanges Are Getting Hacked Because It's Easy*, in *The Wall Street Journal* (16 July 2018) <<https://www.wsj.com/articles/why-cryptocurrency-exchange-hacks-keep-happening-1531656000>>. P. KRUGMAN, *Crypto Is Crashing. Where Were the Regulators?*, in *The New York Times* (11 July 2022) <<https://www.nytimes.com/2022/07/11/opinion/cryptocurrency-federal-reserve.html>>. P. KRUGMAN, *Is This the End Game for Crypto?*, in *The New York Times* (17 November 2022) <<https://www.nytimes.com/2022/11/17/opinion/crypto-banks-regulation-ftx.html>>. S. CECCHETTI-K. SCHOENHOLTZ, *Let crypto burn: Just say no to legitimacy-inferring regulation*, in *Financial Times* (19 November 2022) <<https://www.ft.com/content/ac058ede-80cb-4aa6-8394-941443eec7e3>>. See also fn 138.

<sup>145</sup> ESMA (fn 13) paras 88, 185.

<sup>146</sup> See D. MILLS-K. WANG-B. MALONE-A. RAVI-J. MARQUARDT-C. CHEN-A. BADEV-T. BREZINSKI-L. FAHY-K. LIAO-V. KARGENIAN-M. ELLITHORPE-W. NG-M BAIRD, *Distributed ledger technology in payments, clearing, and settlement*, in Finance and Economics Discussion Series 2016-095, Board of Governors of the Federal Reserve System (December 2016) <<https://doi.org/10.17016/FEDS.2016.095>>; C. CATALINI, et al (fn 124) 4, 6-11; S. CORBET, *Evaluating a decade of cryptocurrency development: Navigating financial progress through technological and regulatory ambiguity*, in S. CORBET-A. URQUHART-L. YAROVAYA (eds), *Cryptocurrency and Blockchain Technology*, Berlino, 2020, 189, 192. Cf D. EASLEY-M. O'HARA-S. BASU, *From mining to markets: The evolution of bitcoin transaction fees*, in (2019) 134 *Journal of Financial Economics* 91; IMF (fn 18) 9-10; E. BUDISH, *Trust at Scale: The Economic Limits of Cryptocurrencies and Blockchains*, Becker Friedman Institute Working Paper 2022-83 (December 2023).

some (“banking the unbanked”).<sup>147</sup> Others still take an intermediate view, recognising that the crypto phenomenon benefits society in some respects but, if left to its own devices, can damage society in other respects.<sup>148</sup> On this view – the easiest to defend – regulation necessarily entails a balancing exercise between, on one side, the risks of market failure which regulation seeks to correct and, on the other side, the risks of government failure which regulation introduces.

The problem is that MiCAR does not express any conclusive view as to the overall merits of crypto-assets, nor does it attempt to balance – in transparent terms – the conflicting interests at play. Instead, the EU legislature commits to a plethora of lofty objectives, from “support[ing] innovation and fair competition”, to “ensuring a high level of protection of retail holders and the integrity of markets in crypto-assets”, to “maintain[ing] the competitiveness of the Member States on international financial and technological markets and provid[ing] clients with significant benefits in terms of access to cheaper, faster and safer financial services and asset management”.<sup>149</sup> But, by aspiring to everything at once, the EU legislature aspires to nothing in particular.<sup>150</sup> At a micro level, the consequences of this lack of direction include the internally-inconsistent treatment of asset-referenced tokens and e-money tokens. At a macro level, MiCAR’s aimlessness is reflected in the responses which MiCAR as a whole has hitherto attracted. In

---

<sup>147</sup> J. ENGLAND, *Crypto regulations and building financial inclusion*, in *FinTech Magazine* (24 April 2023) <<https://fintechmagazine.com/articles/crypto-regulations-and-building-financial-inclusion>>. Cf Y. FANUSIE, *Stop Saying You Want To Bank The Unbanked*, in *Forbes* (1 January 2021) <<https://www.forbes.com/sites/yayafanusie/2021/01/01/stop-saying-you-want-to-bank-the-unbanked/>>.

<sup>148</sup> See, for example, Christian Catalini’s body of work: C. CATALINI, *How Blockchain Applications Will Move Beyond Finance*, in *Harvard Business Review* (2 March 2017); C. CATALINI, *How Blockchain Technology Will Impact the Digital Economy*, in *Oxford Business Law Blog* (24 April 2017); C. TUCKER-C. CATALINI, *What Blockchain Can’t Do*, in *Harvard Business Review* (28 June 2018); C. CATALINI-GANS (fn 57); CATALINI *et al* (fn 124). See also B. CARSON-G. ROMANELLI, P. WALSH-A. ZHUMAEV, *Blockchain beyond the hype: What is the strategic business value?* in *McKinsey Digital* (19 June 2019).

<sup>149</sup> Recital 4.

<sup>150</sup> On the EU’s historical tendency to use “economic clichés” and delegated law-making to obscure the trade-offs which underlie legislative measures, see K. LAGENBUCHER, *Economic Transplants*, in (CUP 2017) ch 8.

particular, some have argued that MiCAR focuses on protecting investors and promoting innovation at the cost of taking a relaxed view to financial stability,<sup>151</sup> while others effectively make the inverse argument, that MiCAR is unduly restrictive towards markets and innovation.<sup>152</sup> Some have argued that the barriers to market entry created by MiCAR will unduly harm competition,<sup>153</sup> while others argue, quite to the contrary, that the white paper requirement, as detailed in MiCAR, is “very liberal”.<sup>154</sup>

MiCAR’s woolly approach to crypto-assets can be compared to the more principled stance taken in the US where, principally through the SEC’s enforcement actions<sup>155</sup> and to a lesser extent through legislative initiatives,<sup>156</sup> crypto markets are being heavily curtailed. This stance has attracted much criticism<sup>157</sup> but, at least, has the distinctive merits of coherence and transparency.

---

<sup>151</sup> E. D. MARTINO, *Regulating Stablecoins as Private Money between Liquidity and Safety. The Case of the EU ‘Market in Crypto Asset’ (MiCA) Regulation*, in Amsterdam Law School Legal Studies Research Paper 2022-27.

<sup>152</sup> G. FERRARINI-P. GIUDICI, *Digital Offerings and Mandatory Disclosure: A Market-Based Critique of MiCA*, European Corporate Governance Institute Working Paper 605/2021; VAN DER LINDEN- SHIRAZI (fn 24) 24. See ALSO LENER-FURNARI (fn 83) 21; TOMCZAK (fn 10) 368-69.

<sup>153</sup> FURNARI-LENER (fn 20) 99; ANSIDERI (fn 23) 12.

<sup>154</sup> F. ANNUNZIATA (fn 18) 11. Cf C. FRIGENI (fn 23) 28-29.

<sup>155</sup> See fn 19. More comprehensively, see SEC, *Crypto Assets and Cyber Enforcement Actions*, in *SEC.gov* <<https://www.sec.gov/spotlight/cybersecurity-enforcement-actions>>.

<sup>156</sup> See, for example, the Crypto-Asset National Security Enhancement and Enforcement Act (S. 2355).

<sup>157</sup> J. BRITO, *The CANSEE Act is a messy, arbitrary, and unconstitutional approach to DeFi*, in *CoinCenter.com* (20 July 2023) <<https://www.coincenter.org/the-cansee-act-is-a-messy-arbitrary/>>; N. ANTHONY, *More Senators Target Financial Privacy with ‘CANSEE Act*, in *Cato at Liberty* (25 July 2023) <<https://www.cato.org/blog/more-senators-target-financial-privacy-cansee-act>>. See also the ongoing litigation between the SEC and Coinbase: D. MICHAELS-V. GE HUANG, *Judge Questions SEC’s Claim to Regulate Coinbase*, in *Wall Street Journal* (17 January 2024) <<https://www.wsj.com/finance/regulation/judge-questions-secs-claim-to-regulate-coinbase-ae2f240c>>.

#### 4. *Inherent issues*

Finally, there are problems with the very notion of the EU attempting to regulate markets in crypto-assets – regardless, that is, of exactly which activities are regulated by MiCAR and regardless of how exactly those activities are regulated. These problems are attributable, in short, to the fact that industry being regulated is consciously designed to escape regulation, and in fact possesses three features which could render traditional forms of regulation, like MiCAR, largely sterile.

##### 4.1. *The cross-border dimension*

At this point, to say that the crypto phenomenon transcends national borders is something of a banality.<sup>158</sup> In fact, this idea lies at the very heart of MiCAR's legal basis, Art 114 TFEU. In this respect, the EU legislature points out that, in the absence of Community-wide rules, there is a very real risk of national rules diverging. For Member States, the risk is of regulatory arbitrage undermining national regulation. For those who participate in crypto markets, the risk is of regulatory

---

<sup>158</sup> MILLS *et al* (fn 146) 18-19; ESMA (fn 13) paras 9, 11; J. SARRA-L. GULLIFER, *Crypto-claimants and bitcoin bankruptcy: Challenges for recognition and realization* in (2019) 28 *International Insolvency Review* 233, 261; EXPERT GROUP ON REGULATORY OBSTACLES TO FINANCIAL INNOVATION, 30 *Recommendations on Regulation, Innovation and Finance*, Final Report to the European Commission (December 2019) 44, 58, and 70; A. URQUHART-L. YAROVAYA, *Introduction to cryptocurrencies*, in A. URQUHART-L. YAROVAYA (eds), *Cryptocurrency and Blockchain Technology*, Berlino, 2020, 3; S. CORBET-D. J. CUMMING, *The Wild West of ICOs*, in A. URQUHART-L. YAROVAYA (eds), *Cryptocurrency and Blockchain Technology*, Berlino, 2020; I. SALAMI, *Financial Crime Update*, in (2020) 35 *BJIBFL*, 496, 498; A. GURREA-MARTINEZ-N. REMOLINA, *Global Challenges and Regulatory Strategies to Fintech* in (2020) 36 *Banking & Finance Law Review*, 39; OECD (fn 53) 16 and 43; FINANCIAL STABILITY BOARD, *International Regulation of Crypto-asset Activities: A proposed framework – questions for consultation*, (11 October 2022); IMF, *Elements of effective policies for crypto-assets*, (February 2023) <<https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/PP/2023/English/PPEA2023004.ashx>>; AGENZIA DELLE ENTRATE (fn 18) 12.

fragmentation distorting competition and, by creating uncertainty and complexity, imposing unnecessary costs.<sup>159</sup>

The EU legislature's argument would be perfectly sound, were it not that it focuses on the EU alone, overlooking the possibility of third countries setting out different regulatory regimes. On the one hand, those who wish to participate in crypto markets, if dissatisfied with MiCAR, may well have the opportunity to relocate to a third country, greatly weakening the effectiveness of MiCAR. Indeed, the EU legislature's haste in drawing up regulation may not play in the EU's favour, and may in fact draw issuers and CASPs – especially those of a significant size – away from the Continent. Admittedly, the recent developments in the US suggest that the stateside environment is not any friendlier to crypto enthusiasts. Nevertheless, some commercial actors may be especially put off by the aimlessness and ambiguity of MiCAR, and may actually prefer the harsher but clearer regime in place in the US.<sup>160</sup> Regardless, this is an opportunity for other jurisdictions to seize the opportunity which the EU and US seem to have foregone: the recent reforms in the UK, for example, require the domestic regulators to exercise their powers, “as far as reasonably possible”, to enhance the international competitiveness of the UK economy and foster its medium-to-long-term growth;<sup>161</sup> these duties, while rather open-textured, may find fertile ground in the crypto world.<sup>162</sup> On the other

---

<sup>159</sup> Recitals 4-6 and 112. These justifications are echoed by other EU institutions and commentators: see ESMA-EBA-EIOPA, *FinTech: Regulatory Sandboxes and Innovation Hubs*, JC 2018 74, paras 95 and 110; E. NOBLE, (fn 18) 2, 9, 11, and 15.

<sup>160</sup> See G GENSLER, *Statement on the Approval of Spot Bitcoin Exchange-Traded Products*, SEC Statement (10 January 2024) <<https://www.sec.gov/news/statement/gensler-statement-spot-bitcoin-011023>>.

<sup>161</sup> See ss 1B-1EB and 2H FSMA 2000, amended by s 25 FSMA 2023. See also s 26 FSMA 2023.

<sup>162</sup> More aspirationally, see HM TREASURY, *Future financial services regulatory regime for cryptoassets: Response to the consultation and call for evidence*, October 2023, paras 4.14, 5.15, 6.3, 6.5, and 7.6. More concretely, see the Financial Conduct Authority's announcement, dated 11/03/2024, that it “will not object to requests from Recognised Investment Exchanges (RIEs) to create a UK listed market segment for cryptoasset-backed Exchange Traded Notes” <[131](https://www.fca.org.uk/news/statements/fca-updates-position-cryptoasset-exchange-traded-notes-professional-investors#:~:text=The%20Financial%20Conduct%20Authority%20(FCA,Exchange%20Traded%20Notes%20(cETNs))></a>>.</p>
</div>
<div data-bbox=)

hand, those who wish to engage in a crypto activity across the EU's external border remain vulnerable to the complexity and uncertainty of regulatory fragmentation, for example in relation to the MiCAR-MiFID divide. These are the same sort of concerns which justified MiCAR in the first place.

Undeniably, the EU's regulatory jurisdiction is limited, and the EU cannot single-handedly lay down a global regime for markets in crypto-assets. Nevertheless, there is much that the EU can do, instead of simply devising a self-centred regulatory regime like MiCAR, to properly address the cross-border dimension of crypto-assets. Many institutions, for instance, have argued that resources should be spent on developing a single international attempt at regulation<sup>163</sup> or, at least, on developing procedures for different regulators to engage in dialogue and coordinate their efforts.<sup>164</sup> MiCAR does set out some mechanisms to involve the regulatory authorities of third countries in the enforcement of MiCAR. However, those mechanisms are limited and, moreover, are primarily phrased as if they were concessions, on the EU's part, towards third countries, which does not appear to be a tone conducive to fruitful collaboration.<sup>165</sup> Similarly, Art 140(2)(v) leaves the door open for an equivalence regime, but depicts it as a rather remote possibility.

Another worthwhile exercise would be to lay down the linguistic, conceptual, and strategic foundations on which regulatory efforts – both Community-level and more broadly international – ought to be based.<sup>166</sup> Rather than describing crypto-assets as “representations”, for

---

<sup>163</sup> ASIAN DEVELOPMENT BANK, *Distributed Ledger Technology and Digital Assets: Policy and Regulatory Challenges in Asia*, June 2019, in <<https://dx.doi.org/10.22617/TCS190205-2>> 15, 32-33; FINANCIAL STABILITY BOARD, *Assessment of risks to financial stability from crypto-assets*, February 2022, in <<https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P160222.pdf>>; IMF (fn 158).

<sup>164</sup> ESMA et al (fn 159) paras 94.c and 96 and Section 3; FSB (fn 163); OECD (fn 53) 3, 14, and 43; IOSCO, *Policy Recommendations for Decentralized Finance (DeFi)*, CR/04/2023, September 2023. Cf. a more realist description: G. GENSLER, *Lecture 8: Public Policy*, in *MIT 15.S12 Blockchain and Money*, Fall 2018, MIT OpenCourseWare <<https://www.youtube.com/watch?v=sMnB10g3Ev4&list=PLUI4u3cNGP63UUkFL0onkxF6MYgVa04Fn&index=9&t=1889s>> 30:05-33:25.

<sup>165</sup> Arts 119-20, 126-128. See Zetzsche et al (fn 18) 224-25.

<sup>166</sup> See the emphasis on consistent international terminology in ASIAN DEVELOPMENT BANK (fn 163) 33. See also IMF (fn 18) 8.



example, there is an argument that MiCAR should have made reference to established legal concepts, or at least should have attempted too. Are crypto-assets the subject-matter of proprietary interests? Are they proprietary interests themselves? Are they obligations, or perhaps bundles of obligations?<sup>167</sup> Here, the main obstacle is that the EU's competences are limited and, although the precise limits of Art 114 TFEU are not perfectly settled, interfering with Member States' foundational legal concepts would appear to fall decidedly outside of EU legislator's lawful remit.<sup>168</sup> Nevertheless, there could be more modest tasks – more technical in nature – which the EU legislature might consider. Rather than referring to “DLT or similar technologies” and then leaping to setting out detailed rules for an essentially undefined subject-matter, for instance, it could be more fruitful for the EU to spend its resources ascertaining, with some degree of precision, what the essential technological features of crypto-assets are. In addition, distributed ledgers have unique features – like miners, forks, and developers – and one would expect that regulation would focus on – or at least mention – these distinctive characteristics.

#### 4.2. Decentralisation

An even more general issue is that MiCAR, like traditional forms of regulation, seeks to influence market behaviour by targeting key market

---

<sup>167</sup> For a cursory attempt at conceptualising crypto-assets, see EBA (fn 15) para 62. Fuller – but controversial – attempts include UK JURISDICTION TASKFORCE, *Legal Statement on Cryptoassets and Smart Contracts*, 18 November 2019; Law Commission (fn 7).

<sup>168</sup> See, among others, D. WYATT, *Community Competence to Regulate the Internal Market*, in M. DOUGAN-S. CURRIE (eds), *Fifty Years of the European Treaties: Looking Back and Thinking Forward*, Oxford, 2009; K. ST CLAIR BRADLEY, *Powers and Procedures in the EU Constitution: Legal Bases and the Court*, in P. CRAIG-G. DE BÚRCA (eds), *The Evolution of EU Law<sup>2</sup>*, Oxford, 2011; P. CRAIG, *The ECJ and Ultra Vires Action: a Conceptual Analysis*, in (2011) 48 CMLRev 395; S. WEATHERILL, *The limits of legislative harmonisation ten years after Tobacco Advertising: how the Court's case law has become a “drafting guide”*, in (2011) 12 German Law Journal 827; HM Government, *Review of the Balance of Competences Between the United Kingdom and the European Union: The Single Market* (July 2013) <[https://assets.publishing.service.gov.uk/media/5a7b875640f0b62826a04299/2901084\\_SingleMarket\\_acc.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/media/5a7b875640f0b62826a04299/2901084_SingleMarket_acc.pdf)> ch 2; P Craig and G de Búrca, *EU Law: Text, Cases, and Materials* (7<sup>th</sup> edn OUP 2020) ch 4.

participants, while the very ethos of crypto markets lies in decentralisation.<sup>169</sup> In addition to the legalistic issues examined in section 2.4 – that the precise scope of Title V is unclear – MiCAR’s traditional approach to regulation gives rise to two more fundamental policy problems.

One problem is that fully decentralised markets are still vulnerable to systemic risks<sup>170</sup> and may still be vitiated by power imbalances, yet are left completely unregulated.<sup>171</sup> One might reply that, at least for the foreseeable future, the decentralised ethos is simply not in line with market practice: crypto markets are still quite centralised, even among sophisticated users,<sup>172</sup> who still find it convenient to rely to some degree on intermediaries, and those intermediaries are amenable to traditional regulation. However, it still does not follow that regulators’ resources are best spent drawing up regulation of the traditional sort. First, there is the possibility of crypto users developing a greater familiarity with the technical aspects of DLT, of acquiring better hardware, or of obtaining access to better DLT user interfaces, and thus emancipating themselves from intermediaries. Importantly, it would be myopic for regulators to wait until that switch occurs before starting to think about appropriate regulation, especially because devising non-traditional regulation is not a trivial task. If non-traditional regulation is necessary, discussions ought to start now. From this perspective, MiCAR does

---

<sup>169</sup> See GENSLER (fn 164) 46:35-48:20. Cf the emphasis on “institutions” and “firms” in J. ARMOUR-D. AWREY-P. DAVIES-L. ENRIQUES-J. N. GORDON-C. MAYER-J. PAYNE, *Principles of Financial Regulation* (OUP 2016), for example at 15, and in D. LLEWELLYN, *The Economic Rationale for Financial Regulation*, FSA Occasional Paper Series, April 1999, especially at 5-7. Among the literature on gatekeeper theory, see R. KRAAKMAN, *Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*, in 1986) 2 JL Econ & Org 53; A. TUCH, *The Limits of Gatekeeper Liability*, in (2016) 73 Wash & Lee L Rev 619.

<sup>170</sup> See S. L. SCHWARCZ, *Systemic Risk*, in (2008) 97 Geo LJ 193, 200.

<sup>171</sup> OECD (fn 53).

<sup>172</sup> GENSLER (fn 69) 48:25-49:35; A. R. SAI-J. BUCKLEY-B. FITZGERALD-A. LE GEAR, *Taxonomy of centralization in public blockchain systems: A systematic literature review*, in (2021) 58(4) Information Processing and Management, Article 102584, 25-28; C. CAMPAJOLA-R. CRISTODARO-F. M. DE COLLIBUS-T. YAN-N. VALLARANO-C. J. TESSONE, *The Evolution Of Centralisation on Cryptocurrency Platforms*, in (3 May 2023) <<https://arxiv.org/pdf/2206.05081.pdf>>; BIS, *The crypto ecosystem: key elements and risks*, Report submitted to the G20 Finance Ministers and Central Bank Governors (July 2023) 6, 9-11.

require the Commission to assess “the necessity and feasibility of regulating decentralised finance”, but does not provide any insight as to how a fully decentralised market might possibly be regulated.<sup>173</sup> Second, traditional regulation may have self-defeating effects. By targeting crypto intermediaries, regulation like MiCAR imposes cost on those intermediaries, and those costs are likely to be passed on, in part, to the crypto users who deal with those intermediaries. It follows that, to some extent, traditional regulation crowds out centralised markets, accelerating the move towards decentralised markets and therefore prejudicing its own long-term viability. This point is demonstrated by the demise of Libra/Diem: the crypto-currency would have been controlled by a range of high-profile entities – from Meta to Visa – and would have thus constituted for regulators a highly valuable foothold in crypto markets; yet, the project was ultimately aborted, ironically, due to the incessant political and regulatory pressure which ultimately exasperated investors.<sup>174</sup> Admittedly, MiCAR does actually contribute to centralisation in so far as it sets out special, leaner requirements for recognised credit institutions to the detriment of new entrants into the market. Nevertheless, this choice also reduces the competitiveness of centralised markets and may well lead to inefficiencies, further incentivising the move towards decentralisation.

Another problem is that regulation like MiCAR tends to overestimate the influence which intermediaries currently have on crypto-markets. Issuers, for instance, can refrain from granting interest, can stop issuing tokens, and can even submit a plan to reduce the number and value of transactions, but what people do with their own crypto-assets is out of the issuers’ hands. By way of illustration, *SEC v Ripple* – a judgment quite reassuring for crypto enthusiasts – gave rise to the risk of scammers exploiting investors’ excitement; however, there was nothing which Ripple itself – the issuer – could do to affect the distributed ledger, and all it could do to hinder fraudsters was turn to Twitter to caution users against misinformation.<sup>175</sup> Indeed, many crypto-assets do not have issuers at all – as in the case of Bitcoin – and

---

<sup>173</sup> Art 142(2)(a).

<sup>174</sup> H. MURPHY-K- STACEY, *Facebook Libra: the inside story of how the company’s cryptocurrency dream died*, in *The Financial Times* (10 March 2022) <<https://www.ft.com/content/a88fb591-72d5-4b6b-bb5d-223adfb893f3>>.

<sup>175</sup> <<https://twitter.com/JoelKatz/status/1679635456915550208>>.

MiCAR’s ability to govern those markets is thus severely impaired. Similarly, CASPs are not essential for crypto users and, regardless, are providing services in an increasingly decentralised manner, without a central legal person capable of bearing regulatory obligations.

The question, then, is what forms of regulation could be implemented instead. One option is to govern the behaviour of each and every market participant – impracticable. A second option is to look behind decentralised platforms and search for a market actor who controls those exchanges and whose conduct can be governed. Aside from the practical difficulties in identifying such a market actor,<sup>176</sup> this market actor would simply not exist in a properly decentralised system. A third option is to “target the ‘whales’, i.e., anyone holding more than X amount of Bitcoins would be subject to regulation (analogously to rules applying to controlling shareholders)”. One difficulty is that, as with controlling shareholders, a threshold requirement “might be easy to get around”. Another difficulty is that, by “discouraging the acquisition of a dominant position”, this form of regulation would again crowd out its own target audience.<sup>177</sup> A fourth option is to focus on “validators”, who “jointly decide which transactions are admissible” into the distributed ledger.<sup>178</sup> However, the influence of validators is limited, as their current role simply consists of implementing pre-determined scripts against each new entry, leaving no space for discretion. A fifth option, therefore, is to focus on developers, who “are charged with writing and updating the code that runs the blockchain”.<sup>179</sup> Yet, for most DLTs, the pool of developers changes quite often, especially for open-source ledgers like Bitcoin. For regulation to keep up with these changes may prove rather difficult. More importantly, developers are not tyrants: firstly, because most maintenance initiatives are taken, as a matter of practice, only after users have voted on the

---

<sup>176</sup> ESMA (fn 13) paras 130, 136, and 147. IOSCO (fn 164) 110.

<sup>177</sup> H. Y. JABOTINSKY-R. SAREL, *How Crisis Affects Crypto: Coronavirus as a Test Case*, in (2023) 74 *Hastings Law Journal* 433, 462-63.

<sup>178</sup> I. MAKAROV-A. SCHOAR, *Cryptocurrencies and Decentralized Finance (DeFi)*, (2022) *Brookings Papers on Economic Activity*, 141, 146, 189-91. In the article, “validators” is used to refer to those who act as validators (in a narrow sense) in proof-of-stake ledgers and those who act as miners in proof-of-work ledgers – even though ordinary nodes are validators too, in a broader sense.

<sup>179</sup> *Ibid* 182, 189-91.

matter;<sup>180</sup> secondly, because distributed ledgers are based on consensus, meaning that their rules can be modified only if nodes voluntarily adopt the change.<sup>181</sup> Regulation which governs the conduct of developers is therefore a very blunt tool to govern the conduct of other stakeholders. A sixth – and less traditional – option is “on-chain regulation” or “regulation by code”. Regulators would have access to distributed ledgers and would, for example, “design an algorithm that tries to detect market manipulation and block such transactions”.<sup>182</sup> But, again, this model ignores the consensus-based character of DLT: regulators can publish whatever scripts they see fit but, if nodes do not voluntarily accept those scripts, those scripts are only – quite literally – a waste of space. Distributed ledgers can be used to good effect by regulators, but only to enhance supervision and monitoring.<sup>183</sup>

A seventh option, and what appears to be the most promising, is for regulators to focus on the current key market participants but, rather than merely imposing burdens – requiring publication of a white paper, restricting the issue of crypto-assets, and demanding various reports – additionally offering some sort of benefit to well-behaving crypto intermediaries. One advantage of this arrangement is that it would weaken the incentive for intermediaries to attempt to evade regulation, reducing the burden borne by supervisors. Another advantage is that the

---

<sup>180</sup> See “Blockchain voting” <<https://www.coindesk.com/tag/blockchain-voting/>>.

<sup>181</sup> NAKAMOTO (fn 57) 8. See the failure of Bitcoin Improvement Proposal (BIP) 64 and BIP 101: M. HEARN, *Why is Bitcoin forking?*, in *Medium.com* (15 August 2015) <<https://medium.com/faith-and-future/why-is-bitcoin-forking-d647312d22c1>>; C. METZ, *The Bitcoin Schism Shows the Genius of Open Source*, in *WIRED.com* (19 August 2015) <<https://www.wired.com/2015/08/bitcoin-schism-shows-genius-open-source/>>; B. COHEN, *Whiny Ragequitting*, in *Medium.com* (16 January 2016) <<https://bramcohen.medium.com/whiny-ragequitting-cab164b1e88>>; “Bitcoin XT Nodes Summary” *Coin.dance.com* <<https://coin.dance/nodes/xt>>. See also other protocols which, instead of failing entirely, were adopted by some – but not all – nodes, creating a fork in Bitcoin: J. KELLY, *Bitcoin’s repeated splits undermine its long-term value*, in *Financial Times* (18 November 2018) <<https://www.ft.com/content/20b702d0-e9ae-11e8-a34c-663b3f553b35>>.

<sup>182</sup> R. SARE-H. Y. JABOTINSKY-I. KLEIN, *Globalize Me: Regulating Distributed Ledger Technology*, in (2023) 56 *Vanderbilt Journal of Transnational Law*, 435, 477-78.

<sup>183</sup> R. AUER, *Embedded supervision: how to build regulation into decentralised finance*, BIS Working Paper 811 (September 2019, revised May 2022).

benefits offered to intermediaries may well be passed on, in part, to users, weakening the appeal of decentralisation and improving the long-term prospects of this arrangement. Furthermore, provided that regulators do not discriminate in offering benefits to crypto intermediaries, this option might actually reduce the barriers to market entry faced by challenger intermediaries, fostering competition. Indeed, intermediaries may even compete for access to regulation. However, this course of action is not free from obstacles. Chiefly, it is difficult to identify a suitable benefit which regulators might offer. For instance, proof-of-work DLT are notorious for their high energy consumption and, in light of the increasing environmental regulation, regulators might offer preferential treatment to honest and diligent intermediaries. Yet, this option presupposes strong environmental regulation and, regardless, would be undermined by the crypto world's move towards proof-of-stake, which does not consume as much energy.<sup>184</sup> Alternatively, if public institutions were to themselves become crypto users, regulators might determine that only well-behaved intermediaries shall have access to institutional clients. However, the pool of institutional clients is limited and, regardless, institutions might wish to avoid relying on crypto intermediaries. Another obstacle is that the balance between regulatory burdens and benefits is a difficult one to strike. There is an egregious risk of regulators and intermediaries colluding, calling for especially robust systems of accountability. Lastly, in the absence of international coordination, there is a significant risk of regulators competing among themselves.

#### 4.3. *Anatomy*

The last – and possibly gravest – problem is that one of the key aspirations of the crypto world is anonymity, and this distinctive feature makes the consistent enforcement of legal norms virtually

---

<sup>184</sup> “What is proof of stake?” *McKinsey* (3 January 2023) <<https://www.mckinsey.com/featured-insights/mckinsey-explainers/what-is-proof-of-stake>>. A. Castor, “Ethereum moved to proof of stake. Why can't Bitcoin?” *MIT Technology Review* (28 February 2023) <<https://www.technologyreview.com/2023/02/28/1069190/ethereum-moved-to-proof-of-stake-why-cant-bitcoin/>>.

impossible.<sup>185</sup> What happens, for example, if an anonymous entity offers crypto-assets to the public without publishing a white paper? EU authorities would not know the identity or location of any person which might lie behind that entity, let alone visit a sanction upon that person. Indeed, EU authorities would not even know whether there is a person behind that entity at all, or whether it is simply a line of code, whose coder might have died or might even be a form of generative AI. And what happens if a crypto-currency proves so popular that it begins to supplant the Euro as means of exchange and store of value? How could authorities possibly impose penalties on the millions of its anonymous users? Under Art 76(3), CASPs who operate a trading platform are under a duty to implement rules which prevent the trading of crypto-assets with an in-built anonymisation function – but what happens if a trading platform itself is run anonymously? There is nothing new under the sun, as this corresponds exactly with the well-established ambition of many mainstream crypto enthusiasts: “We want bitcoin to work even where it’s not legally recognised as being money, and our goal is to make it like money.”<sup>186</sup>

Crucially, anonymity is not simply a crypto slogan. It is possible in practice, and is now more accessible than ever. From mixers, to coinjoin, to coinshuffle, the mechanisms available to conceal who holds what on UTXO-based ledgers – like Bitcoin – have been steadily improving, redressing issues of adverse selection and reducing the interactions necessary between different parties.<sup>187</sup> Meanwhile,

---

<sup>185</sup> GENSLER (fn 164) 45:05-45:25; FURNARI-LENER (fn 20) 104; MAKAROV-SCHOAR (fn 178) 12, 28-29; SAREL *et al* (fn 182) 36.

<sup>186</sup> DRYJA (fn 21) 10:00-10:15.

<sup>187</sup> *Ibid.* D. DEUBER- D. SCHRÖDER, *CoinJoin in the Wild*” in E. BERTINO-H.SCHULMAN-M. WAIDNER (eds), *Computer Security-ESORICS 2021*, Proceedings of the 26th European Symposium on Research in Computer Security, Darmstadt, 4-8 October 2021, Part II (Springer). S. GOMZIN, *Crypto Basics* (Apress 2022) 97-117. H JONES, *Crypto must end anonymity for illicit finance, U.S. regulator says*, in *Reuters* (25 April 2023) <<https://www.reuters.com/technology/crypto-must-end-anonymity-illicit-finance-us-regulator-says-2023-04-25/>>. Cf M. POLASIK-A. I. PIOTROWSKA, T. P. WISNIEWSKI-R. KOTKOWSKI-G. LIGHTFOOT, *Price Fluctuations and the Use of Bitcoin*, in (2016) 20 *International Journal of Electronic Commerce*, 9, 15, 20. However, the main evidence adduced by Polasik et al to call into question the anonymity available on Bitcoin is the closure of Silk Road by US authorities, which dates back to 2013 – prehistoric, in the crypto timeframe. Cf also J. PAKKI-Y. SHOSHITAISHVILI-R. WANG-T. BAO-A. DOUPÉ, *Everything You Ever Wanted to Know*

distributed ledgers like Monero and Zcash have been designed, from the ground up, to ensure the highest level of anonymity.<sup>188</sup> Indeed, the success of crypto anonymity – and the perils of abusing that anonymity – are demonstrated by the use of DLT by pre-eminent radical groups to bypass international sanctions and secure funding.<sup>189</sup> This is why the crypto industry is unique. Bicycle thieves conceal their identity too, and the bicycle-theft industry as a whole is consciously designed to evade the criminal law, but thieves are nonetheless habitually caught. Regulation like MiCAR is unlikely to be backed by the same level of enforcement, therefore is less likely to effectively guide behaviour.

---

*About Bitcoin Mixers (But Were Afraid to Ask)* in N. BORISOV-C. DIAZ (eds) *Financial Cryptography and Data Security*, Revised Selected Papers of the 25th International Conference on Financial Cryptography, 1-5 March 2021, Part 1 (Springer), which suggest that the security features proposed by academics are not deployed by the more popular mixers.

<sup>188</sup> On Monero, see Y. LI, G. YANG-W. SUSILO-Y. YU-M. H. AU-D. LIU, *Traceable Monero: Anonymous Cryptocurrency with Enhanced Accountability*, in (2021) 18 *IEEE Transactions on Dependable and Secure Computing*, 679. See also GOMZIN (fn 187) 119-137. On Zcash, commentators are more critical: G. KAPPOS-H. YOUSAF, M. MALLER-S. MEIKLEJOHN, *An Empirical Analysis of Anonymity in Zcash*, in (2018) *May Computing Research Repository* <[https://discovery.ucl.ac.uk/id/eprint/10055500/1/PDFsam\\_Kappos\\_sec18\\_full\\_proceedings.pdf](https://discovery.ucl.ac.uk/id/eprint/10055500/1/PDFsam_Kappos_sec18_full_proceedings.pdf)>; Z. ZHANG-W. LI-H. LIU-J. LIU, *A Refined Analysis of Zcash Anonymity*, in (2020) 8 *IEE Access*, 31845. On Origami, a zero-history DLT, see J. ALUPOTHA-X. BOYEN-M. MCKAGUE, *Zero-History Confidential Chains with Zero-Knowledge Contracts: A New Normal for Decentralized Ledgers?*, in V. ATLURI-R. DI PIETRO-C. D. JENSEN-W. MENG (eds), *Computer Security-ESORICS 2022*, Proceedings of the 27th European Symposium on Research in Computer Security, Copenhagen, 26-30 September 2022, Part 1 (Springer).

<sup>189</sup> Most recently, A. BERWICK-I. TALLEY, *Hamas Militants Behind Israel Attack Raised Millions in Crypto*, in *The Wall Street Journal* (10 October 2023) <<https://www.wsj.com/world/middle-east/militants-behind-israel-attack-raised-millions-in-crypto-b9134b7a>>; E. LIVNI-J. NOCERA, *Is Crypto Financing Terrorism?*, in *The New York Times* (28 October 2023) <<https://www.nytimes.com/2023/10/28/business/dealbook/is-crypto-financing-terrorism.html#:~:text=Because%20crypto%20is%20anonymous%2C%20borderless,for%20fund%2Draising%20by%20terrorists>>. Earlier, A. S. M. IRWIN-G. MILAD, *The use of crypto-currencies in funding violent jihad*, in (2016) 16 *Journal of Money Laundering Control* 407; UN ANALYTICAL SUPPORT AND SANCTIONS MONITORING TEAM, *Thirty-first report of the Analytical Support and Sanctions Monitoring Team submitted pursuant to resolution 2610 (2021) concerning ISIL (Da'esh), Al-Quaida and associated individuals and entities*?, S/2023/95.



This problem is by no means limited to MiCAR. Indeed, MiCAR was conceived, and is best read, in conjunction with Regulation (EU) 2023/1113, which extends the existing EU anti-money-laundering regime to crypto-assets and coordinates it with the requirements laid down in MiCAR. Regulation (EU) 2023/1113 openly recognises the unique problem of anonymity of the crypto world, and hence requires payment service providers and CASPs to obtain and share certain information about originators and beneficiaries.<sup>190</sup> While this measure doubtlessly buttresses MiCAR to some degree, one can still question whether it is sufficient. Firstly, if traditional regulation risks crowding-out the very gatekeepers on which it relies, it would seem that further increasing the regulatory burdens borne by CASPs may aggravate MiCAR's long-term prospects. Secondly, there is still the risk of CASP themselves embracing anonymity and thus severely undermining the chances of enforcing the obligations imposed by Regulation (EU) 2023/1113. More broadly, law-enforcement authorities are not new to the problem of anonymity, and their efforts may give rise to a cryptographic arms race. However, this race may prove especially trying for the public sector, which has vast resources but would be starting this race 15 years after its competitor, which instead lacks bureaucratic restraints and has a sizeable economic incentive to maintain its current advantage.

This is not to say that regulation like the Digital Finance package is entirely sterile. In so far as a market participant reveals his identity – as is the case for the most popular CASPs – it exposes itself to the risk of enforcement, therefore is likely to obey regulation. Accordingly, MiCAR does not only bark, and may often also bite. Yet, it can only bite those who are willing to be bitten, and there is no guarantee that commercial actors will continue to risk being bitten for long. These difficulties strengthen the argument for positive-incentives-based

---

<sup>190</sup> On the rationale behind Regulation (EU) 2023/1113, see Recitals 17, 25, and 44; ECB, *Opinion of the European Central Bank of 30 November 2021 on a proposal for a regulation to extend traceability requirements to transfers of crypto-assets*, CON/2021/37; S. ALLEGREZZA, *European Strategies against Money Laundering: A Critical Overview of Current and Future Enforcement*, in J. CRIJNS-M. HAENTJENS-R. HAENTJENS (eds), *The Enforcement of EU Financial Law* (Hart 2022); J. Poulle-A. KANNAN-N. SPITZ-S. KHAN-A SOTIROPOULOU, *EU Banking and Financial Regulation* (Elgar 2024) part XII.

regulation which, while complicated, could circumvent the critical problem of anonymity.

### *5. Conclusion*

In short, MiCAR was a Herculean legislative project, and in fact does not live up to the EU legislature's high-minded ambitions. MiCAR's scope is not wholly clear, its different provisions are difficult to reconcile with each other, and its regulatory approach is out of line with the industry being regulated. These shortcomings are in part attributable to the novelty and uncertainty of the crypto phenomenon, but this does not change the fact that they appear to be serious legislative failures, difficult to reconcile with the EU's commitment to high-quality legislation.

In this light, it seems that the EU legislature's primary justification for adopting MiCAR in its current form is that defective regulation is better than no regulation at all. This may be true but, even if it is, it does not relieve the EU legislature of further responsibility: enacting MiCAR might have placed the EU ahead of other jurisdictions, but there is still significant room for improvement; if the EU wants to maintain its supposed advantage, it therefore ought to keep its foot on the gas. What is now required is a range of improvements, most of which concern fundamental issues, and many of which involve controversial political choices. This, it seems, is not the sort of responsibility which can be legitimately left to a technical body, and instead calls for the legislative process<sup>191</sup>.

---

<sup>191</sup> To a similar effect, MAUME (fn 23) 252.

## **Concessione del credito in violazione dell'ordinaria diligenza. Nota a Cass., 20 settembre 2023, n. 26867**

**SOMMARIO:** 1. Il caso e la decisione della Corte di Cassazione. – 2. La concessione del credito e i doveri degli amministratori di un istituto bancario. – 3. Segue. La *business judgement rule* e gli assetti adeguati nel contesto bancario. – 4. La giurisprudenza sul criterio di quantificazione del danno da *mala gestio* nella concessione del credito. – 5. Segue. Cenni di dottrina sul criterio di quantificazione del danno da concessione del credito in violazione dell'ordinaria diligenza. – 6. Considerazioni conclusive.

### *1. Il caso e la decisione della Corte di Cassazione*

Nella sentenza in commento<sup>1</sup>, la Corte di Cassazione è tornata a pronunciarsi sulla questione relativa alla quantificazione del danno derivante dalla concessione del credito in violazione delle regole di ordinaria diligenza e sulla conseguente responsabilità degli organi amministrativi e di controllo<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Cass., Sez. I, 20 settembre 2023, n. 26867.

<sup>2</sup> Nel corso della trattazione, ci si limiterà a tratteggiare, relativamente agli aspetti di interesse relativi alla pronuncia in commento, i profili di responsabilità propri dell'organo amministrativo (supponendo un modello di amministrazione e controllo "tradizionale") e, tra questi, degli amministratori esecutivi (quindi prescindendo dalla dettagliata disamina delle differenze tra amministratori esecutivi e non, nonché dei particolari profili di responsabilità degli amministratori indipendenti e del presidente del consiglio di amministrazione). Peraltro, non si analizzeranno i profili di responsabilità del collegio sindacale, del direttore generale e dell'ulteriore *management* con ruoli direttivi di aree, funzioni e/o direzioni. Per una trattazione sui diversi aspetti citati si rimanda, *inter alios*, a: L. ARDIZZONE, *Il ruolo del presidente delle società bancarie*, in *Riv. soc.*, 2014, 1308 ss.; M. IRRERA, *Il ruolo del presidente del consiglio di amministrazione nella governance delle banche*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, M. IRRERA (a cura di), Bologna, 2016, 673 ss.; D. REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, in P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, II, Torino, 2015, 386.; F. RIGANTI, *Il controllo interno nelle S.p.A. bancarie. Lineamenti evolutivi e profili di specialità organizzativa*, Torino, 2020, 124 ss.; A.M. LUCIANO, *Adeguatezza organizzativa e funzioni aziendali di controllo nelle società bancarie e non*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, I, 323 ss.; V. DE SENSI, *Adeguati assetti organizzativi e continuità aziendale: profili di responsabilità gestoria*, in *Riv. Soc.*, 2017, 326 ss.; P. BENAZZO, *Controlli interni*,

In particolare, il caso a partire dal quale la Suprema Corte ha ribadito il principio di diritto, di seguito riportato e già più volte statuito<sup>3</sup>, ha preso le mosse dalla vicenda di una banca popolare in amministrazione straordinaria a seguito del commissariamento conseguito ad un'ispezione della Banca d'Italia.

L'Autorità, nello svolgimento delle sue funzioni di vigilanza, aveva infatti riscontrato numerose irregolarità, tra cui una politica indiscriminata di concessione creditizia che, in assenza di controllo da parte del collegio sindacale, aveva inciso negativamente sul patrimonio della banca stessa.

La vicenda processuale si è sviluppata a seguito della scelta della banca, nella persona del commissario straordinario, di agire in giudizio nei confronti dell'organo amministrativo e dell'organo di controllo per accertarne la responsabilità sottesa ai contestati atti di *mala gestio* e ottenerne la condanna al risarcimento del danno. I convenuti si costituivano in giudizio contestando, *inter alia*, il difetto di legittimazione ad agire del commissario straordinario, nonché la carenza di interesse dell'istituto di credito e, nel merito, l'insussistenza delle asserite irregolarità.

Il Tribunale di Avellino, ad esito del primo grado di giudizio, riconosceva la responsabilità degli amministratori e dei sindaci, condannandoli al risarcimento del danno. A seguito della proposizione del mezzo di gravame, la Corte d'Appello di Napoli rigettava gli appelli principali e quelli incidentali confermando, nei propri contenuti, la sentenza del Tribunale di Avellino.

Successivamente gli esponenti della banca proponevano ricorso per Cassazione, tra l'altro, limitatamente ai profili che qui interessano, per (i) il difetto del nesso di causalità tra la condotta degli amministratori e il danno; e (ii) la quantificazione del danno stesso. In particolare, i

---

*autonomia privata e collegio sindacale nelle società chiuse*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, P. BENAZZO, M. CERA, S. PATRIARCA (diretto da), Milano, 2011, 408; G. OLIVIERI, *I controlli interni nelle società quotate dopo la legge sulla tutela del risparmio*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 420; P. MONTALENTI, *Gli obblighi di vigilanza nel quadro dei principi generali sulla responsabilità degli amministratori di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (diretto da), II, Torino, 2006, 840.

<sup>3</sup> Si fa riferimento, in particolare, a: Cass., Sez. I, 21 dicembre 2022, n. 37440; Cass., Sez. I, 21 novembre 2016, n. 23632.

ricorrenti lamentavano il fatto che la Corte d’Appello di Napoli, nella quantificazione del danno, non avesse tenuto in debita considerazione le azioni di recupero avviate nei confronti dei beneficiari del credito erogato e, tantomeno, avesse verificato l’esito delle stesse<sup>4</sup>.

Esattamente su tale profilo, nel confermare la condanna in solido dei convenuti anche in sede di legittimità, la Suprema Corte ribadiva, come in passato<sup>5</sup>, il principio di diritto secondo cui «gli amministratori di un istituto di credito, ove abbiano concesso credito in violazione dei criteri di ordinaria diligenza, sono tenuti al risarcimento del danno attuale arrecato al patrimonio della banca e consistente, in ragione della svalutazione del portafoglio crediti e dei costi di gestione finalizzati al rientro, nella riduzione della sue capacità gestionali e di investimento, senza che sia, pertanto, necessario attendere l’esito infruttuoso delle azioni di cognizione e di esecuzione volte al recupero dei finanziamenti erogati»<sup>6</sup>.

A ciò si aggiunga che la Suprema Corte evidenziava come la Corte d’Appello di Napoli avesse correttamente applicato il suddetto principio, avendo liquidato il danno, attraverso un criterio equitativo, nella somma corrispondente al credito complessivamente erogato dalla banca senza rispettare i criteri di “economicità” e “prudenzialità”. Inoltre, veniva ravvisata la responsabilità degli amministratori – che pure non avevano personalmente condotto l’istruttoria delle pratiche di erogazione del credito – in conseguenza dell’aver adottato e/o avallato scelte in contrasto con le più elementari regole dell’“accorto banchiere”, nonché nell’aver omesso di adottare misure atte ad impedire le irregolarità delle operazioni che venivano perpetrate nella piena «consapevolezza in ordine alle gravi anomalie e ai pesanti deficit organizzativi dell’azienda»<sup>7</sup>.

---

<sup>4</sup> Come si avrà modo di specificare in seguito, tale argomentazione difensiva non è priva di supporto giurisprudenziale, riferendosi in particolare a Cass., Sez. III, 31 luglio 2017, n. 18946.

<sup>5</sup> *Cfr.*, le già richiamate, Cass., Sez. I, 21 dicembre 2022, n. 37440 e Cass., Sez. I, 21 novembre 2016, n. 23632.

<sup>6</sup> Così: Cass., Sez. I, 20 settembre 2023, n. 26867 che richiama letteralmente il principio di diritto espresso da Cass., Sez. I, 21 novembre 2016, n. 23632.

<sup>7</sup> Così: Cass., Sez. I, 20 settembre 2023, n. 26867. Peraltro, si noti come la Corte abbia osservato che la sentenza impugnata ha, altresì, evidenziato di aver tenuto conto, nella quantificazione del danno con riferimento alle specifiche posizioni debitorie, delle valutazioni del consulente tecnico d’ufficio, il quale, nel prendere in esame le

## 2. La concessione del credito e i doveri degli amministratori di un istituto bancario

Ripercorsi i tratti salienti della vicenda processuale, prima di confrontarsi con il principio di diritto che la Corte ha inteso ribadire, appare necessario approfondire due aspetti intimamente connessi alla vicenda: (i) l'attività di concessione del credito; e (ii) i doveri degli amministratori di un istituto bancario e i connessi profili di responsabilità.

Quanto al primo ambito, la concessione di credito può essere definita come la tipica – e forse la più caratteristica – tra le attività bancarie<sup>8</sup>. Tale attività deve necessariamente essere suddivisa in diverse e conseguenti fasi (anch'esse tipiche): la fase istruttoria, la fase negoziale<sup>9</sup>, la fase erogativa, la fase del controllo circa il corretto adempimento e il rispetto delle previsioni contrattuali<sup>10</sup>, la fase della gestione di eventuali *default* e la fase – conclusiva – della vita del credito<sup>11</sup>.

---

singole procedure di concessione del credito, aveva accertato anche l'eventuale concorso alla svalutazione dei crediti conseguente alle iniziative poco solerti del Commissario Straordinario (contestazione che veniva mossa anche dai ricorrenti).

<sup>8</sup> A. VICARI, *Amministratori di banche e gestione dei crediti*, in *Giur. Comm.*, 2018, 4, 557 ss.

<sup>9</sup> Si pensi, a valle delle prime interlocuzioni tra banca e cliente, alla fase di negoziazione del *term sheet* e/o del contratto di finanziamento o delle altre forme negoziali di concessione del credito.

<sup>10</sup> Si pensi, *inter alia*, ai *covenant* contrattuali che impongono il rispetto di specifici *ratio* economico-finanziari, nonché quelli relativi alla condotta del beneficiario del credito (e.g., in merito all'adozione di determinate decisioni societarie che possano pregiudicare le ragioni dei creditori).

<sup>11</sup> Sul procedimento standard di concessione del credito, per tutti, si veda la ricostruzione operata da G.P. LA SALA, *La responsabilità da abusiva concessione di credito alle imprese nella prospettiva del codice civile (con qualche riflessione critica sugli orientamenti della giurisprudenza recente)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, 6, 805, nt. 1, ove l'Autore afferma che «la verifica del merito creditizio – avente tra l'altro la funzione di canalizzare le risorse finanziarie verso le iniziative imprenditoriali dotate di minori rischi in rapporto alle prospettive reddituali (cfr. Schlesinger, *Imprese insolventi e credito bancario: considerazioni introduttive*, in *Fallimento*, 1985, 243 ss.) – consta di regola di una fase istruttoria diretta a vagliare la situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'impresa e la validità delle garanzie offerte in rapporto alla struttura dell'operazione finanziaria. A tal fine, la banca analizza bilanci, scritture contabili, dichiarazioni dei redditi e ai fini IRAP;

Sebbene il generale assetto di *governance* degli istituti di credito abbia conosciuto, nella sua evoluzione, una moltiplicazione di organi e soggetti con diverse responsabilità in merito alla concessione creditizia, resta centrale – non solo per il diritto – il ruolo degli amministratori<sup>12</sup>.

---

esegue visure ipocatastali presso gli uffici di pubblicità immobiliare per accertare la capienza delle eventuali garanzie ipotecarie accessorie; acquisisce notizie sull'esposizione debitoria dell'impresa verso altre banche, nonché sulla sua affidabilità circa la regolarità dei pagamenti, dalla Centrale dei Rischi, dal registro informatico dei protesti, da banche dati private e dalle informazioni rese dal soggetto richiedente il prestito. Talvolta, nella verifica del merito creditizio le banche si fanno coadiuvare da soggetti esterni – i cc.dd. confidi – che condividono con la banca una parte del rischio di credito partecipando all'operazione come garanti pro quota del rimborso del capitale e degli interessi da parte del debitore principale. I confidi sono società cooperative, oppure consorzi tra imprenditori, costituiti per agevolare la concessione del credito bancario a soci e consorziati attraverso un'istruttoria preliminare sulla meritevolezza creditizia dell'impresa di cui si assumono la responsabilità attraverso la traslazione parziale su di sé del rischio dell'inadempimento del debitore (sul punto, da ultimo, Barillà, *I consorzi fidi tra diritto dell'impresa e regole di vigilanza*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 83 ss.). Essi tuttavia non sempre dispongono d'informazioni sulla situazione economica e patrimoniale dell'impresa richiedente il prestito diverse da quelle reperibili dalla banca, anche perché il legame associativo con il confidi solitamente s'instaura solo in occasione della richiesta di finanziamento, né sono sempre dotati di strutture di valutazione del rischio di credito particolarmente specializzate».

<sup>12</sup> Per un'ampia trattazione sul tema, si rimanda, *inter alios*, a: G.B. PORTALE, *La corporate governance delle società bancarie*, in *Riv. soc.*, 2016, 48 ss.; A. MINTO, *Gli assetti in ambito bancario*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, M. IRRERA (a cura di), Bologna, 2016, 623 ss.; C. AMATUCCI, *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e business judgment rule*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, M. IRRERA (a cura di), Bologna, 2016, 998 ss.; C. FRIGENI, *La governance bancaria come risk governance: evoluzione della regolamentazione internazionale e trasposizione nell'ordinamento italiano*, in *Regole e mercato*, M. MANCINI, A. PACIELLO, V. SANTORO, P. VALENSISE. (a cura di), Torino, 2016, 45 ss.; A. MINTO *Il progetto di governo societario delle banche*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, M. IRRERA (a cura di), Bologna, 2016, 663 ss.; 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, impr., soc.*, 2015, 19 ss.; P. MONTALENTI, *La corporate governance degli intermediari finanziari. Profili di diritto speciale e riflessi sul diritto societario generale*, in *Società, banche, crisi di impresa – Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, M. CAMPOBASSO, V. CARIELLO, C. DI CATALDO, F. GUERRERA, A. SCIARRONE ALIBRANDI, Torino, 2014, 2167 ss.; G. D'ANTONA-BASILE, *Corporate*

Infatti, questi ultimi sono responsabili della costituzione delle unità organizzative e della nomina dei soggetti (*i.e.*, i componenti delle varie strutture, aree e dipartimenti aziendali) coinvolti a vario titolo nella procedura di concessione del credito, nonché nella determinazione dei principi e delle regole atte a normare il relativo processo, la gestione del credito concesso, le procedure di valutazione e reazione al rischio del credito<sup>13</sup>.

Quanto al secondo ambito, vi è anzitutto da rilevare che il particolare settore – *i.e.*, quello bancario – in cui gli amministratori esercitano la propria attività gestoria comporta un'interpolazione tra la normativa di diritto bancario (*i.e.*, speciale) e la normativa di diritto societario (*i.e.*, comune)<sup>14</sup>.

Da ciò deriverebbe che gli amministratori bancari possiedano una professionalità qualificata, conseguente – appunto – alla natura

---

*governance. Il sistema dei controlli interni nelle banche: nuove prospettive alla luce del 15o aggiornamento della Circolare 263 emanato da Banca d'Italia*, in Riv. dott. comm., 2014, 313 ss.; M. LIBERTINI, *Il sistema dei controlli nelle banche*, in *La governance delle società bancarie*, V. DI CATALDO (a cura di), Milano, 2014, 63 ss.; P. MARCHETTI, *Disposizioni di vigilanza su organizzazione e governo societario delle banche*, in Riv. soc., 2012, 413 ss.; G. SCOGNAMIGLIO, *Recenti tendenze in tema di assetti organizzativi degli intermediari finanziari (e non solo)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, I, 137 ss.; G. LEMME, *Amministrazione e controllo nella società bancaria*, Milano, 2007.

<sup>13</sup> Con riferimento a quest'ultimo profilo, basti pensare alla disciplina sugli assetti adeguati, per i quali si rimanda, *inter alios*, a: M.S. HOUBEN, *Assetti patrimoniali (non manifestamente in) adeguati, doveri degli amministratori e (nuovo) art. 3, comma 3°, lett. a, codice della crisi d'impresa*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1, 106 ss.; A. MIRONE, *L'organizzazione dell'impresa societaria alla prova del codice della crisi: assetti interni, indicatori e procedure di allerta*, in *Orizzonti*, 2020, 1, 29; E. GINEVRA, C. PRESCIANI, *Il dovere di istituire assetti adeguati ex art. 2086 c.c.*, in *Nuove leggi civ.*, 2019, 1235; I. KUTUFÀ, *Adeguatezza degli assetti e responsabilità gestoria*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010, 707; V. BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quinto, del codice civile*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 5; M. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005, 60 ss.

<sup>14</sup> In argomento, *inter alios*, cfr. F. VELLA, *Il nuovo governo societario delle banche nelle disposizioni di vigilanza: spunti di riflessione*, in questa *Giur. comm.*, 2008, I, 1276 ss.; G. MOSCO, F. VELLA, *L'autonomia delle banche tra nuovo diritto societario e regole di vigilanza. Un doppio binario per la «governance»?* , in *Analisi giur. econ.*, 2004, I, 139 ss.



dell'incarico e agli interessi (anche pubblicistici) coinvolti, sicché la stessa giurisprudenza<sup>15</sup> ha più volte avuto modo di ribadire la responsabilizzazione di ciascun amministratore di banca attraverso «la rivisitazione dei canoni comportamentali (a) dell'“agire in modo informato”, di cui all'art. 2381 cod. civ. e (b) “della diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle [...] specifiche competenze”, di cui all'art. 2392 cod. civ.»<sup>16</sup>.

Come si accennava, a contribuire a qualificare i particolari requisiti e doveri degli amministratori di banca – oltre alle disposizioni codicistiche – vengono in rilievo le norme della disciplina bancaria tra cui, certamente, (i) la *Capital Requirements Directive IV* 2013/36 (CRD IV), la quale ha introdotto nuovi *standard* di *governance* bancaria; (ii) la Circolare n. 285/2013 della Banca d'Italia; e, più recentemente, (iii) il Decreto Ministeriale n. 169/2020, che stabilisce i criteri di idoneità per gli esponenti aziendali delle banche, inclusi gli amministratori.

In particolare, la Circolare n. 285/2013, in attuazione delle disposizioni della CRD IV, richiede alle banche una *governance* solida, con una struttura organizzativa chiara e responsabilità ben delineate, processi efficaci di gestione e segnalazione dei rischi e meccanismi di controllo interno, comprese le procedure amministrative e contabili,

---

<sup>15</sup> Si vedano, sul punto, Cass., Sez. II, 5 febbraio 2013, n. 2737; Cass., Sez. I, 7 agosto 2014, n. 17799; Cass., Sez. I, 9 novembre 2015, n. 22848. In particolare, la Suprema Corte, in queste pronunce, ha sottolineato, sebbene con riferimento agli amministratori non esecutivi, l'importanza dell'obbligo di agire con consapevolezza informativa nelle società bancarie che, pertanto, avrebbe il merito di qualificare il grado di diligenza richiesta nell'adempimento del predetto dovere anche con riferimento agli amministratori esecutivi. Si veda Cass., Sez. II, 5 febbraio 2013, n. 2737 la quale statuisce che «anche i primi [gli amministratori non esecutivi] devono possedere ed esprimere costante ed adeguata conoscenza del business bancario e, essendo compartecipi delle decisioni assunte dall'intero consiglio (al quale è affidata l'approvazione degli orientamenti strategici e delle politiche di gestione del rischio dell'intermediario), hanno l'obbligo di contribuire ad assicurare un governo efficace dei rischi in tutte le aree della banca e di attivarsi in modo da poter utilmente ed efficacemente esercitare una funzione dialettica e di monitoraggio sulle scelte compiute dagli organi esecutivi attraverso un costante flusso informativo; e ciò non solo in vista della valutazione dei rapporti degli amministratori delegati, ma anche ai fini della diretta ingerenza nella delega attraverso l'esercizio dei poteri, di spettanza del consiglio di amministrazione, di direttiva e di avocazione» (*corsivo aggiunto*).

<sup>16</sup> P. MONTALENTI, *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2017, 5, 780.

nonché politiche di remunerazione che promuovano una gestione dei rischi sana ed efficace<sup>17</sup>.

Peraltro, alla luce della pronuncia in commento e della precedente conforme giurisprudenza, occorre altresì menzionare gli articoli 5 e 127 del d.lgs. n. 385 del 1993 e *ss.mm.ii.* (c.d. Testo Unico Bancario – TUB), che delineano il principio della “sana e prudente gestione”<sup>18</sup>. Infatti, presupposto necessario affinché la gestione bancaria possa definirsi “sana e prudente” è che ogni amministratore conosca il *business* dell’istituto di credito e, conseguentemente, possa operare secondo i canoni di una corretta e diligente amministrazione<sup>19</sup>. Per tale via, la predetta regola della sana e prudente gestione trascende la sua originaria funzione per divenire canone attraverso il quale la condotta degli amministratori potrà essere vagliata.

Va, inoltre, sottolineato che la normativa in esame non richiede ai membri degli organi sociali di una banca il livello di diligenza del “buon padre di famiglia”, bensì una diligenza speciale che la giurisprudenza definisce del “buon banchiere”<sup>20</sup> dotato delle specifiche competenze

---

<sup>17</sup> Cfr. C. FRIGENI, *La governance bancaria come risk governance: evoluzione della regolamentazione internazionale e trasposizione nell’ordinamento italiano*, cit., 52 ss.

<sup>18</sup> Sulla sana e prudente gestione, *ex multis*, cfr. 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*, M. PASSALACQUA (a cura di), Milano, 2021, 72 ss.; G. GUIZZI, *Appunti in tema di interesse sociale e governance delle società bancarie*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, I, 241 ss.; F. CAPRIGLIONE, M. MASERA, *La corporate governance delle banche: per un paradigma diverso*, in *Riv. trim. dir. dell’economia*, 2016, 296 ss.; F. SACCOMANNI, *Intervento di chiusura*, in *Atti del Convegno “Il governo societario e la sana e prudente gestione delle banche”*, Roma, 25 settembre 2012, Banca d’Italia, 2; M. PORZIO, *La sana e prudente gestione*, in *Dir. banc. e merc. finanz.*, 2008, 385 ss.

<sup>19</sup> P. MONTALENTI, F. RIGANTI, *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2017, 5, 785.

<sup>20</sup> Come opportunamente evidenziato da A. NIGRO, *La responsabilità delle banche nell’erogazione del credito alle imprese in “crisi”*, in *Giur. comm.*, 2011, 3, 309 ss., si tratta di un «parametro di valutazione che si traduce nell’adottare, come modello di raffronto, la figura ideale del banchiere che, nella concessione del credito, si attiene, da un lato, alle regole tecniche, alle regole di esperienza proprie della sua professione e, dall’altro, alle norme specifiche che disciplinano la sua attività. Un parametro, ancora, che giuoca al tempo stesso come misura del comportamento diligente (in termini cioè di esatto adempimento delle obbligazioni a carico della banca) e come misura del comportamento corretto (in termini cioè di delimitazione degli obblighi di

necessarie al fine di assicurare la sana e prudente gestione. Pertanto, tale criterio consente di identificare l'esatta prestazione dovuta, rappresentando un parametro giuridico per definire e valutare la responsabilità dei predetti esponenti, in linea appunto con il principio di gestione sana e prudente<sup>21</sup>.

Proprio quest'ultimo aspetto rende chiaro il raccordo tra i doveri degli amministratori di banca e la specifica attività creditizia. Infatti, ai sensi della Circolare n. 263/2006 della Banca d'Italia, il consiglio di amministrazione «impartisce le disposizioni necessarie affinché il sistema prescelto sia realizzato secondo le linee strategiche individuate, assegnando compiti e responsabilità alle diverse funzioni aziendali e assicurando la formalizzazione e la documentazione delle fasi del processo di gestione del rischio». Da ciò deriva che il consiglio di amministrazione (i) adotta il progetto di *Risk Appetite Framework*

---

condotta gravanti sulla banca)». Per una ricostruzione della giurisprudenza in argomento, si veda: G.P. LA SALA, *La responsabilità da abusiva concessione di credito alle imprese nella prospettiva del codice civile (con qualche riflessione critica sugli orientamenti della giurisprudenza recente)*, cit., 805 ss.

<sup>21</sup> Punto ribadito anche dalla recente giurisprudenza della Corte di Cassazione richiamata, anche, dall'ordinanza in commento. In proposito, si veda: Cass., Sez. I, 21 dicembre 2022, n. 37440 statuisce che «sulla base delle indicazioni fissate nell'art. 2392 cod. civ. (testo pro tempore) la responsabilità solidale degli amministratori si ricollega, oltre che alla violazione dei doveri specifici fissati dalla legge o dallo statuto, anche e proprio al dovere di diligenza, ragguagliata sì a quella del mandatario, ma pur sempre superiore a quella dell'uomo medio; e inoltre alla violazione del dovere di vigilanza sull'andamento generale della gestione e dell'obbligo di non agire in contrasto di interessi con la società. Obblighi che ancor più rilevano per gli amministratori di banche, tenuti all'osservanza del criterio di sana e prudente gestione come regola essenziale di condotta desunta dal T.u.b., e che competono non solo all'organo collegiale, ma anche a ciascun componente del consiglio; la cui condotta perciò, ai fini della sussistenza della responsabilità per i relativi inadempimenti, viene a dover essere considerata singolarmente». In dottrina, cfr. F. GAROFALO, *Il risarcimento del danno da perdita su crediti nei giudizi di responsabilità nei confronti di amministratori e sindaci di banca*, in *Il Diritto Fallimentare e delle Società Commerciali*, 2018, 3/4, 726.

(RAF)<sup>22</sup>, (ii) definisce il sistema dei controlli interni<sup>23</sup>, (iii) esamina (ed eventualmente) approva le operazioni di concessione di credito di maggior rilevanza per le quali gli è riservata competenza<sup>24</sup>.

Ebbene, con riferimento a quanto qui preme evidenziare, quando si discute delle decisioni relative alla concessione di credito direttamente da parte del consiglio di amministrazione, è cruciale valutare la diligenza – secondo i canoni appena citati – con cui (i) è stata presa la decisione di erogare il credito; o (ii) sono stati svolti i precipui compiti in materia di assetti organizzativi volti a prevenire e, successivamente, gestire il rischio del credito.

Con riferimento al primo profilo, appare determinante il giudizio circa la scelta di concessione del credito e, dunque, la verifica dell'istruttoria svolta (secondo i canoni succitati), nonché, con riferimento alla “vita” del finanziamento, all'attività di monitoraggio, alla gestione delle eventuali inadempienze contrattuali, alla classificazione o riclassificazione del credito, alla concessione di agevolazioni e/o proroghe, alla ristrutturazione del debito.

Con riferimento al secondo profilo, invece, nei casi in cui la concessione del credito non sia deliberata dal consiglio di amministrazione, ma rientri nelle deleghe conferite alle strutture interne, emerge un altro aspetto cruciale del ruolo degli amministratori, ossia sviluppare e valutare costantemente la pertinenza degli assetti organizzativi. In tale contesto, la diligenza degli amministratori deve essere valutata sulla base della loro capacità di strutturare un sistema di gestione del credito efficace nel contenere i rischi sottesi. Ciò implica l'implementazione di un complesso assetto organizzativo, composto da

---

<sup>22</sup> La circolare 27 dicembre 2006, n. 263, definisce il *Risk Appetite Framework* come il quadro di riferimento che stabilisce, in linea con il massimo rischio accettabile, il modello di business e il piano strategico, comprende l'atteggiamento verso il rischio, le soglie di accettazione, i limiti di esposizione al rischio, le strategie di gestione dei rischi e i processi essenziali per la loro definizione e implementazione. *Ex multis*, C. BALDAN, E. FIORAVANTE GERETTO, F. ZEN, *Un approccio quantitativo per la definizione del risk appetite framework nelle banche italiane*, in *Banche e banchieri*, 2015, 335 ss.

<sup>23</sup> Cfr., per tutti, P. MONTALENTI, *I principi di corretta amministrazione*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, M. IRRERA (a cura di), Bologna, 2016, 6.

<sup>24</sup> La ricostruzione si deve a: A. VICARI, *Amministratori di banche e gestione dei crediti*, cit., 560.

deleghe, strutture, funzioni, politiche, processi e procedure adeguate<sup>25</sup>. Impostazione, quest'ultima, che appare confermata anche dalla giurisprudenza, ove si afferma che la responsabilità dell'amministratore di banca può derivare, *inter alia*, anche dalla «consapevolezza in ordine alle gravi anomalie e ai pesanti deficit organizzativi dell'azienda»<sup>26</sup>.

### 3. *Segue. La business judgement rule e gli assetti adeguati nel contesto bancario*

Ulteriore elemento da considerare in questa ricostruzione preliminare è quello relativo alla *business judgment rule*<sup>27</sup>, con

---

<sup>25</sup> Cfr., *inter alios*, A. MINTO, *Gli assetti in ambito bancario*, cit., 623 ss.

<sup>26</sup> Così: Cass., Sez. I, 20 settembre 2023, n. 26867. Peraltro, si noti come la Corte abbia osservato che la sentenza impugnata ha, altresì, evidenziato di aver tenuto conto, nella quantificazione del danno con riferimento alle specifiche posizioni debitorie, delle valutazioni del consulente tecnico d'ufficio, il quale, nel prendere in esame le singole procedure di concessione del credito, aveva accertato anche l'eventuale concorso alla svalutazione dei crediti conseguente alle iniziative poco solerti del Commissario Straordinario (contestazione che veniva mossa anche dai ricorrenti).

<sup>27</sup> In estrema sintesi, la *business judgment rule* assolve il compito di circoscrivere il perimetro della responsabilità degli amministratori escludendola per tutte quelle decisioni che si rivelino errate sotto un profilo imprenditoriale e che, conseguentemente, vengono sottratte al sindacato giudiziale del merito di quelle scelte. Per una ricostruzione di tale regola e della funzione assolta nell'ambito del diritto italiano si rimanda, *ex multis*, a: C. ANGELICI, *Diligentia quam in suis e business judgment rule*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 675 ss.

particolare riferimento alla predisposizione degli assetti adeguati<sup>28</sup> volti alla prevenzione del rischio connesso alla concessione di credito<sup>29</sup>.

Infatti, anche nel settore bancario, come in ogni altro settore imprenditoriale, le decisioni assunte dagli amministratori possono essere soggette a revisione giudiziale, basandosi sulla *business judgment rule*, solo in presenza di manifeste lacune informative, irragionevolezza o arbitrio. Ciononostante, come opportunamente evidenziato in dottrina, l'applicazione di tale regola d'origine giurisprudenziale risulta quanto mai complessa proprio relativamente al dovere degli amministratori di costituire e valutare assetti adeguati nelle banche<sup>30</sup>.

---

<sup>28</sup> Nonostante le diverse ricostruzioni operate da autorevoli autori quali R. DE MARI, *Gli assetti organizzativi societari*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, M. IRRERA (a cura di), Bologna, 2016, 23 ss.; in questo contesto si intende seguire la definizione di assetti proposta da V. CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione delle società per azioni nel sistema tradizionale*, in *Trattato di diritto commerciale*, R. COSTI (diretto da), Torino, Giappichelli, 2019, 262, il quale li definisce: «i modelli organizzativi, i procedimenti e i processi da adottare al fine di garantire che la macchina organizzativa funzioni in modo adeguato, soprattutto per quanto concerne la prevenzione e il controllo dei rischi, la corretta rappresentazione contabile dei fatti di gestione, l'attendibilità e completezza dei flussi informativi sulla base dei quali vengono adottate le scelte gestionali, elaborati i piani previsionali e verificato l'andamento della gestione e la corretta attribuzione di funzioni e competenze nell'organigramma aziendale».

<sup>29</sup> Peraltro, sebbene non sia oggetto della presente trattazione e, dunque, nell'impossibilità di potercisi soffermare diffusamente, occorre rilevare come gli sviluppi tecnologici – con particolare all'intelligenza artificiale – stiano acquisendo un ruolo primario in materia di assetti, di valutazione del rischio d'insolvenza e, anche, relativo alla concessione del credito. Primazia che certo non potrà non essere raggiunta, a maggior ragione per gli interessi ivi coinvolti, nell'ambito della gestione delle imprese bancarie. Cfr., *inter alios*, L. AMMANNATI, G.L. GRECO, *Il credit scoring "intelligente": esperienze, rischi e nuove regole*, in questa *Rivista*, 2023, 3, 461 ss.; L.E. PERRIELLO, *Intelligenza artificiale e allerta: l'uso degli algoritmi per l'analisi e la stima del rischio di insolvenza*, in *Dir. fall.*, 2023, 3/4, 632 ss.; S. MANSOLDO, *Adeguatezza delle misure e degli assetti (in funzione della prevenzione e della tempestiva rilevazione della crisi) al tempo della trasformazione digitale*, in *Dir. fall.*, 2023, 3/4, 648 ss.; N. ABRIANI, G. SCHNEIDER, *Adeguatezza degli assetti, controlli interni e intelligenza artificiale*, in *Trattato delle società*, V. DONATIVI (a cura di), Torino, 2022, 1186 ss.; A. TIPALDI, *Crisi d'impresa e modelli predittivi: il ruolo dell'I.A. e della tecnologia "blockchain" nella prevenzione e nella composizione della crisi*, in *Riv. dir. impr.*, 2022, 2, 441 ss.

<sup>30</sup> A. VICARI, *Amministratori di banche e gestione dei crediti*, cit., 573.

L'espressione di cui all'articolo 2086, comma 2, c.c. impone di considerare le varie fasi del processo decisionale degli amministratori, nonché la ponderazione dei fattori di rischio. Infatti, «nonostante l'ineffabilità della nozione "assetti adeguati", scomponendone gli elementi costitutivi, si rinvengono (i) sistemi di amministrazione e controllo, (ii) metodi con cui si conduce un'operazione formata da una serie di atti coordinati tra loro e volti al conseguimento di uno stesso fine (deleghe e funzionamento dei comitati), e (iii) fenomeni unitari, omogenei, periodici (come il confronto dialogico e i flussi informativi tra componenti del *board*)»<sup>31</sup>.

Il dibattito circa l'applicabilità della *business judgment rule* alla previsione sugli assetti adeguati, risulta quantomai controverso. Infatti, parte della dottrina propende per la tesi negativa, sul presupposto che l'articolo 2086, comma 2, c.c. si sostanzia in un obbligo a contenuto specifico non discrezionale avente ad oggetto i generali principi di correttezza e buona fede degli amministratori<sup>32</sup> e non ai singoli atti di gestione<sup>33</sup>.

Al contrario, altra dottrina<sup>34</sup>, che pare preferibile seguire anche alla luce dell'evoluzione giurisprudenziale<sup>35</sup>, sostiene che le decisioni inerenti alla struttura organizzativa debbano essere considerate parte integrante dell'ambito gestionale. La clausola di adeguatezza degli assetti si qualificherebbe, dunque, come un principio flessibile, correlato alla diligenza, e, pertanto, anche per le decisioni organizzative dovrebbe prevalere il principio di non interferenza esterna, a condizione che (i) la decisione sia frutto di un processo razionale, (ii) non sia caratterizzata da imprudenza, e (iii) sia stata presa dopo le opportune

---

<sup>31</sup> Così: M.L. PASSADOR, *Il rumore nel consiglio di amministrazione*, in *Giur. comm.*, 2023, 5, 846.

<sup>32</sup> M.C.M. MOZZARELLI, *Appunti in tema di rischi organizzativo e procedimentalizzazione dell'attività imprenditoriale*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010, 739 ss.; R. RORDORF, *Doveri e responsabilità degli amministratori di società di capitali in crisi*, in *Società*, 2013, 671 ss.

<sup>33</sup> P. MONTALENTI, *La gestione dell'impresa di fronte alla crisi tra diritto societario e diritto concorsuale*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, 828.

<sup>34</sup> *Ex multis*, L. BENEDETTI, *L'applicabilità della business judgment rule alle decisioni organizzative degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2019, 423 ss.

<sup>35</sup> *Cfr.* Trib. Roma, Sezione specializzata in materia di impresa, Sedicesima Sezione civile, 8 aprile 2020.

verifiche sottese alla diligenza dettata dalla natura specifica dell'incarico amministrativo<sup>36</sup>.

Peraltro, con particolare riferimento alle società bancarie – nelle quali il ruolo degli amministratori non esecutivi è, in alcuni aspetti, simile a quello degli esecutivi secondo la normativa di settore, con conseguente incremento del rischio di incorrere in responsabilità – la dottrina più autorevole osserva che escludere le scelte organizzative dalla discrezionalità gestionale equivarrebbe a presumere che tali scelte debbano conformarsi a un modello astratto ottimale, non considerando la variabilità e l'opinabilità nella definizione di strutture organizzative, risorse e procedure interne<sup>37</sup>.

Appare pertanto condivisibile l'opinione di chi ritiene – con specifico riferimento all'analisi relativa al settore bancario – che «la *business judgment rule* non dovrebbe venire disattesa in caso di violazione di “doveri specifici”, quanto piuttosto in presenza di violazioni del dovere di agire informati e/o di “omissioni” di portata tale da poter essere qualificate come espressione di un comportamento non razionale. Ogni qualvolta ci si trovi, infatti, in presenza di un effettivo processo di “*directorial decisionmaking*” (anche riferito alla costruzione e valutazione degli assetti) effettuato su basi informate e razionali, la *business judgment rule* dovrebbe trovare applicazione»<sup>38</sup>.

Dunque, seguendo questo filone interpretativo, l'applicabilità della *business judgment rule* anche alla disciplina degli assetti e, relativamente alle banche, alla corrispondente disciplina sul rischio del credito, completano il quadro dei doveri (e delle corrispondenti responsabilità) degli amministratori di banche azionabili in giudizio,

---

<sup>36</sup> Sul punto si rimanda a M.L. PASSADOR, *Il rumore nel consiglio di amministrazione*, cit., 848, nt. 72.

<sup>37</sup> 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*, cit., 34.

<sup>38</sup> Cfr., per una più ampia argomentazione sull'argomento in discussione, A. VICARI, *Amministratori di banche e gestione dei crediti*, cit., 574, che rimanda anche, in nt. 24, a I. KUTUFÀ, *Adeguatezza degli assetti e responsabilità gestoria*, cit., 725 e M. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, cit., 87 ss., nonché, in nt. 25, alla giurisprudenza americana sull'“*implementation of oversight programs*” quali fattispecie di “*business decision*”.



dai quali discende l'obbligo di risarcimento del danno, della cui quantificazione si parlerà di seguito<sup>39</sup>.

#### 4. *La giurisprudenza sul criterio di quantificazione del danno da mala gestio nella concessione del credito*

All'esito della ricognizione dei presupposti della responsabilità dell'organo amministrativo danti corso all'obbligo di risarcimento del danno, occorre affrontare ora il punto centrale della pronuncia il commento, ovvero il criterio attraverso il quale deve avvenire la quantificazione del danno stesso<sup>40</sup>.

Tale questione è stata al centro di un vivace dibattito in ambito sia dottrinale sia giurisprudenziale, soprattutto alla luce della constatazione che la consequenzialità tra la *mala gestio* nella concessione del credito e il danno arrecato al patrimonio della banca risulta di non immediato accertamento e, allo stesso modo, ne risulta essere complicata la quantificazione.

In tali casi la giurisprudenza ha, infatti, elaborato due principali criteri di quantificazione equitativa del danno: il criterio del *deficit* fallimentare e il criterio del differenziale dei patrimoni netti (o, anche, dei netti patrimoniali).

---

<sup>39</sup> È tuttavia opportuno evidenziare come il tema sia stato affrontato anche dalla giurisprudenza richiamata dall'ordinanza in commento. Infatti, Cass., Sez. I, 21 dicembre 2022, n. 37440 statuisce che: «il giudizio sulla diligenza dell'amministratore nell'adempimento del proprio mandato è stato svolto non in rapporto alle scelte gestorie in quanto tali, ma all'omissione di quelle cautele, verifiche e informazioni preventive che (non solo normalmente, ma) finanche in base alla regola di condotta già stabilita dal c.d.a. si sarebbero dovute osservare *ex ante*». La pronuncia della Corte in questione non stabilisce linee guida precise, ma prevede che la valutazione del danno possa essere effettuata mediante un accertamento peritale. Tale accertamento deve avvenire senza alcuna critica alla convenienza o all'opportunità delle decisioni gestionali degli amministratori, riconoscendo quindi l'applicabilità dei limiti imposti dalla *business judgment rule* anche in questo contesto.

<sup>40</sup> Si noti, peraltro, che con riferimento all'identificazione del danno ci si limiterà, ai fini della trattazione circa la quantificazione del danno, ad analizzare lo specifico danno derivante da concessione del credito in violazione delle regole di diligenza e non si prenderanno in considerazione le ulteriori tipologie di danno (*inter alia*, irregolare e/o omessa tenuta delle scritture contabili; omesso pagamento di oneri fiscali e contributivi; atti distrattivi).

Secondo un primo orientamento giurisprudenziale, favorevole al metodo del c.d. *deficit* fallimentare, il danno prodotto dalla *mala gestio* deve essere calcolato sulla base della semplice differenza matematica tra attivo e passivo fallimentare<sup>41</sup>.

Il livello di approssimazione scontato dal suddetto criterio di calcolo ha condotto, oltre alle critiche della dottrina di cui si darà conto nel paragrafo che segue, a un contrasto giurisprudenziale risolto dalla sentenza n. 9100 del 6 maggio 2015 resa dalle Sezioni Unite della Suprema Corte con la quale la Corte ha esplicitato che la liquidazione del danno *ex* articolo 1226 c.c. è possibile solamente (i) ove non sia ipotizzabile procedere ad una puntuale ed analitica ricostruzione delle conseguenze patrimoniali della gestione in violazione degli obblighi di diligenza e, in aggiunta, (ii) purché siano esplicitate le ragioni che hanno impedito la suddetta ricostruzione, non operando – in estrema sintesi – automaticamente il criterio del *deficit* fallimentare<sup>42</sup>.

Infatti, nella determinazione del danno suscettibile di risarcimento «ci si deve allora chiedere se e quale tra gli inadempimenti (“qualificati”) in cui può incorrere l’amministratore di società, e che l’attore deve aver allegato quale ragione della sua domanda risarcitoria, sia astrattamente efficiente a produrre un danno che si assuma corrispondente all’intero deficit patrimoniale accumulato dalla società fallita ed accertato nell’ambito della procedura concorsuale. È evidente che lo potrebbero essere, in ipotesi, soltanto quelle violazioni del dovere di diligenza nella gestione dell’impresa così generalizzate da far pensare che proprio a cagione di esse l’intero patrimonio sia stato eroso e si siano determinate le perdite registrate dal curatore, o comunque quei comportamenti che possano configurarsi come la causa stessa del dissesto sfociato nell’insolvenza è necessario procedere considerando le violazioni “qualificate” commesse dall’amministratore, le quali

---

<sup>41</sup> In particolare, si vedano, tra le altre, le pronunce di: Cass., Sez. I, 4 aprile 1977, n. 1281; Cass., Sez. II, 19 dicembre 1985, n. 6493; Cass., Sez. I, 17 settembre 1997, n. 9252; Cass., Sez. I, 8 febbraio 2005, n. 2538; Cass., Sez. Un., 6 maggio 2015, n. 9100. Sull’evoluzione degli orientamenti giurisprudenziali sul criterio del *deficit* fallimentare, si veda M. CESPÀ, *Liquidazione equitativa del danno al patrimonio sociale: ammissibilità condizionata*, in *Resp. civ. prev.*, 2019, 3, 912 ss. e, più recentemente, S. BALLEARI, *Il criterio del “deficit” fallimentare nella giurisprudenza della Suprema Corte*, in *Giur. comm.*, 2023, 2, 842 ss.

<sup>42</sup> Cfr. Cass., Sez. Un., 6 maggio 2015, n. 9100; Cass., Sez. I, 11 luglio 2013, n. 17198; Cass., Sez. I, 4 luglio 2012, n. 11155; Cass., Sez. I, 8 febbraio 2005, n. 3032.

devono essere specificamente contestate al fine di evidenziare un nesso causale tra tali inadempienze e il danno per il quale si richiede un risarcimento»<sup>43</sup>. Pertanto, nell'impostazione delle Sezioni Unite, ove non sia neppure ipotizzabile un così ampio raggio di conseguenze dell'inadempimento denunciato, si rivela assolutamente illogico cercare di quantificare il danno risarcibile come la differenza tra il passivo e l'attivo patrimoniale definiti nel corso della procedura concorsuale. Questo poiché il rischio di perdite è una caratteristica intrinseca dell'esercizio d'impresa e la loro eventuale manifestazione non può essere automaticamente interpretata come un indicatore di inadempimento degli obblighi in capo all'amministratore<sup>44</sup>. Ciò rimane altrettanto vero anche nel caso in cui l'amministratore sia accusato di non aver adempiuto al proprio dovere di gestione diligente dell'impresa, dato che una gestione attenta e scrupolosa non è di per sé una garanzia di esiti positivi della gestione stessa<sup>45</sup>.

La successiva giurisprudenza, tanto di legittimità quanto di merito<sup>46</sup>, è dunque ricorsa, sempre per la quantificazione equitativa del danno, al già richiamato criterio dei netti patrimoniali, avvalendosi del criterio del *deficit* fallimentare esclusivamente in via sussidiaria<sup>47</sup> (e.g., laddove manchino le scritture contabili o se, a causa dell'irregolarità delle stesse, non si possa ricorrere al criterio dei netti patrimoniali<sup>48</sup>).

Secondo il predetto criterio, il danno consisterebbe nella differenza esistente tra la consistenza del patrimonio netto della società al momento dell'effettivo verificarsi della causa di scioglimento ed il

---

<sup>43</sup> Così: Cass., Sez. Un., 6 maggio 2015, n. 9100.

<sup>44</sup> Cfr. Cass., Sez. Un., 6 maggio 2015, n. 9100.

<sup>45</sup> Cfr. Cass., Sez. Un., 6 maggio 2015, n. 9100.

<sup>46</sup> Cass., Sez. I, 30 settembre 2019, n. 24431; Cass., Sez. I, 20 aprile 2017, n. 9983; Trib. Napoli, 8 marzo 2021; App. Catania, 16 gennaio 2020, n. 136; Trib. Milano, 5 giugno 2018.

<sup>47</sup> In questi termini, peraltro, anche la recente ordinanza: Cass., Sez. I, 12 maggio 2022, n. 15245. Cfr. S. BALLEARI, *Il criterio del "deficit" fallimentare nella giurisprudenza della Suprema Corte*, cit., 842 ss.; F. ROLFI, *Responsabilità degli amministratori ed omissione nella tenuta della contabilità: la Cassazione conferma il proprio orientamento*, in *Fall.*, 2023, 1, 56 ss.

<sup>48</sup> Si rimanda, per un'attenta e recente ricostruzione della giurisprudenza e della dottrina in merito al criterio dei netti patrimoniali, a: E. FREGONARA, *Il criterio dei netti patrimoniali nei procedimenti incardinati dopo la riforma del Codice della crisi*, in *Giur. comm.*, 2022, 3, 766 ss.

patrimonio netto della società al momento della sua formale messa in liquidazione. Pertanto, il danno risarcibile si identificherebbe nell'erosione del patrimonio netto prodotto dalla prosecuzione dell'attività sociale secondo "logiche non meramente conservative" del patrimonio<sup>49</sup>. Dunque, sulla base della riforma delle procedure concorsuali e della conseguente riformulazione dell'articolo 2486 c.c. (*rectius*, dell'aggiunta del nuovo terzo comma), tale criterio assurge a principale meccanismo di calcolo, sebbene, come si vedrà in seguito, non esente da critiche e perplessità. Per ciò che qui concerne, vale la pena evidenziare che il criterio ha storicamente trovato applicazione in tutti quei giudizi in cui sia venuto in rilievo l'istituto della concessione abusiva di credito<sup>50</sup>.

Ai succitati orientamenti giurisprudenziali che hanno avallato una quantificazione equitativa del danno, se ne è successivamente affiancato uno di diverso avviso.

Infatti, valorizzando il disposto dell'articolo 1223 c.c., secondo il quale il risarcimento, nelle sue forme di danno emergente e lucro cessante, deve essere conseguenza diretta e immediata dell'inadempimento, tale divergente giurisprudenza – nell'ambito della quale può annoverarsi anche la pronuncia delle Sezioni Unite sopra richiamata – ha tentato di definire una – a proprio avviso – più corretta applicazione del principio di causalità quale fondamento della richiesta di risarcimento degli effetti dannosi direttamente e immediatamente attribuibili alla *mala gestio*<sup>51</sup>.

---

<sup>49</sup> Cfr., *inter alias*, Trib. Milano 23 settembre 2015.

<sup>50</sup> Infatti, il fenomeno generale definito "concessione abusiva del credito" (*genus* di fattispecie alquanto diverse) ricomprende al suo interno tutte quelle attività che influiscono sulla gestione di finanziamenti già erogati, quali, ad esempio, la semplice proroga temporale di cui si diceva sopra, cfr. E. DEPRETIS, *Concessione abusiva di credito e aggravamento del dissesto: la quantificazione del danno al patrimonio sociale*, in *Dir. fall.*, 2019, n. 2, 468; L. BALESTRA, *Crisi dell'impresa e abusiva concessione del credito*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 111.

<sup>51</sup> Cass., Sez. I, 4 luglio 2012, n. 11155, la quale ha precisato che «il mancato rinvenimento della contabilità d'impresa non determina in modo automatico che l'ex amministratore risponda della differenza tra l'attivo e il passivo accertati in sede fallimentare, potendo il giudice di merito applicare il criterio differenziale soltanto in funzione equitativa, attraverso l'indicazione delle ragioni che non hanno permesso di accertare gli specifici effetti pregiudizievoli della condotta e che rendono plausibile ascrivere al convenuto l'intero sbilancio patrimoniale» (principio di diritto

Tale esigenza di determinazione concreta del danno, peraltro, ha dato luogo alla formazione – potrebbe dirsi, nuovamente e ricorrentemente – di due orientamenti che ne hanno declinato una differente applicazione rispetto alla fattispecie del danno derivante dal «concretizzarsi del rischio del credito»<sup>52</sup>.

In particolare, parte della giurisprudenza ritiene che la quantificazione del danno derivante da un'esposizione creditizia concessa in violazione dell'ordinaria diligenza richieda una valutazione anticipata delle prospettive di recupero, senza potersi attendere la conclusione, per sua natura aleatoria e potenzialmente a lungo termine, delle singole procedure giudiziarie ed esecutive. In altri termini, secondo tale impostazione, ci si troverebbe di fronte a un danno la cui esistenza è pressoché certa, ma la cui quantificazione precisa è impraticabile. Di conseguenza, la liquidazione del danno dovrebbe essere effettuata basandosi su un giudizio prognostico circa le probabilità che i finanziamenti incautamente concessi vengano ripagati<sup>53</sup>.

La pronuncia in commento sposa tuttavia un orientamento contrapposto all'orientamento giurisprudenziale poc'anzi illustrato,

---

confermato anche da Cass., Sez. I, 11 luglio 2013, n. 17198), nonché Cass., Sez. I, 8 febbraio 2005, n. 2538; Cass., Sez. I, 15 febbraio 2005, n. 3032.

<sup>52</sup> Calzante espressione da attribuire a: P. MARCHETTI, *Una metodologia di quantificazione del danno imputato alla governance bancaria*, in *Rivista di Diritto del Risparmio*, 2020, 3, 2.

<sup>53</sup> Cass., Sez. III, 31 luglio 2017, n. 18946: «accertato [...] che le condotte illecite [...] avevano determinato la concessione di credito senza adeguato controllo, cioè a soggetti la cui solvibilità non era stata adeguatamente verificata, è evidente che il danno derivante da siffatte condotte illecite non può che consistere nella concretizzazione del rischio dell'insolvenza dei debitori. E la liquidazione di un siffatto danno non può che avvenire mediante una valutazione delle prospettive di recupero dell'esposizione imprudentemente costituita, sulla base di un giudizio prognostico con riguardo ai debitori, non essendo ovviamente possibile attendere, per liquidarlo, i tempi del tutto incerti e indefiniti di conclusione delle azioni giudiziarie e delle eventuali successive procedure di recupero nei confronti di ciascuno di essi. In altri termini, si tratta di una situazione in cui il danno è sostanzialmente certo, ma non è possibile la esatta concreta determinazione della sua entità, e quindi esso deve essere necessariamente liquidato – anche attraverso una valutazione equitativa ai sensi dell'art. 1226 c.c. – tenendo conto delle prospettive di recupero dei crediti incautamente concessi [...] in base ad un accertamento di fatto fondato sugli elementi istruttori disponibili, ed adeguatamente motivato [...]».

prendendo le mosse le mosse dalla già richiamata pronuncia della Cass., Sez. I, 21 novembre 2016, n. 23632.

La Suprema Corte, infatti, introduce il concetto di “danno attuale” relativamente alla *mala gestio* nella concessione del credito e rinviene tale attualità nella riduzione delle capacità gestionali e di investimento dell’istituto di credito come diretta conseguenza della svalutazione del portafoglio clienti e dei costi di gestione finalizzati al recupero dei crediti concessi in violazione dell’ordinaria diligenza.

Il suddetto danno è definito come la contrazione delle capacità operative e di investimento della banca, risultante tanto dalla svalutazione del portafoglio crediti quanto dagli oneri gestionali accresciuti per il recupero dei finanziamenti, indipendentemente dall’esito delle azioni giudiziarie esperite per tale recupero. Quest’orientamento si differenzia dal precedente proprio relativamente all’elemento appena descritto, che trova conferma, oltre che nella pronuncia in commento, anche in Cass., Sez. I, 21 dicembre 2022, n. 37440, ove si afferma, con riferimento al principio di diritto enunciato da Cass., Sez. I, 21 novembre 2016, n. 23632, che «A tale principio va data continuità, e ciò sta a significare che l’esito di quelle eventuali azioni [di recupero dei finanziamenti erogati] non è in generale rilevante ai fini dell’affermazione di responsabilità»<sup>54</sup>.

Per di più, l’eventuale ricorso ad una consulenza tecnica d’ufficio – che, con riferimento alle singole posizioni debitorie “dannose” per la banca e conseguenti alla condotta degli amministratori, accerti la quantificazione di tali posizioni anche “scontando” l’eventuale svalutazione dei crediti – depone a favore della correttezza di un giudizio *ex ante* che possa prescindere – anche mediante l’utilizzo delle tecniche contabili di cui agli articoli 2423 e ss. c.c. e ai principi contabili nazionali (OIC) ed internazionali (IAS e IFRS), – dalle considerazioni circa l’attività di recupero del credito anche ove eventualmente posta in essere dall’organo amministrativo della banca<sup>55</sup>.

Dunque, secondo quest’ultimo orientamento giurisprudenziale, il danno deve essere qualificato come “attuale”, in quanto originato direttamente dalla concessione di credito senza il rispetto dei criteri di

---

<sup>54</sup> Così: Cass., Sez. I, 21 dicembre 2022, n. 37440 (*corsivo* aggiunto).

<sup>55</sup> Ci si riferisce alla pronuncia in commento: Cass., Sez. I, 20 settembre 2023, n. 26867.

economicità e di prudenza da parte degli amministratori e non dal tentativo fallito di recuperare il credito, che – come tale – è un evento successivo.

Pertanto, il risarcimento dovuto alla banca deve basarsi sul principio di causalità materiale, dimostrando un legame tra il danno (*i.e.*, il credito non recuperato) e la condotta degli amministratori (*i.e.*, violazione delle norme di diligenza specifica nella gestione dei finanziamenti e nella salvaguardia del patrimonio), la cui quantificazione si sostanzia sia nel valore del credito non recuperato sia nel mancato impiego potenziale di tali fondi nell'attività bancaria.

Si aggiunga, infine, che il suddetto orientamento giurisprudenziale ammette – conformemente all'insegnamento della dottrina tradizionale<sup>56</sup> – la risarcibilità anche del c.d. “danno futuro”, che la Suprema Corte riconosce come prevedibile e quantificabile secondo criteri oggettivi e passibile di liquidazione anche equitativa. In proposito, si afferma che «non solo un danno futuro ma prevedibile e quantificabile secondo criteri oggettivi può e deve essere riconosciuto e liquidato, sia pure in via equitativa, ma, nella specie, è la stessa concessione di credito senza criteri di economicità e presenzialità a porre in essere un danno attuale. Danno consistente nella svalutazione del portafoglio crediti della banca e nella drastica riduzione delle capacità gestionali e di investimento che, non a caso, hanno portato alla sua liquidazione»<sup>57</sup>.

---

<sup>56</sup> Cfr. C.M. BIANCA, *Diritto civile, vol. V, La Responsabilità*, Milano, 1997, 160.

<sup>57</sup> Così: Cass., Sez. I, 21 novembre 2016, n. 23632. Sebbene, è solo il caso di notare, che controversa è la stessa nozione giurisprudenziale di danno futuro, considerando che altra giurisprudenza ritiene risarcibile il danno futuro a condizione che sussista un elevato grado di probabilità che esso si verifichi secondo un criterio di regolarità (*i.e.*, *id quod plerumque accidit*). Su quest'ultimo aspetto si veda: Cass., Sez. I, 27 aprile 2010, n. 10016.

5. *Segue. Cenni di dottrina sul criterio di quantificazione del danno da concessione del credito in violazione dell'ordinaria diligenza*

Il tema relativo alla quantificazione del danno è da sempre – in tutte le sue sfaccettature – oggetto di minuziosa analisi da parte della dottrina<sup>58</sup>.

Con riferimento, più nel dettaglio, alla quantificazione del danno in materia di azione di responsabilità avverso gli amministratori, la dottrina maggioritaria ha sin da subito criticato l'impiego di criteri "meccanici"<sup>59</sup>.

In particolare, tale dottrina si è concentrata sull'analisi del criterio di quantificazione del danno c.d. del *deficit* fallimentare<sup>60</sup>. La semplice differenza contabile tra attivo e passivo fallimentare, infatti, non è apparsa coerente con la necessaria esistenza di un legame causale tra la condotta e il danno, considerato che tra le passività spesso sono inclusi debiti che non possono essere attribuiti alla perdita di capitale identificata, in quanto preesistenti<sup>61</sup>.

Con riferimento, invece, alla liquidazione del danno secondo il criterio della differenza tra i netti patrimoniali, come si è detto, l'articolo 2486 c.c. nel nuovo terzo comma stabilisce il criterio del patrimonio netto come regola prevalente per la valutazione delle responsabilità amministrative che, salvo dimostrazione contraria,

---

<sup>58</sup> Si pensi, in particolare alla disputa tra concezione naturalistica e concezione giuridica della quantificazione del danno. Per un inquadramento generale dell'argomento si rimanda, *inter alios*, a: F.P. PATTI, *La determinazione convenzionale del danno*, Napoli, 2015, 342 ss.; P. CENDON (a cura di), *La prova e il quantum nel risarcimento del danno*, Milano, 2013; P. CARBONE, *La quantificazione del danno*, in *Danno e Responsabilità*, 2010; G. VISINTINI, *Trattato breve della responsabilità civile*, Padova, 2005; C.M. BIANCA, *Diritto civile*, vol. V, *La Responsabilità*, cit., 160.

<sup>59</sup> Per tutti, A. JORIO, *Perdita del capitale sociale: responsabilità degli amministratori e par condicio creditorum*, in *Giur. comm.*, 1987, I, 175 ss.

<sup>60</sup> Si veda, *inter alios*, G. DOMENICHINI, *In tema di doveri e responsabilità dei sindaci*, in *Società*, 1998, 1025 ss.

<sup>61</sup> A. MAMBRIANI, *La prova del danno nelle azioni di responsabilità esercitate dal Curatore Fallimentare ex art. 146 L. F.*, in Atti del Convegno ODCEC Milano, "L'Azione di responsabilità esercitata dal Curatore Fallimentare ex art. 146 L.F.", 2012, 3.



diventa il parametro di *default* del danno<sup>62</sup>. Conseguentemente, il metodo del *deficit* fallimentare sarebbe adottato in modo suppletivo, ovvero solo nel caso in cui le scritture contabili manchino o presentino irregolarità, oppure quando, per altre ragioni, non sia possibile determinare i netti patrimoniali con precisione.

Peraltro, il venir meno del nesso di causalità, infatti, si porrebbe in contrasto con i tre elementi fondamentali su cui si basa la responsabilità degli amministratori di società: (i) l'inadempimento degli obblighi da parte degli stessi; (ii) il danno subito dalla società; e (iii) il nesso causale tra l'inadempimento e il danno<sup>63</sup>. In particolare, per quanto concerne l'obbligo di risarcimento, l'amministratore è tenuto a indennizzare solo quei danni che sono direttamente e immediatamente riconducibili alla sua condotta inadempiente<sup>64</sup>.

Peraltro, posto che agli amministratori possono essere addebitate una varietà di violazioni diverse, ciascuna capace di generare effetti specifici, assume particolare rilevanza il profilo probatorio<sup>65</sup>. Infatti, sulla base di quanto finora esposto, si deduce che, sul versante degli oneri probatori, chi voglia agire per far valere la responsabilità degli amministratori per inadempimento dei propri obblighi è tenuto a dimostrare, in ossequio ai principi generali sull'onere della prova, che

---

<sup>62</sup> A. BARTALENA, *Le azioni di responsabilità nel codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in *Fall.*, 2019, 306.

<sup>63</sup> L. BERTI, *Il nesso di causalità in responsabilità civile. La responsabilità civile*, Milano, 2013. In giurisprudenza si vedano, *ex multis*, Cass., Sez. Un., 23 gennaio 2017, n. 1641; Cass., Sez. I, 29 ottobre 2008, n. 25977; Cass., Sez. I, 15 febbraio 2005, n. 3032; Cass., Sez. I, 9 luglio 1987, n. 5989.

<sup>64</sup> M. VITIELLO, *Il danno risarcibile nelle azioni di responsabilità della curatela*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 163; A. MAMBRIANI, *La prova del danno nelle azioni di responsabilità esercitate dal Curatore Fallimentare ex art. 146 L. F.*, cit., 4.

<sup>65</sup> Sulla semplificazione con riguardo alla quantificazione del danno si vedano: A. JORIO, *Note minime su assetti organizzativi, responsabilità e quantificazione del danno risarcibile*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 821; A. ABRIANI, A. ROSSI, *Nuova disciplina della crisi d'impresa e modificazioni del codice civile*, in *Società*, 2019, 396 ss.; 410. Nel senso in cui la norma, in realtà, non inciderebbe né sulla problematica della quantificazione del danno né sul nesso di causalità tra condotta e danno stesso: R. ROSAPEPE, *Responsabilità degli amministratori per la prosecuzione dell'attività successivamente al verificarsi di una causa di scioglimento e criteri di determinazione del danno risarcibile*, in *Dir. fall.*, 2019, I, 1209; S. BASTIANON, *Le azioni di responsabilità contro gli amministratori al tempo del Codice della crisi e dell'insolvenza*, in *Fallimentarista*, 2019.

sono state adottate decisioni gestionali caratterizzate dall'assunzione di nuovi rischi economico-commerciali, successivamente alla perdita del capitale, e che tali azioni siano state compiute in un contesto che trascende una mera logica di conservazione<sup>66</sup>.

#### 6. *Considerazioni conclusive*

Alla luce di quanto si è detto, possono trarsi alcune conclusioni su quello che è stato il percorso argomentativo della Suprema Corte nella pronuncia in commento (e, ancor di più, del filone giurisprudenziale in cui tale pronuncia si inserisce, peraltro richiamandolo espressamente), nonché sulle scelte ivi operate.

In particolare, la soluzione adottata dalla Corte di Cassazione in punto di quantificazione del danno derivante da concessione di credito in violazione dell'ordinaria diligenza appare porsi nell'ottica di una maggior tutela del patrimonio dell'istituto di credito. Ciò in quanto quantificare il danno risarcibile sulla base della svalutazione del portafoglio clienti, dei costi di gestione finalizzati al recupero dei finanziamenti erogati, nonché alla riduzione delle capacità gestionali e di investimento, implica un'indicazione analitica delle singole voci da tenere in considerazione nell'ambito dell'operazione di quantificazione, prescindendo da altre valutazioni maggiormente aleatorie. In particolare, evitare la considerazione prospettica – e dunque intrinsecamente connotata da caratteri di incertezza – delle potenzialità di successo delle azioni di recupero dei finanziamenti erogati, favorisce la reintegrazione del patrimonio della banca.

Peraltro, l'impostazione della Suprema Corte sembra essere ispirata dalla tutela del patrimonio dell'istituto di credito – nella prospettiva della sua reintegrazione come esito del contenzioso risarcitorio – come strumento ultimo di salvaguardia dei singoli clienti, del sistema bancario generalmente inteso, anche in ragione degli interessi protetti dall'articolo 47 della Costituzione che, come ribadito più volte in giurisprudenza<sup>67</sup>, plasmano – tenuto conto della rilevanza pubblicistica – le norme in materia di organizzazione e *governance* bancaria.

---

<sup>66</sup> A. MAMBRIANI, *La prova del danno nelle azioni di responsabilità esercitate dal Curatore Fallimentare ex art. 146 L. F.*, cit., 4.

<sup>67</sup> Cass., Sez. II, 5 febbraio 2013, n. 2737 ha affermato – con riferimento al dovere di tutti gli amministratori non delegati di agire in modo informato sancito dall'articolo

In aggiunta, può affermarsi che le considerazioni rese da quella dottrina che – stimolata dal principio di diritto elaborato dalla giurisprudenza cui la pronuncia in commento aderisce – propone, in materia di determinazione del danno, il criterio del c.d. “tasso di recupero *ex ante*”<sup>68</sup> quale criterio preferibile in materia, paiono ampiamente condivisibili.

Infatti, come opportunamente sostenuto, il tasso di recupero *ex ante* potrebbe essere considerato un criterio adeguato per quantificare il danno risarcibile, in quanto consentirebbe di equilibrare le esigenze di attualità del danno e le prospettive di recupero del credito. Questo approccio dottrinale si rivelerebbe particolarmente utile quando i metodi di liquidazione proposti non risultino conformi al criterio di causalità materiale, richiedendo una valutazione equitativa ai sensi dall’articolo 1226 c.c.<sup>69</sup>.

Il predetto tasso permetterebbe dunque di collegare il risarcimento alla prevedibilità dell’irrecuperabilità del credito al momento della sua concessione, indipendentemente dalla precisione del metodo di liquidazione proposto dal presunto danneggiato. Conseguentemente, il riferimento ai *recovery rate* medi<sup>70</sup> consentirebbe di valutare le prospettive di recupero e attribuire la responsabilità per le perdite

---

2381, comma 6, c.c. – che «[...] è particolarmente stringente in materia di organizzazione e governo societario delle banche, anche in ragione degli interessi protetti dall’art. 47 Cost., la cui rilevanza pubblicistica plasma l’interpretazione delle norme dettate dal codice civile. La diligenza richiesta agli amministratori risente, infatti, della “natura dell’incarico” ad essi affidato ed è commisurata alle “loro specifiche competenze” (art. 2392)».

<sup>68</sup> Il “tasso di recupero *ex ante*” (funzione di tre variabili: il tasso di interesse; l’ammontare del credito recuperato; e il tempo di recupero) consiste in una componente del rischio di credito che, nella valutazione dell’operazione finanziaria, permette di calcolare quella percentuale del credito che potrà essere recuperato in caso di insolvenza. Per un’approfondita analisi relativamente alla validità del criterio qui riproposto, anche alla luce delle evidenze empiriche proposte, cfr. P. MARCHETTI, *Una metodologia di quantificazione del danno imputato alla governance bancaria*, cit., 6.

<sup>69</sup> Cfr. P. MARCHETTI, *Una metodologia di quantificazione del danno imputato alla governance bancaria*, cit., 6.

<sup>70</sup> Cfr. P. MARCHETTI, *Una metodologia di quantificazione del danno imputato alla governance bancaria*, cit., 16; A.L. FISCHETTO, I. GUIDA, A. RENDINA, G. SANTINI, M. SCOTTO DI CARLO, *I tassi di recupero delle sofferenze nel 2017*, in *Note di stabilità finanziaria e vigilanza*, n. 13, dicembre 2018, Banca d’Italia.

prevedibili agli amministratori negligenti, in linea con una valutazione *ex ante*. In caso di carenze nella valutazione del merito creditizio e omissioni nel monitoraggio, si dovrebbe conseguentemente considerare il potenziale recupero dalle garanzie e determinare la perdita netta causata dalle condotte contestate.

In definitiva, tale correttivo risulterebbe più “congruo” nel tener conto delle perdite effettivamente attribuibili alla responsabilità dell’amministratore che abbia concesso il credito in violazione dell’ordinaria diligenza e, pertanto, si auspica un recepimento a livello giurisprudenziale a complemento dell’orientamento che si è qui commentato.

## **La verifica di idoneità degli amministratori delle banche quotate “alla prova” del nuovo voto di lista: prime riflessioni alla luce delle recenti novità della legge 21/2024 (legge capitali).**

**SOMMARIO:** 1. Introduzione. – 2. Il nuovo voto lista e la lista del c.d.a. uscente: la verifica di idoneità come strumento di “procedimentalizzazione” della presentazione delle candidature. - 3. Lista del c.d.a., liste dei soci e tutela delle minoranze. L’estensione del “*fit and proper assessment*” alla lista (lunga) dei soci. - 4. L’idoneità dell’organo amministrativo “alla prova” della doppia votazione. - 5. Conclusioni: verso una lista unica? La lista del c.d.a. come lista istituzionale.

### *1. Introduzione*

L’evoluzione della disciplina degli enti creditizi, sviluppatasi dopo la crisi finanziaria internazionale del 2007<sup>1</sup>, si è caratterizzata nell’ultimo ventennio per una crescente attenzione del legislatore, sia europeo che nazionale, verso le regole di *governance*, secondo un paradigma che, al fine della sana e prudente gestione delle banche, attribuisce grande rilievo non più soltanto al capitale finanziario ma anche al “*capitale umano*”<sup>2</sup>.

Una delle direttrici di tale percorso consiste in un deciso rafforzamento dei requisiti dei componenti l’organo gestorio che, soprattutto nell’impresa bancaria, assolve una funzione non più limitata

---

<sup>1</sup> Il legame tra la crisi finanziaria e gli interventi normativi oggetto del presente lavoro è un dato largamente acquisito da parte della dottrina vedi, tra gli altri, K.J. HOPT, *Better Governance of Financial Institutions*, ECGI Working Paper n. 207/2013, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), pp. 337 ss., ed è espressamente citato nel considerando 53 della Direttiva UE 36/2013 *Capital Requirement Directive*, o CRD IV).

<sup>2</sup> L’espressione viene adoperata già nel titolo della sua opera da G. MUCCIARONE, *L’adeguatezza degli “amministratori” della banca. Dal capitale al capitale umano*, Torino, 2019, 1 ss., per esprimere il mutamento del quadro normativo di riferimento che, all’indomani della crisi finanziaria, in un insieme di interventi volto a rafforzare la vigilanza sulle banche e la stabilità del sistema finanziario attraverso le regole sul patrimonio (cfr. gli accordi di Basilea III e la CRD IV), ha visto la proliferazione di regole sul governo societario, con particolare riguardo ai requisiti degli amministratori e degli esponenti aziendali in generale. Sul punto cfr. anche K. HOPT, *Corporate governance of banks after the Financial Crisis*, in *Financial regulation and supervision*, Oxford, 2012, 365 ss.

alla soluzione dei tradizionali problemi di *agency* ma sempre più incentrata sulla gestione del rischio (*risk governance*)<sup>3</sup>, in funzione della tutela dei creditori, dei depositanti e degli altri *stakeholder*.

Tali aspetti, che fanno il loro ingresso nel dibattito internazionale già in tempi non sospetti<sup>4</sup>, sono stati oggetto negli ultimi anni di interventi di disciplina sempre più frequenti e capillari suscitando inevitabilmente la crescente attenzione anche dell'interprete. Non potendo ripercorrere le diverse tappe di sviluppo di tale disciplina, il punto di svolta pare possa ravvisarsi nella Direttiva europea 2013/36 (di seguito CRD IV) che, nel rafforzare i requisiti sostanziali di idoneità degli amministratori (art. 91) ha altresì predisposto i relativi presidi di effettività (art. 88), introducendo il procedimento di valutazione dell'organo amministrativo e dei suoi componenti (*fit and proper assessment*) e regolando le conseguenze dell'eventuale inidoneità, anche attraverso l'intervento dell'Autorità di Vigilanza.

Alla direttiva 2013/36 (CRD IV peraltro successivamente modificata<sup>5</sup>) fa seguito una lunga serie di interventi attuativi, tra cui si evidenzia, il d.lgs. 12 maggio 2015, n. 72, che ha "riscritto" l'art. 26 del t.u.b., rendendo necessaria l'emanazione del nuovo decreto ministeriale 23 novembre 2020, n. 169, con cui il MEF ha emanato il *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* (in seguito, anche solo regolamento o reg.)<sup>6</sup>.

---

<sup>3</sup> Circostanza che, non solo si ricava in via interpretativa dal complessivo quadro normativo, ma costituisce un principio messo nero su bianco nelle Disposizioni di Vigilanza della Banca d'Italia che, tra i compiti degli amministratori, pongono al primo posto proprio "il governo dei rischi" (Circ. 285/2013, parte I, tit. IV, cap. 1, sez., III, § 2.2).

<sup>4</sup> Basti pensare che sia i Principi Ocse del 2004, che i Principi di Basilea del 2006 trattano diffusamente il tema della qualità degli amministratori; mentre il principio di adeguata composizione collettiva dell'organo gestorio compare per la prima volta nel 2010 nella nuova versione dei *Principles for enhancing corporate governance* (Basel Principles 2010, cap. III, §§ 34-39).

<sup>5</sup> In seguito, l'art. 91 è stato modificato dall'art. 1 direttiva 2019/878 (CRD V).

<sup>6</sup> Completano il quadro normativo, a livello europeo, gli *Orientamenti congiunti* emanati dall'EBA e dall'ESMA *Sulla valutazione di idoneità dei membri dell'organo di gestione e del personale che riveste ruoli chiave* (di seguito solo Orientamenti o

Da tale articolato quadro normativo emerge nitidamente, quale punto di partenza di queste brevi riflessioni, la circostanza per cui l'organo amministrativo, nelle sue diverse articolazioni, da semplice destinatario di un determinato set di norme, diviene protagonista attivo dell'intero procedimento, ergendosi così a "garante" della corretta composizione del consiglio.

L'importanza della richiamata disciplina sui requisiti degli amministratori nel sistema di governance – il cui rispetto è condizione per l'esercizio stesso dell'attività bancaria – impone una riflessione supplementare sui presidi di effettività di tali regole e quindi in primo luogo sul procedimento del *fit and proper assessment* che attribuisce prima all'ente, tramite l'organo amministrativo, e poi all'Autorità di vigilanza il compito di valutare l'adeguatezza della composizione del consiglio e dei suoi membri, sia in occasione della nomina, sia successivamente durante lo svolgimento dell'incarico.

A tal fine, è altresì indispensabile estendere l'indagine al sistema di nomina degli amministratori, che nella prassi delle banche quotate si articola nei meccanismi del voto di lista come regolato dal testo unico in materia finanziaria (art.147-ter.). Tale istituto è stato recentemente oggetto di un importante intervento di riforma - con l'introduzione ad opera dell'art. 12 della legge n. 21 del 5 marzo 2024 (di seguito anche "legge capitali") dell'art. 147-ter.1. rubricato "*Lista del consiglio di amministrazione*" – che se per un verso conferma la centralità dell'organo amministrativo nel sistema di *governance* della grande impresa quotata, per altro verso pone all'interprete inediti dubbi interpretativi – cui da subito sono state dedicate approfondite riflessioni<sup>7</sup> - e nuove istanze di coordinamento tra i due settori di disciplina.

---

Linee guida *Guide lines*) nell'ultima edizione del 2 luglio 2021, la *Guida alla verifica dei requisiti di idoneità* della BCE del dicembre 2021; a livello interno le *Disposizioni sulla procedura di valutazione dell'idoneità degli esponenti di banche, intermediari finanziari, confidi, istituti di moneta elettronica, istituti di pagamento e sistemi di garanzia dei depositanti* emanate dalla Banca d'Italia il 4 maggio 2021 e il 35o aggiornamento delle *Disposizioni di vigilanza per le banche* (circolare Banca d'Italia 285/2013) che, in data 30 giugno 2021, ha modificato il capitolo dedicato al Governo societario (in seguito, DGS o disp. vig).

<sup>7</sup> Cfr. per tutti, M. VENTORUZZO, *Art. 12. Lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate*, in *Commentario alla legge Capitali*, P. Marchetti, M. Ventoruzzo (a cura di), Pisa, 2024, 84 ss.; M. STELLA RICHTER, *Lista del consiglio di*

Invero, proposta e formazione delle liste, nomina e valutazione dei componenti del consiglio rappresentano attività che inevitabilmente interagiscono tra loro, esprimendo a seconda dei casi un collegamento più o meno forte, teleologicamente rivolto alla corretta composizione e all'efficiente funzionamento dell'organo amministrativo, quali fondamenta per la sana e prudente gestione dell'ente.

Attraverso queste brevi riflessioni si intende quindi mettere in luce i punti di emersione di questo collegamento tra le due discipline, ora valorizzando i casi in cui tale rapporto tra gli istituti possa portare dei benefici, anche incentivando, attraverso il ricorso agli strumenti dell'autonomia privata, prassi virtuose, ora evidenziando i casi in cui tale collegamento esprime qualche tensione, suggerendo eventuali correttivi da attuarsi in via applicativa.

*2. Il nuovo voto lista e la lista del c.d.a. uscente: la verifica di idoneità come strumento di “procedimentalizzazione” della presentazione delle candidature.*

La prima indicazione che si trae dal nuovo articolo 147-ter.1 è la espressa conferma di legittimità della prassi che vede sovente il consiglio di amministrazione uscente presentare una lista di candidati per il rinnovo dell'organo amministrativo. Tale statuizione si apprezza non tanto in termini assoluti, nel senso di rendere ammissibile *expressis*

---

*amministrazione e autonomia statutaria. Prime riflessioni*, in *Consiglio nazionale notariato*, Studio 43-2024; ASSONIME, *Legge 5 marzo 2024, n. 21: interventi a sostegno della competitività del mercato dei capitali*, circolare n. 6/2024, 47 ss. Sul testo del disegno di legge, prima della promulgazione della legge v. G. PRESTI, *Elezione degli amministratori e lista del Cda: peggio il rammendo del buco*, in *Riv. soc.*, 5-6, 2023, 1078 ss.



*verbis* ciò che nel silenzio<sup>8</sup> della legge era dubbio<sup>9</sup>, quanto piuttosto nel precisare le modalità di esercizio e la funzione che tale strumento può assumere nel procedimento di composizione e nomina del consiglio. Con riguardo al primo profilo, la presentazione della lista da parte del c.d.a. è ammessa solo in presenza di una clausola statutaria in tal senso, dovendo diversamente ritenersi preclusa.

Inoltre, la presentazione della lista del c.d.a. viene consentita in via generalizzata, facendo così venir meno la tesi, pur sostenuta da una parte della dottrina<sup>10</sup>, che la considerava uno strumento sussidiario

---

<sup>8</sup> Invero, sebbene l'istituto non fosse ancora compiutamente disciplinato, vi erano già prima dell'intervento della legge capitali due non irrilevanti disposizioni riferite alla lista del c.d.a.: l'art. 4 della legge 474/1994 sulle privatizzazioni, che obbligò le società in procinto di essere privatizzate, a fronte del limite al possesso azionario, a prevedere la possibilità per il consiglio uscente di presentare una sua lista (v. per tutti S. CACCHI PESSANI, *Il voto di lista per la nomina degli amministratori nelle società a controllo "fluido": prassi, problemi e prospettiva*, in *Riv. soc.*, 2021, 4, 709 ss., e 724 ss.); e l'art. 4 del Codice di *corporate governance*, ove, ai fini della presentazione della lista del c.d.a., si richiede il coinvolgimento del comitato nomine.

<sup>9</sup> Dopo alcune iniziali ritrosie [S. ROSSI, *La nomina degli amministratori nelle società quotate*, in *La tutela del risparmio nella riforma dell'ordinamento finanziario*, L. De Angelis - N. Rondinone (a cura di), Torino, 2008, 51], l'orientamento dottrinale in tal senso è oggi largamente prevalente: M. STELLA RICHTER JR., *Voto di lista per la elezione delle cariche sociali e legittimazione dell'organo amministrativo alla presentazione di candidati*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, 4, *passim*; P. M. SANFILIPPO, *Sistemi di nomina degli amministratori e istanze partecipative nella società per azioni. Nuovi profili problematici*, in *Studi in onore di Umberto Belviso*, I, Bari, 2011, 736 ss.; N. CIOCCA, *Il voto di lista nelle società per azioni*, Milano, 2018, 402 ss.; M. VENTORUZZO, *Note sulla lista del consiglio uscente per l'elezione degli amministratori nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, 5-6-, 1407; M. IRRERA, *Luci e (molte) ombre sulla lista del c.d.a. per la nomina degli amministratori delle società quotate: brevi appunti*, Ottobre 2021, disponibile su [www.il caso.it](http://www.il caso.it), 3 ss. Per accurati riferimenti alle diverse posizioni si veda A. ZANARDO, *Art. 147-ter*, in *Commentario breve al testo unico della finanza*, V. Calandra Buonauro (a cura di), Milano, 2020, 1100.

<sup>10</sup> Cfr. sul punto G. BALLERINI, *La lista del consiglio di amministrazione*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, 768, secondo la quale il consiglio uscente potrebbe presentare una propria lista di candidati, «qualora verificata, con ragionevole probabilità e in coerenza con il suo dovere di perseguire l'interesse sociale, che i soci, nel caso concreto, non intendano o comunque non siano nelle condizioni di presentare una lista lunga». In tal senso si è espresso durante i lavori preparatori della legge capitali anche R. SACCHI, *Nota sulle previsioni in tema di presentazione di liste di candidati da parte dei consigli di amministrazione uscenti delle società quotate nel disegno di legge n. 1515*

rispetto all'ordinario procedimento di presentazione delle candidature descritto dall'art.147-ter t.u.f., e ne suggeriva pertanto un'applicazione residuale solo in caso di mancata presentazione di liste lunghe da parte dei soci. Soluzione quest'ultima non accolta dal legislatore, che infatti nulla prevede al riguardo, e che pare potersi escludere anche in via interpretativa, considerando che il nuovo art. 147-ter.1 al secondo comma richiede – giustamente – che la lista del c.d.a. venga presentata prima delle eventuali liste dei soci (almeno 40 giorni prima della data dell'assemblea, mentre lo stesso termine è di 25 giorni per le liste dei soci).

Sul piano generale, l'affermazione anche a livello normativo della lista del c.d.a. può essere accolta con favore, quale strumento naturalmente in grado di contribuire alla migliore selezione dei candidati, almeno nel senso di più qualificati, e di agevolare di conseguenza la formazione di un *board* coerente con le diverse regole previste sull'adeguatezza dei singoli componenti e sul rispetto della diversificata composizione collettiva dell'organo, cui si informa sia la disciplina delle società quotate (attraverso le *policy* del codice di autodisciplina), sia in modo cogente quella delle banche<sup>11</sup>.

Si noti, invero, che la lista proposta dal c.d.a. proviene per definizione da un organo soggetto a incisive regole di collegialità, trasparenza, correttezza, procedimentalizzazione e responsabilità (oltre

---

*in vista dell'audizione informale di fronte alla VI Commissione Finanze della Camera dei deputati, Milano, novembre 2023; ID., Una proposta in tema di lista del c.d.a., in Riv. soc., 2022, 2-3, 603 ss.*

<sup>11</sup> Tali profili di disciplina segnano tra le società di diritto speciale e quelle di diritto comune una netta distanza, tale da poter persino considerare non del tutto eccezionale il modello organizzativo complesso delle banche, basato su un insieme di meccanismi vincolanti di *checks and balances*, che potrebbe anzi essere talora utilizzato come chiave di lettura, evoluzione ed interpretazione del diritto azionario comune. In questa direzione, tra gli altri, P. MONTALENTI, *La corporate governance degli intermediari finanziari, profili di diritto speciale e riflessi sul diritto societario generale*, in AA.VV., *L'ordinamento italiano del mercato finanziario tra continuità e innovazioni*, V. Calandra Buonauro (a cura di), Milano, 2014, 7 ss.; ID., *Amministrazione e controllo nella società per azioni tra codice civile e ordinamento bancario*, in *Riv. soc.*, 2013, 53 ss. Ne è una conferma il fatto che talune regole organizzative speciali – come quelle in discorso – sono già previste nelle *best practices* delle società quotate, con la differenza che per le banche esse vengono previste come vincolanti, piuttosto che essere affidate a varie forme di autoregolamentazione come i codici di autodisciplina.

ad essere sottoposto a vigilanza nelle banche e nelle altre società di diritto speciale); composto peraltro anche da membri indipendenti e, di norma, esponenti scelti dalle minoranze, esposti al giudizio del mercato. La lista del consiglio di amministrazione è pertanto in grado di rappresentare tipicamente una proposta trasparente, maggiormente tracciabile e potenzialmente soggetta a responsabilità, quantomeno in termini di reputazione professionale, rispetto alle liste promosse dai soci, le cui valutazioni e determinazioni sono più libere ma anche meno proceduralizzate.

Si tratta inoltre di un istituto pienamente coerente con la funzione di autovalutazione del consiglio e ben integrato nei principi di *governance* degli emittenti quotati e delle banche, aggiungendo un nuovo e decisivo tassello al quadro regolamentare che riconosce all'organo amministrativo la funzione di "garante" del corretto procedimento di composizione e nomina del consiglio, a tutela dell'interesse non solo dei soci ma anche degli *stakeholder* e del mercato.

Del resto, già prima dell'entrata in vigore della legge capitali, vi erano significativi spazi di ingerenza del consiglio nel procedimento di selezione dell'organo amministrativo, che nelle banche<sup>12</sup> è tenuto ad indicare prima del voto assembleare la composizione qualitativa e quantitativa ottimale per soddisfare gli obiettivi di adeguatezza collettiva (cfr. artt. 11 e 12 del d.m. 169/2020). Tale prerogativa è stata recepita anche nelle Disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia<sup>13</sup>, ed interseca i compiti di autovalutazione successiva previsti dall'art. 26 co. 5 del t.u.b., ove si richiede di verificare successivamente la rispondenza tra la composizione quali-quantitativa ritenuta ottimale e quella

---

<sup>12</sup> Invero il principio di "idoneità collettiva" dell'organo amministrativo rispetto alla composizione ottimale preventivamente stabilita è stato recepito anche nella disciplina delle società quotate (cfr. art. 4 raccomandazione 23 del cod. corp. gov. 2020).

<sup>13</sup> Si vedano in particolare gli ultimi aggiornamenti alla circolare 285/2013 (parte I, tit. IV, cap. I, sez. IV, § 2.1, c), ove si precisa «che il consiglio deve individuare e *motivare* il profilo teorico (ivi comprese caratteristiche di professionalità e di eventuale indipendenza) dei candidati ritenuto opportuno». Sul tema diffusamente. G. MUCCIARONE, op. cit., 13, 84 ss. 3 100 ss. Si veda anche. F. VELLA, *La "qualità" del governo delle banche*, in *L'ordinamento italiano del mercato finanziario tra continuità e innovazioni*, V. Calandra Buonauro, A. Bartolacelli e F. Rossi, (a cura di) Milano, 2014, 48 ss.

effettiva risultante dal processo di nomina, motivando eventuali scostamenti.

La redazione di tale documento, che deve essere portato a conoscenza dei soci in tempo utile<sup>14</sup>, costituisce uno snodo importante del complessivo *iter*, sia dal punto di vista informativo - mettendo a disposizione di tutti gli azionisti elementi di valutazione e informazioni che altrimenti resterebbero confinati nell'ambito di un confronto informale tra il consiglio uscente ed alcuni soci (di controllo, o nelle società a controllo fluido gli azionisti strategici) - sia avuto riguardo alla possibile incidenza sul contenuto della proposta, considerando che eventuali scostamenti che dovessero riscontrarsi nelle liste dei soci rispetto agli orientamenti ed alle analisi svolte dal consiglio devono essere adeguatamente motivati<sup>15</sup>.

Se quindi l'organo amministrativo è chiamato a fornire, seppure in astratto, una cornice di indicazioni all'interno della quale deve svolgersi la selezione dei candidati, secondo un modello volto a favorire il confronto tra amministratori e soci<sup>16</sup>, la presentazione della lista da parte del c.d.a. ne rappresenta la lineare evoluzione, consentendo al consiglio di formulare proposte concrete in linea con le linee guida fornite, con esiti vantaggiosi sia nelle società a proprietà concentrata, sia in quelle a controllo fluido<sup>17</sup>.

---

<sup>14</sup> Disp. vig., sez. IV, n. 2.1.d.

<sup>15</sup> Si vedano ancora per le banche le Disp. Vig. § 2.1 (d), parte I, tit. IV, cap. I, sez. IV: «resta ovviamente salva la possibilità per gli azionisti di svolgere proprie valutazioni sulla composizione ottimale degli organi e di presentare candidature coerenti con queste, motivando eventuali differenze rispetto alle analisi svolte dal consiglio». Sul punto S. CACCHI PESSANI, *op. cit.*, 722 s.;

<sup>16</sup> Da diversi anni si sta assistendo, anche all'interno del dibattito teorico sulla *corporate governance*, ad uno spostamento dell'attenzione da quelli che vengono definiti i fenomeni di “*governance* interna” alle società, e, in particolar modo, la dialettica all'interno del *board*, verso quella che potremmo definire la “*governance* esterna”, cioè la dialettica fra *board* e azionisti [M. BIANCHI, *L'attivismo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate: un'analisi empirica*, in Aa. Vv., *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, M. Maugeri (a cura di), Milano, 2015, 6 ss.].

<sup>17</sup> Nel primo caso l'indicazione delle candidature da parte degli amministratori uscenti può portare i soci “forti” a rinunciare alla presentazione di una propria lista, alla condizione di poter comunque partecipare al procedimento nel contesto dell'interazione tra amministratori e soci favorita dal codice di autodisciplina (Cod. corp. gov., 2020, Principio IV e Raccomandazione n. 3), e diretta a «coagulare il più

Tuttalpiù, come da più parti rilevato <sup>18</sup>, meriterebbe maggiore attenzione il profilo legato al procedimento di formazione della lista, che, infatti, secondo il “Richiamo d’attenzione” della Consob, deve «assicurare la più ampia trasparenza e documentabilità del processo di selezione dei candidati anche tramite una adeguata verbalizzazione delle riunioni del C.d.a. e dei comitati eventualmente coinvolti da cui risulti in modo chiaro e motivato l’iter che conduce alla scelta delle specifiche candidature, anche rispetto ai criteri di selezione preventivamente individuati»<sup>19</sup>. Ebbene, per quanto l’intervento della

---

ampio consenso» intorno alla lista. Sul punto A. PERRONE, P. M. SANFILIPPO, *La lista presentata dal consiglio di amministrazione nelle società a proprietà concentrata*, in AA. VV. *Governance e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, M. Callegari, S. Cerrato e E.S. Desana (a cura di), Torino, 2022, 832 s., i quali evidenziano che, nel confronto con la lista presentata dal socio di controllo, la lista presentata dal c.d.a. nel rispetto dei doveri funzionali si dimostra, anzitutto, più capace di prevenire la possibilità che siano sottoposti al voto assembleare candidati graditi al socio proponente, ma non adeguati alla gestione professionale della società. Nel caso di società con una proprietà fortemente frammentata, la lista del c.d.a. assolve naturalmente a quella funzione di sintesi delle diverse istanze che provengono dalla compagine sociale, intorno alla quale “coagulare” un consenso ampio, rendendo così non necessario il coordinamento tra azionisti per la presentazione di liste che nelle società a controllo fluido può risultare complicato per diverse ragioni (costi, disciplina sull’azione di concerto; vincoli regolamentari). Sul punto cfr. S. CACCHI PESSANI, *op. cit.*, 729. In generale, sul necessario coordinamento tra amministratori e soci nel procedimento di composizione dell’organo amministrativo si veda anche G. STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, I, 395; per la compatibilità di tale interazione con il sistema azionario, C. MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, 37 ss. Sul tema generale cfr. S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, Milano, 2022.

<sup>18</sup> L’affermazione circa l’esigenza di rafforzare i presidi di trasparenza e democraticità nel procedimento di formazione della lista del consiglio accomuna le riflessioni di tutti gli autori consultati nel dialogo a più voci promosso dall’Associazione orizzonti del diritto commerciale cfr. N. CIOCCA, M. IRRERA, P. M. SANFILIPPO, M. STELLA RICHTER JR., M. VENTORUZZO, *Il voto di lista. Un istituto ancora attuale?*, in *Orizzonti.*, 2022, 2, 643 ss.

<sup>19</sup> Così il Richiamo d’attenzione Consob n. 1 del 21 gennaio 2022, §2.3, lett. a) e b), ove si evidenzia altresì l’opportunità di valorizzare nell’ambito del processo di formazione e presentazione della lista da parte del consiglio di amministrazione il ruolo dei componenti indipendenti. Nello stesso senso si vedano le previsioni del codice autodisciplina delle società quotate, ove già nel 2020 era presente un riferimento all’eventuale presentazione da parte dell’organo di amministrazione di

legge capitali e la nuova norma sulla lista del c.d.a. costituiscano sul punto un'occasione mancata<sup>20</sup> – considerato che l'unica regola di carattere procedimentale (oltre al termine per la presentazione della lista) riguarda l'approvazione della stessa a maggioranza qualificata (2/3) dei componenti del consiglio – è forse possibile raggiungere l'obiettivo indicato dall'Autorità di vigilanza per altra via.

In primo luogo, potrebbe supplire il regolamento che la Consob è chiamata ad emanare, ai sensi dell'art. 12 co. 2 della legge capitali - che al momento in cui si scrive non risulta essere stato ancora pubblicato<sup>21</sup> - in attuazione delle disposizioni della legge, che anzi costituirebbe un'occasione utile per l'Autorità di vigilanza, per completare e precisare con norme di dettaglio questo ed altri profili lasciati “in bianco” dalla norma primaria, in modo coerente con quanto già espresso nel suddetto richiamo e con le indicazioni contenute nel codice di autodisciplina.

Inoltre, secondo parte della dottrina, l'obbligo di introdurre adeguati spazi di confronto tra amministratori e azionisti ai fini della formazione della lista del c.d.a. può già ricavarsi dalle regole generali sugli assetti adeguati, che certamente includono la composizione dell'organo consiliare, quantomeno «secondo un vincolo ulteriormente precisabile nel senso della necessità di un'istruttoria adeguata»<sup>22</sup>.

---

una lista di candidati per il rinnovo del c.d.a., «*da attuarsi secondo modalità che ne assicurino una formazione e una presentazione trasparente*» (v. art. 4, Raccomandazioni 19-20, del Codice).

<sup>20</sup> Il giudizio deve intendersi provvisorio, tenuto conto dell'ampia delega contenuta all'art. 19 della stessa legge capitali, che consentirebbe al governo di “tornare” sulla materia del voto di lista, con disposizioni integrative e – auspicabilmente - migliorative dell'attuale disciplina.

<sup>21</sup> La legge capitali al secondo comma dell'art. 12 affida alla Consob l'onere di emanare un regolamento attuativo della nuova norma (art. 147-ter.1) entro il termine – invero assai breve – di trenta giorni dall'entrata in vigore della legge occorsa il 27 marzo scorso. Sui dubbi e le opportunità di tale regolamento cfr. ASSONIME, *op. cit.*, 50 ss.

<sup>22</sup> Così, A. PERRONE, P. M. SANFILIPPO, *La lista*, cit., 833. Gli autori evidenziano altresì che il carattere aperto della società quotata richiede già la trasparenza del processo, in conformità alle regole generali sulla partecipazione degli emittenti al mercato dei capitali (art. 91, t.u.f.), che il codice di autodisciplina precisa, disponendo una «formazione e presentazione trasparente» della lista predisposta dal *board* uscente (Codice di Corporate Governance, 2020, Principio n. XIII e Raccomandazione n. 19). In tal senso, un cenno è svolto anche da G. SCOGNAMIGLIO, *L'elezione dell'organo*

Ad una compiuta ed organica formalizzazione del processo di formazione della lista del consiglio, tale da garantire un livello adeguato di trasparenza, non solo nella fase di confronto tra amministratori e soci, ma anche nei meccanismi che presiedono la scelta dei candidati, si potrebbe tuttavia pervenire anche valorizzando le regole già presenti nell'ordinamento creditizio sulla valutazione di idoneità dei componenti del consiglio ed in particolare le indicazioni fornite a livello europeo sul *fit and proper assessment*.

Invero, il d.m. 169/2020, prevede all'art. 23 co. 2 che la valutazione sull'idoneità dei componenti dell'organo e sull'adeguatezza della composizione collettiva sia svolta, quando la nomina spetta all'assemblea, dopo l'elezione<sup>23</sup>, in tempo utile per rispettare il termine di trenta giorni (art. 23 co. 7) previsto per deliberare la decadenza dell'amministratore *unfit* o le misure da adottarsi nel caso di carenze sanabili emerse durante la valutazione. Tra le opzioni lasciate aperte dalla disciplina europea<sup>24</sup>, il nostro legislatore ha scelto di collocare in

---

*amministrativo sulla base di liste degli amministratori uscenti: brevi note su un recente disegno di legge*, in *Riv. soc.*, 2022, 2-3, 612 e ss.

<sup>23</sup> La normativa interna è piuttosto chiara nell'indicare il momento in cui deve svolgersi la valutazione di idoneità da parte dell'organo amministrativo, avuto riguardo sia all'art. 26 co. 5 t.u.b., ove si fa riferimento alla pronuncia di decadenza eventualmente conseguente una valutazione negativa, che deve avvenire entro trenta giorni dalla nomina, sia alle regole attuative contenute nel d.m. 169/2020, che all'art. 23 co. 2 stabilisce espressamente che quando la nomina non spetta all'assemblea (ad es. nel caso di cooptazione) tale valutazione viene svolta prima; diversamente la stessa è condotta dopo in tempo utile per rispettare il termine di cui sopra previsto dalla norma primaria.

<sup>24</sup> In effetti la Direttiva europea (CRD V si vedano in particolare gli artt. 89 e 91) lascia liberi gli Stati membri di disciplinare la procedura di *fit and proper assessment* nell'uno o nell'altro modo (verifica precedente/successiva alla nomina), prevedendo un livello minimo di armonizzazione concernente più le regole sostanziali sui requisiti degli amministratori che quelle procedurali sulla verifica degli stessi. Sul punto cfr. G. ALFANO, *Fit and proper nel governo delle banche*, Bari, 2023, 158; G. MUCCIARONE, *op. cit.*, 87 ss. Dalla Relazione tecnica al decreto n. 169/2020 emerge chiaramente la scelta del legislatore di mantenere già nella previsione dell'articolo 26, t.u.b. la struttura tradizionale del procedimento come valutazione *ex post* sui requisiti degli amministratori, distaccandosi dalle linee guida Eba-Esma che adottano a tal riguardo un approccio di tipo autorizzativo (valutazione dell'idoneità *ex ante*, prima che l'esponente assuma l'incarico). Si vedano in proposito le osservazioni di D. ROSSANO, *Prime riflessioni sul decreto sui requisiti degli esponenti aziendali*, in *dirittobancario.it*, dicembre 2020, 3 ss. Per una panoramica sulle scelte compiute a tal

un momento successivo alla nomina la funzione di controllo sui requisiti degli amministratori e sull'adeguatezza dell'organo, anche in caso di presentazione di una lista da parte del c.d.a.<sup>25</sup>, rinunciando almeno apparentemente ad una formale valutazione preventiva sulle candidature.

È tuttavia inevitabile, anche nell'interesse generale della società a non subire la decadenza di uno o più amministratori eletti - e di fatto così accade nella prassi - che sui candidati si svolgano, anche prima del voto, compiute ed approfondite verifiche di idoneità, che talvolta coinvolgono oltre all'organo amministrativo ed al comitato nomine anche soggetti esterni alla società (quali società di *recruiting* e *head-hunters*) ed implicano altresì interlocuzioni informali con l'autorità di vigilanza. Di tale attività preventiva si dà atto nelle citate Disposizioni di vigilanza che, nell'adeguarsi alla disciplina dell'art. 26 t.u.b. e al d.m. 169/2020, aggiungono che nelle banche di maggiori dimensioni o complessità operativa - tra cui vi rientrano quelle quotate<sup>26</sup> - il *fit and proper assessment* deve essere svolto con il contributo fattivo del comitato nomine, precisando altresì che quest'ultimo «*oltre a svolgere un ruolo consultivo nelle fasi di cui alle linee applicative c.1 e c.2, (ovvero determinazione della composizione quali-quantitativa ottimale e verifica di idoneità successiva) è chiamato ad esprimere il proprio*

---

riguardo nei principali ordinamenti europei si veda D. BUSH, A. TEUBNER, *Fit and proper assessments within the Single Supervisory Mechanism*, 2019, reperibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 20; S. FINESI, *Suitability of Bank Directors in Europe: Just a Matter of Being 'Fit & Proper'?* in *ECFR*, 1, 2015, 57, spec. nt. 49

<sup>25</sup>Con riguardo alla collocazione temporale della verifica interna di idoneità degli amministratori, le Linee guida Eba-Esma, rispetto alla regola che pone il *fit and proper assessment* dopo la nomina quando questa spetta all'assemblea, prevedono un'importante deroga nel caso in cui i candidati siano scelti da parte dell'ente o da parte dello stesso organo amministrativo attraverso il voto di lista, nel qual caso la verifica di idoneità dovrà essere condotta prima della nomina (cfr. *joint ESMA and EBA Guidelines*, cit., tit. VII, 17, §134-135). Per la verità la norma non brilla per chiarezza espositiva, considerando che la formulazione prevede quale principio generale che il controllo sia preventivo; una deroga a tale principio quando gli amministratori siano eletti dall'assemblea (nel qual caso il controllo è svolto dopo), e una deroga alla deroga allorché gli amministratori siano proposti dall'ente o dall'organo gestorio (ad esempio tramite una lista del c.d.a.); circostanza che sembra riportare la verifica del *fit and proper* ad un momento precedente.

<sup>26</sup> Cfr. Art. 1 co. 1 lett. c. dm. 169/2020.



*parere sull' idoneità dei candidati che, in base all' analisi svolta in via preventiva, il consiglio abbia identificato per ricoprire le cariche»<sup>27</sup>.*

Alla luce di quanto sopra, alla disciplina sul *fit and proper assessment*, da semplice presidio di effettività delle regole sui requisiti degli amministratori, può riconoscersi un'ulteriore ed importante funzione: favorire nella prassi delle banche quotate, attraverso la procedimentalizzazione del voto di lista ed in particolare della lista del c.d.a.<sup>28</sup>, la migliore selezione dei candidati, contribuendo a colmare almeno in parte le lacune ad oggi lasciate dalla disciplina di settore e valorizzando al tempo stesso il ruolo del comitato nomine, che può così svolgere anche in Italia quel ruolo centrale che lo caratterizza nell'esperienza di altri ordinamenti quale presidio della trasparenza e della correttezza del processo di selezione<sup>29</sup>.

L'obbligo di adeguamento da parte degli emittenti alla nuova norma sulla lista del c.d.a., previsto dalla legge capitali per l'inizio del 2025, rappresenta in tal senso un'occasione per il recepimento negli statuti di adeguate regole sul procedimento di formazione della lista, ad oggi invero in parte ignorate, considerando che tra le banche che fanno già uso di tale strumento – a quanto è dato constatare - solo una attribuisce statutariamente un ruolo concreto al comitato nomine, chiamato ad

---

<sup>27</sup> Cfr. Disp. Vig., parte I, tit. IV, cap. I, sez. IV, § 2.1, lett. d) ove peraltro è precisato in nota che la norma si riferisce anche all'ipotesi di presentazione della lista da parte del c.d.a.

<sup>28</sup> Ed è forse questa la *ratio* della regola evidenziata poc' anzi contenuta nelle Linee guida Eba-Esma (v. *supra* nt. 25), che - nel procedimento bifasico che prevede per l'organo amministrativo una prima verifica interna condotta dall'ente, ed una seconda verifica (sui risultati della prima), sempre successiva alla nomina, ad opera dell'autorità di vigilanza competente (per le banche italiane Bce o Banca d'Italia) - ove i componenti dell'organo siano proposti dall'ente o dallo stesso c.d.a. uscente, anticipa la prima verifica ad un momento anteriore alla nomina, probabilmente con l'intento di applicare le garanzie procedurali previste per il *fit and proper assessment* al delicato processo di selezione, scelta, e valutazione dei candidati che avviene in occasione della formazione della lista del c.d.a.

<sup>29</sup> Si veda sul punto anche la raccomandazione 19, lett. d) dell'art. 4 del Codice di Corporate governance laddove si prevede che «L'organo di amministrazione affida al comitato nomine il compito di coadiuvarlo nelle attività di eventuale presentazione di una lista da parte dell'organo di amministrazione uscente da attuarsi secondo modalità che ne assicurino una formazione e una presentazione trasparente».

esprimere un parere obbligatorio, sui candidati da inserire nella lista<sup>30</sup>. A tale condizione, peraltro, parrebbe fin troppo severa la regola che vuole che la lista del c.d.a. sia approvata dalla maggioranza qualificata dei due terzi<sup>31</sup>, considerato che ove venisse formalizzato il ruolo del comitato nomine, obbligando il consiglio a motivare eventuali candidature difformi rispetto al parere del comitato, sarebbe stata forse sufficiente la maggioranza assoluta.

### *3. Lista del c.d.a., liste dei soci e tutela delle minoranze. L'estensione del "fit and proper assessment" alla lista (lunga) dei soci.*

Il paradosso della nuova disciplina sulla lista del c.d.a. è che lo stesso intervento normativo che testualmente ne riconosce la legittimità parrebbe idiosincraticamente idoneo a decretarne la scomparsa, attraverso regole giudicate dai primi commentatori ora eccessivamente contorte, ora poco equilibrate<sup>32</sup>, che in mancanza di correttivi, potrebbero persino portare gli emittenti a rinunciarvi. Invero, a fronte di taluni aspetti critici segnalati dall'Autorità di vigilanza e dalla dottrina, appare evidente l'intento del legislatore di inserire l'istituto all'interno di un quadro di disciplina piuttosto rigido e capillare (sistema di *check and balances*) riducendo gli spazi di autoregolamentazione degli emittenti<sup>33</sup> che pure la Consob aveva

---

<sup>30</sup> Si veda lo statuto di BPM al punto 20.4.2. Negli altri casi analizzati le regole sul procedimento di presentazione della lista del c.d.a. sono piuttosto carenti, limitandosi a disciplinare la maggioranza richiesta per l'approvazione della lista da parte del consiglio e l'obbligo di trasmissione dei documenti da parte dei candidati attestanti le loro qualità.

<sup>31</sup> Che mi sembra comporti una significativa deroga al modello legale, che non contempla *quorum* qualificati per le deliberazioni consiliari, e che potrebbe in taluni casi assegnare di fatto un potere di veto ad alcuni amministratori (cfr. A. PERRONE, P. M. SANFILIPPO, *La lista*, cit., 839).

<sup>32</sup> Tali conclusioni accomunano, seppur attraverso analisi e interpretazioni variegata, tutti coloro chi si sono già espressi su tali aspetti della riforma (si vedano gli autori citati in nt. 7). Sul punto si veda anche M. BIANCHI, *Commento al DDL "Modifiche al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, in materia di presentazione di liste di candidati da parte dei consigli di amministrazione uscenti delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2022, 2-3, 554.

<sup>33</sup> Sul punto per tutti M. MAUGERI, *Sulla lista consiliare "di minoranza"*, in *Riv. soc.*, 2022, 2-3, 592, il quale considerava la mancata valorizzazione dell'autonomia privata il maggiore elemento di debolezza del disegno di legge "capitali".

indicato come utile strumento per l'adozione degli opportuni accorgimenti.

La preoccupazione per il rischio di autoreferenzialità della lista del c.d.a. che - pure in talune circostanze<sup>34</sup> potrebbe favorire l'autoperpetuazione dei componenti dell'organo amministrativo - riesce forse a spiegare i forti incentivi che il legislatore ha previsto a favore delle liste dei soci quando queste si trovino a fronteggiare la lista del c.d.a. che poi risulti la più votata. In tal caso, infatti, rispetto alla disciplina previgente che riservava solo un seggio alla lista di minoranza (art. 147-ter co., 3), il nuovo art. 147-ter.1, al terzo comma prevede, ove le liste dei soci (massimo due) non abbiano raggiunto congiuntamente il 20% dei voti, un "premio" più che proporzionale, assegnando a queste ultime comunque un quinto dei seggi (art. 147-ter.1, co.3, lett. b, n.1)<sup>35</sup>.

Nel caso in cui, invece, le liste dei soci superino congiuntamente il 20% dei consensi (art. 147-ter.1 co.3, lett. b, n. 2) la norma sembra assegnare a queste ultime (sempre non più di due) un numero di seggi proporzionale ai voti ottenuti da ciascuna con sbarramento al 3%, che consente altresì alle liste sopra soglia di beneficiare proporzionalmente dei voti di quelle liste che invece non hanno raggiunto tale percentuale. Senza scendere ulteriormente nei dettagli di tali regole, tale sistema di ripartizione dei seggi è in grado di determinare una sovra rappresentazione delle minoranze anche rispetto alle legittime istanze

---

<sup>34</sup> In effetti tale rischio non è connaturato al fatto stesso della presentazione della lista del c.d.a. ma viene in rilievo - come è stato evidenziato - solo in taluni casi a seconda delle caratteristiche dell'azionariato della società e dell'attivismo dei soci c.d. di minoranza nel presentare una o più liste concorrenti (cfr. in luogo di molti S. CACCHI PESSANI, op. cit., 730 ss. e 740 s.) M. VENTORUZZO, *Note*, cit. 1403, ridimensiona l'assunto di partenza fornendo evidenze empiriche del fatto che nei casi in cui è stata presentata la lista del c.d.a. la percentuale dei consiglieri confermati è stata più bassa che nei casi in cui tale lista non concorreva all'elezione. Sul punto si tornerà più avanti (v. *infra*, in questo § e nt. 45).

<sup>35</sup> Seppure non si ravvisino in tal caso controindicazioni gravi rispetto al regolare svolgimento della funzione amministrativa - anche avuto riguardo al valore dell'unitarietà dell'azione gestoria, considerando che vi sarebbe comunque una maggioranza stabile nel c.d.a. - tale meccanismo crea un forte incentivo a presentare liste di minoranza da parte di soci anche molto piccoli, attribuendo un premio che non ha eguali negli altri ordinamenti europei.

di tutela, con corollari in entrambi i casi non equilibrati e quindi poco desiderabili.

Una lista (anche corta o cortissima) presentata dai soci potrebbe infatti conseguire un quinto dei seggi (2 su 8, 9 o 10 componenti, 3 su 13, 4 su 18) e la relativa ingerenza all'interno del c.d.a. anche qualora avesse ottenuto una percentuale assai bassa di voti 1,5% o 2%, con un premio di minoranza più che proporzionale, vantaggioso non solo in termini di costi-benefici ma in grado di realizzare, con tale effetto moltiplicatore, una non piccola sproporzione tra diritti economici e di *governance* delle minoranze, che altera la proporzionalità tra investimento, rischio e potere di voto<sup>36</sup>.

Nell'altra ipotesi – restando fedeli alla lettera della norma<sup>37</sup> - le conseguenze sarebbero forse ancora più gravi, atteso che, applicando il principio di proporzionalità assoluta, la lista del c.d.a. che avesse conseguito la maggioranza relativa dei voti potrebbe in taluni casi ritrovarsi a non avere la maggioranza dei seggi, con serio rischio per il

---

<sup>36</sup> L'effetto incentivante che tale regola realizza verso la presentazione di una lista da parte dei soci non è di per sé un male, potendo essere foriero di un sano attivismo da parte di piccoli soci e investitori istituzionali, normalmente "adagiati" sulle posizioni della maggioranza. Tuttavia, tale meccanismo può portare anche a talune distorsioni nel sistema di attribuzioni dei seggi, portando un socio col minimo sforzo ad avere una significativa ingerenza in c.d.a. Il punto è colto anche da M. VENTORUZZO, *Art. 12*, cit., 1110.

<sup>37</sup> Sul punto cfr. M. STELLA RICHTER, *Lista del consiglio*, cit. 10; ASSONIME, *op. cit.*, 61. Per la verità sull'interpretazione di tale norma, invero tutt'altro che chiara, la dottrina è divisa. Secondo la lettura più aderente al testo, la regola prevede un meccanismo a c.d. proporzionalità assoluta in base al quale l'attribuzione dei seggi alle liste di minoranza sarebbe (ove queste superassero il 20% dei voti) perfettamente proporzionale rispetto ai voti ricevuti, con l'ulteriore premio dei voti delle liste che non avessero superato la soglia di sbarramento. Viene, inoltre, suggerita una interpretazione "correttiva", che pur consapevolmente meno aderente alla lettera della norma, ne mitigherebbe in parte gli effetti negativi: anche nel caso in cui le liste dei soci dovessero ottenere più del 20% dei voti, queste potrebbero concorrere all'assegnazione dei seggi sempre nel limite del 20% (proporzionalità massima), con l'unico vantaggio rispetto all'ipotesi sub 1) di poter ottenere i voti delle liste che non hanno raggiunto la soglia di sbarramento (M. VENTORUZZO, *Art. 12*, cit., 1111 ss.). Propenderei comunque per l'interpretazione letterale della disposizione in commento, che sembra confortata anche dai lavori preparatori, come quella più aderente all'intenzione del legislatore (art. 12 preleggi), e la cui plausibilità non credo possa essere esclusa solo invocandone taluni effetti applicativi per quanto sconvenienti.

regolare svolgimento della funzione amministrativa e l'unitarietà dell'indirizzo gestorio<sup>38</sup>.

Non è da escludersi quindi che, in mancanza di un intervento correttivo da parte del legislatore che ridimensioni gli spazi di rappresentatività delle minoranze, siano gli stessi emittenti “a farsi giustizia da soli”, utilizzando le stesse clausole statutarie che saranno introdotte o modificate per recepire le novità della riforma (art.12 co. 3 legge 21/2024), per ridefinire le posizioni delle parti in gioco in funzione di un sistema più equilibrato.

Una prima soluzione ipotizzabile - valida solo nella prima delle due situazioni contemplate dalla norma – e consistente nell'introdurre una soglia di sbarramento per l'assegnazione del 20% dei seggi alle minoranze, pur assolvendo alla funzione in astratto meritevole di correggere il meccanismo di ripartizione in funzione di una maggiore proporzionalità tra consensi ottenuti e seggi, parrebbe in contrasto con la norma primaria che non prevede alcuno sbarramento, non potendosi intendere tale omissione come una lacuna normativa<sup>39</sup>.

Secondo un approccio più radicale, gli emittenti potrebbero invece optare per consigli più ristretti da cinque o sei componenti, sì da limitare (non in percentuale ma numericamente) ad un solo componente la rappresentanza delle minoranze. Tale soluzione pur dotata di una certa praticità, risulta in concreto, soprattutto per le banche di grandi dimensioni, difficilmente realizzabile - avuto riguardo al principio di proporzionalità tra dimensioni della banca e composizione numerica

---

<sup>38</sup> Così avverrebbe laddove ad esempio la lista del c.d.a. ricevesse il 40% dei voti, contro il 30% di una lista lunga presentata dal socio di minoranza e il 20% della lista corta presentata da un investitore istituzionale. Applicando le nuove regole di ripartizione dei seggi in un consiglio formato da 12 componenti, 5 sarebbero espressione della lista del c.d.a., 4 verrebbero tratti dalla seconda lista e 2 dalla terza classificata, con conseguenze inaccettabili sul piano dell'unitarietà dell'indirizzo gestorio. A riprova di come la prospettazione di simili risultati “elettorali” sia nella prassi tutt'altro che improbabile un autore ha fornito evidenza di casi reali (nello specifico le elezioni di Generali del 2023 e di Mediobanca del 2022) in cui l'esito del voto ha ricalcato quello suggerito poc'anzi a titolo esemplificativo (cfr. G. PRESTI, *Elezione*, cit., 1092 ss.).

<sup>39</sup> Già avuto riguardo al testo complessivo della norma, che in un caso prevede la soglia di sbarramento al 3% e nulla al riguardo nell'altro caso, si può concludere nel senso che tale omissione è voluta dal legislatore, che ove ha inteso introdurre una simile regola lo ha espressamente previsto.

dell'organo amministrativo<sup>40</sup>, oltre che alla complessa disciplina di settore sulla composizione consiglio – e di fatto restringerebbe ulteriormente la platea dei soggetti eleggibili, i quali, per rispettare i requisiti di idoneità individuale e collettiva, dovrebbero essere “*super fit and proper*”, oltre che disposti ad accettare un incarico significativamente più dispendioso alla luce dell'esiguo numero di amministratori<sup>41</sup>.

Una terza soluzione potrebbe consistere nell'obbligare i soci alla presentazione di liste lunghe, introducendo statutariamente anche per le liste dei soci un numero minimo di candidati, pari almeno ai seggi da coprire, ovvero a quello previsto per la lista del c.d.a., sì da raggiungere almeno sul punto perfetta parità di condizioni.

Ad una prima analisi, tale clausola, pur caratterizzata da un effetto dirompente rispetto alla prassi, non presenta profili di contrasto né sul piano testuale – atteso che sia l'art. 147-*ter*, sia il nuovo art. 147-*ter*.1 non affrontano tale profilo – né sul piano assiologico, realizzando un ragionevole correttivo nel rapporto costi-benefici<sup>42</sup> ai fini dell'assegnazione di un'importante quota di seggi consiliari e condizionando il diritto di elettorato passivo dei soci ad un'iniziativa di presentazione delle candidature più seria e strutturata.

Allo stesso tempo, una simile previsione statutaria sarebbe idonea a favorire un'effettiva concorrenza tra liste, poiché solo la presentazione di più liste lunghe garantisce realmente la contendibilità del controllo<sup>43</sup>.

---

<sup>40</sup> Si vedano in proposito i principi generali sulla composizione e nomina degli organi sociali previsti dalle Disposizioni di Vigilanza che stabiliscono che: «Il numero dei componenti degli organi sociali deve essere adeguato alle dimensioni e alla complessità dell'assetto organizzativo della banca» (sez. IV, par 1).

<sup>41</sup> Cfr. artt. 10 e 11 d.m. 169/2020 e le linee applicative 2.1. sulla composizione e nomina degli organi sociali (sez. IV) delle Disposizioni di vigilanza sul governo societario. Parimenti, un consiglio di amministrazione così ristretto non sarebbe coerente con un'adeguata composizione numerica dei comitati obbligatori - previsti sia per le banche di grandi dimensioni che per gli emittenti quotati – considerata l'ampiezza e la rilevanza della loro operatività.

<sup>42</sup> Certo tale soluzione non risolve l'inconveniente segnalato del testo sulla potenziale sproporzione tra diritti economici e diritti di governance, ben potendo i soci, che anche avendo presentato una lista lunga avessero conseguito un'esigua percentuale di voti, beneficiare del premio di minoranza sino al 20% dei seggi. Ma ciò è reso possibile espressamente dal testo della riforma, senza lasciare all'interprete apprezzabili margini di manovra.

<sup>43</sup> Sul punto anche M. IRRERA, *Il voto di lista.*, cit., 655.

Nel tempo, infatti, la prassi del voto di lista si è consolidata nel senso di vedere fronteggiarsi il più delle volte una lista lunga, quella del c.d.a. o del socio di controllo, ed una o (più raramente) più liste corte presentate da investitori istituzionali o minoranze organizzate<sup>44</sup>, dalla quale viene eletto l'amministratore di minoranza. In concreto infatti l'iniziativa dei soci di minoranza per la presentazione di una lista lunga è piuttosto rara, a fronte di ostacoli di diversa natura, (tra cui costi, disciplina dell'azione di concerto e vincoli regolamentari) e della consapevolezza della difficoltà di contendere la maggioranza dei seggi alla lista del c.d.a. uscente o del socio di controllo. La conseguenza di tale presa d'atto da parte dei soci è il più delle volte la preventiva accettazione del ruolo di secondo classificato nelle votazioni; cosicché, a fronte di un premio in termini rappresentatività, prima della riforma, assai modesto (art. 147-ter co. 3), modesto è solitamente lo sforzo profuso dai soci nella costruzione della proposta elettiva, con liste di tre, due o sovente anche di un solo componente.

Questa prassi - che nel caso in cui la lista del c.d.a. risulti in esito al voto maggioritaria non pone questioni di rilievo – realizza invero effetti distorsivi nell'esito del procedimento<sup>45</sup>, laddove la lista del c.d.a. non sia la più votata, atteso che in tal caso la maggioranza dei consiglieri viene comunque tratta da tale lista, anche se non rappresenta la maggioranza dei consensi in assemblea, secondo una casistica peraltro non trascurabile nel settore bancario<sup>46</sup>.

---

<sup>44</sup> Avviene invero piuttosto raramente che si fronteggino per l'elezione del c.d.a. due o più liste lunghe; ipotesi che di solito coincide con scenari in atto o in potenza di mutamento del controllo societario. Con riguardo alle banche si annovera un solo precedente (Banca Carige nel 2018); mentre per le altre società quotate la casistica è un po' più ampia (cfr. CACCHI PESSANI, *op. cit.*, 736 e nt. 56).

<sup>45</sup> La distorsione deriva dalla combinazione tra il sistema di voto a liste bloccate e la circostanza di fatto che la lista del c.d.a. o del socio strategico sia l'unica lista lunga, che determina l'attribuzione a quest'ultima, a prescindere dall'esito della votazione, della maggioranza dei seggi, in quanto materialmente non possono essere tratti dalle altre liste (corte). In questo modo il procedimento di nomina degli amministratori si riduce ad una *fictio*, atteso che il momento determinante non è più il voto assembleare – che infatti non acquista alcuna (o quasi) rilevanza rispetto all'esito finale - ma quello della formazione della lista da parte del c.d.a., sì favorendo attraverso una sorta di cooptazione, l'autoreferenzialità e l'autoperpetuazione del consiglio.

<sup>46</sup> Si veda A. CACCHI PESSANI, *op. cit.*, 736, nt. 56, e 738 s. Tale passaggio non è tuttavia immediato e l'Autore riferisce di due diverse soluzioni elaborate nella prassi, per completare la composizione del consiglio, ogni qual volta la maggioranza dei

Così, l'introduzione per via statutaria dell'obbligo di presentazione di liste lunghe - pur astrattamente idonea a favorire l'attivismo dei soci e l'interesse generale alla contendibilità del controllo - rappresenterebbe per gli *incumbents*, a fronte del quadro appena descritto, una sorta di *extrema ratio* per disincentivare un eccessivo ricorso dei soci alla presentazione di candidature ed evitare gli esiti infausti del voto assembleare, sia che si traducano in un'ingerenza rilevante all'interno del c.d.a. (un quinto dei seggi) da parte di soci sgraditi, sia che portino ad una sovra rappresentazione delle minoranze tale da ostacolare la formazione di una maggioranza omogenea in c.d.a. o il regolare svolgimento della funzione amministrativa.

In proposito non è superfluo notare che una simile previsione non risulta ad oggi presente in alcuno degli statuti delle banche quotate che ammettono la lista del c.d.a., essendo tutt'al più indicato il numero massimo di candidati da poter inserire in ciascuna lista; ciò probabilmente perché l'obbligo della lista lunga renderebbe molto difficile per gli investitori istituzionali, e comunque assai difficile per soci di minoranza<sup>47</sup>, presentare una proposta, con possibili effetti

---

consiglieri non possa essere tratta per ragioni di numero dalla lista più votata: a) in mancanza di indicazioni provenienti dallo statuto, non si può far altro che procedere ad una seconda votazione per i seggi residui sulla base di candidature formulate durante l'assemblea; b) la seconda soluzione consiste nel regolare direttamente in statuto la fattispecie, prevenendo che i consiglieri mancati siano tratti per scorrimento dalle altre liste. È evidente che entrambe le soluzioni costituiscono passaggi formali verso l'esito descritto nel testo, nel primo caso perché i candidati alla seconda votazione sono gli stessi previsti dalla lista del socio di maggioranza o del c.d.a. che possono altresì avvantaggiarsi dell'astensione degli investitori istituzionali e degli altri soci che fanno ricorso al voto per delega e che non abbiano dato istruzioni in tal senso; nel secondo caso perché la lista seconda classificata è quasi sempre la lista del c.d.a. o del socio di maggioranza che comunque è l'unica in grado di coprire tutti i seggi.

<sup>47</sup> Ciò alla luce delle regole sull'azione di concerto di cui all'art. 101-*bis* co. 4 del t.u.f., e all'art. 44-*quater* co. 2 del regolamento emittenti che esclude dall'ambito di applicazione di tale disciplina gli «*accordi per la presentazione di liste per l'elezione degli organi sociali (...) sempreché tali liste candidino un numero di soggetti inferiore alla metà dei componenti da eleggere ovvero siano programmaticamente preordinate all'elezione di rappresentanti della minoranza*». Certo tale presunzione *ad excludendum* prevista dalla Consob non comporta *a contrario* una presunzione di segno opposto, per cui qualunque accordo da parte di più soci volto a presentare una lista lunga integra di per sé la fattispecie dell'azione di concerto, ma certamente il rischio concreto di ricadere nel gravoso obbligo di lancio dell'opa costituisce un



negativi per l'emittente in termini di disinvestimento o di minore capacità attrattiva verso l'ingresso di nuovi soci nel capitale<sup>48</sup>.

Resta infatti attuale il tema, poc'anzi solo accennato, dello svantaggio strutturale che i soci soffrono rispetto al c.d.a. nell'attività di selezione e presentazione delle candidature, dovuto al fatto che gli amministratori uscenti possono all'uopo impiegare risorse della società, eventualmente incaricando società di consulenza specializzate, mentre gli azionisti dovranno farsi personalmente carico dei costi anche ingenti di tali attività, avendo anche meno informazioni a disposizione<sup>49</sup>.

Si potrebbe allora sostenere che la legittimità della previsione statutaria che imponga un nuovo limite ad un diritto del socio passi attraverso un riequilibrio delle posizioni delle parti non solo al "punto di arrivo" – ripristinandosi omogeneità di trattamento sul numero minimo di candidati da indicare in lista – ma anche "al punto di partenza", facendo sì – nei limiti del possibile - che anche i soci possano beneficiare delle risorse della società nelle attività prodromiche alla presentazione della propria proposta di candidati. A tal fine - rispetto ad una soluzione certamente pratica, proposta in altri ordinamenti<sup>50</sup>, come l'introduzione dell'obbligo di rimborso a carico delle società delle spese sostenute dai soci per la presentazione delle liste, che tuttavia non porterebbe alcun miglioramento nelle regole di governo societario - si potrebbe suggerire, sempre nell'ottica di favorire

---

significativo freno verso la promozione da parte di soci di minoranza di tali iniziative (sul punto si vedano M. IRRERA, *Luci e ombre*, cit., 3 ss.; M. VENTORUZZO, *Note*, cit., 1415 e S. CACCHI PESSANI, *op. cit.*, 733).

<sup>48</sup> Soprattutto nel caso di società a proprietà concentrata, in cui il socio di controllo o gli amministratori uscenti tramite la propria lista sono relativamente certi di ottenere la maggioranza dei voti, un simile vincolo rischierebbe di troncane in radice ogni iniziativa da parte degli investitori istituzionali o altri soci di minoranza che infatti presentano sempre liste corte, potendo determinare anche una loro uscita dal capitale della società, a fronte di limitate ricadute negative considerando che nel vigore delle regole *pre legge* capitali, alla lista di minoranza spetterebbe in ogni caso un solo seggio in consiglio.

<sup>49</sup> Sul punto per tutti, S. CACCHI PESSANI, *op. cit.*, 731 e M. VENTORUZZO, *Empowering shareholders in directors elections: a revolution in the making*, ECGI Law Working Paper n. 147/2010, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 6 ss.

<sup>50</sup> Tale proposta negli Stati Uniti è stata oggetto di un vivace dibattito di cui riporta N. CIOCCA, *Il voto di lista nelle società per azioni*, Milano, 2018, 101 ss.

la procedimentalizzazione<sup>51</sup> della presentazione delle liste verso prassi più trasparenti e tracciabili, di “istituzionalizzare” il ruolo del comitato nomine o del soggetto esterno eventualmente incaricato, nel senso di svolgere la propria attività preventiva, istruttoria e consultiva anche a favore delle liste eventualmente presentate dai soci<sup>52</sup>, sì da limitare le asimmetrie informative e valorizzare allo stesso tempo il ruolo delle articolazioni specializzate del c.d.a., in quanto poste al servizio non solo del c.d.a. stesso e della sua lista ma anche dei soci.

Viene così nuovamente in rilievo il procedimento di valutazione dei componenti l’organo amministrativo (*fit and proper assessment*) che –

---

<sup>51</sup> Considerato il particolare rilievo che l’art. 26 t.u.b. e le Disposizioni di Vigilanza attribuiscono alla composizione dell’organo amministrativo, la trasparenza, correttezza e tracciabilità del processo di selezione delle candidature e di nomina degli amministratori sembrano valori irrinunciabili anche quando la lista dei candidati venga proposta dai soci (sia che provenga dal socio di controllo sia dalle minoranze), non soltanto in vista del giudizio individuale sul *fit and proper*, ma al fine di pervenire ad una composizione complessiva dell’organo amministrativo che sia effettivamente idonea a garantire la sana e prudente gestione della banca e ad affrontare le sfide e le difficoltà di una gestione sempre più complessa, che richiede competenze decisamente superiori rispetto al passato. In tal senso, la pressione esercitata dalla regolamentazione, unita alla presenza sempre più rilevante nel capitale delle banche di investitori istituzionali, i quali manifestano particolare attenzione alla correttezza della *governance*, può rappresentare un incentivo alla spontanea adozione per via statutaria di procedure e criteri di selezione dei candidati più idonei e trasparenti non solo – come si è detto (v. *supra* §2) per la lista del consiglio ma anche per le liste dei soci. In tal senso si veda anche V. CALANDRA BUONAURO, *L’impatto della regolamentazione sulla governance bancaria*, in *Banca imp. soc.*, 2019, 1, 29 s.

<sup>52</sup> Tale soluzione non è esente da complicazioni di carattere operativo, legate soprattutto all’esigenza di riservatezza che prima della presentazione della lista deve essere garantita sui nomi dei candidati, e che potrebbe essere compromessa dall’estensione dell’attività consultiva del comitato nomine anche alla lista dei soci. Tuttavia, valorizzando la nuova norma, che anticipa la presentazione della lista del c.d.a. rispetto a quella dei soci (art. 147-ter.1, co. 2), si potrebbe collocare l’attività istruttoria e consultiva del comitato nomine e dell’eventuale soggetto specializzato dopo la presentazione della lista del c.d.a. A questo punto i soci ben potrebbero presentare una propria lista, sottoponendola al giudizio di idoneità individuale e collettiva del comitato nomine, nella forma di un parere, motivato, non vincolante, oppure dare mandato ad un soggetto specializzato, tramite la società ed a sue spese, per l’individuazione di uno o più candidati da inserire nella lista. A tal fine considerando il tempo necessario per l’espletamento di tali attività, sarebbe sufficiente che lo statuto anticipasse ulteriormente il termine per la presentazione della lista del c.d.a.; circostanza certamente possibile trattandosi di un termine dilatorio.

si è detto - pur formalizzato dopo l'elezione del consiglio, di fatto inizia con passaggi altrettanto significativi ben prima del voto, e che potrebbe servire con la stessa funzione di trasparenza, tracciabilità ed efficienza anche la costruzione di una lista lunga da parte dei soci, contribuendo sul punto al miglioramento complessivo del sistema.

È vero che così facendo diverrebbe forse più evanescente la differenza di ruolo tra il consiglio e i soci nella presentazione della lista; il primo che adempie ad una *funzione* nel rispetto dei relativi doveri e nell'interesse delle società, e i secondi i quali dovrebbero esercitare nel proprio interesse un diritto sociale, che ove sottoposto, al pari della lista del c.d.a., a preventivi controlli e regole di procedimento sarebbe un po' meno libero. Si tratta tuttavia di una conseguenza tutto sommato accettabile, resa peraltro necessaria dal nuovo sistema di ripartizione dei seggi che, a fronte di possibili significative quote di minoranza all'interno del consiglio, impone di "accendere un faro" anche sui criteri di selezione e scelta delle candidature da parte dei soci, anche al fine di evitare i drastici rimedi successivi alla nomina, fortemente nocivi per l'emittente sul piano reputazionale.

L'obbligo di una lista lunga potrebbe portare, anche in base alle caratteristiche dell'azionariato dell'ente, a risultati eterogenei, anche fortemente polarizzati verso la tutela ora della maggioranza ora delle minoranze: in un caso determinando, specie nelle società a controllo fluido, la definitiva scomparsa delle liste di minoranza, nell'altro realizzando l'effetto contrario di provocare un eccessivo attivismo dei soci di minoranza che, a fronte del risparmio sui costi potrebbero assumere sempre più spesso anche individualmente l'iniziativa (anche meramente ostruzionistica) della presentazione di liste lunghe contendendo, secondo le nuove regole sulla ripartizione dei seggi, la maggioranza dei posti in c.d.a. – o comunque una quota significativa - al socio di controllo o al consiglio uscente.

È possibile tuttavia prospettare un ulteriore e più equo scenario di sedimentazione delle novità proposte: l'obbligo di presentazione di una lista lunga potrebbe per un verso vedere scomparire le liste presentate dagli investitori istituzionali, tradizionalmente restii ad una gestione attiva delle proprie partecipazioni<sup>53</sup>, il cui interesse alla

---

<sup>53</sup> Nonostante sia stato a lungo crescente il dato sulla partecipazione degli investitori istituzionali al capitale delle società quotate – secondo una tendenza che ha

rappresentatività all'interno del consiglio potrebbe essere assorbito, anche a seguito dell'attività di *engagement* svolta dal consiglio, all'interno della lista lunghissima del c.d.a. – attraverso ad esempio l'indicazione di uno o più candidati suggeriti o concordati con l'azionista interessato<sup>54</sup>; così facendo, d'altra parte, la presentazione di una lista da parte dei soci diverrebbe uno strumento “riservato” soltanto a quei soci effettivamente interessati a contendere il controllo della società agli *incumbents* favorendo, anche attraverso una più equo impiego delle risorse della società, un meccanismo di sana concorrenza.

#### 4. *L'idoneità dell'organo amministrativo “alla prova” della doppia votazione.*

Il nuovo sistema del voto di lista mostra qualche tensione con il modello legale sulla composizione dell'organo amministrativo, come previsto dalla regolamentazione bancaria e dal codice di autodisciplina<sup>55</sup>, incrementando il rischio che il consiglio neo eletto non rispetti i requisiti di idoneità previsti per i singoli componenti e per l'organo collettivamente inteso.

Tra le regole per la formazione della lista del c.d.a. si richiede che questa sia lunghissima, indicando un numero di candidati pari ai posti da assegnare maggiorato di un terzo. La funzione di tale previsione risiede chiaramente nel voto nominativo sui singoli candidati, che l'art. 147-ter.1. co. 3 richiede nel caso la lista del c.d.a. risulti la più votata, consentendo così ai soci una scelta tra i diversi nominativi. Logico corollario di tale previsione è che una parte (pari almeno ad un terzo dei seggi da coprire) dei candidati che compongono la lista del c.d.a. certamente non sarà eletta.

---

riguardato anche le società bancarie – raramente si verificano forme di “attivismo” nell'esercizio delle prerogative sociali che si discostano da una gestione meramente finanziaria della partecipazione, essendo piuttosto d'attualità il tema delle nuove politiche che tali soggetti promuovono (si vedano in proposito gli *index fund*; sul tema v. A. SACCHI, *La capacità propulsiva della società quotata è andata esaurendosi?*, in *Orizzonti*, 2021, 2, 581).

<sup>54</sup> Su tale soluzione si avrà modo di tornare nelle conclusioni (v. *infra* § 5).

<sup>55</sup> Sul tema della *board diversity* nel confronto tra la disciplina delle banche e quella degli emittenti quotati si veda. S. TURELLI, *Professionalità competenza degli amministratori e board diversity*, in *Riv. soc.*, 2-3, 2022, 433 ss.; limitatamente gli enti creditizi si veda anche G. ALFANO, *op. cit.*, 179 ss.

Secondo parte della dottrina, tale circostanza renderà più difficile la formazione della rosa dei candidati nella lista del consiglio, considerato che alcuni di essi saranno certamente esclusi in sede di nomina, con effetti reputazionali indesiderati che scoraggeranno molti a dare la propria disponibilità alla candidatura; da ciò deriverebbe altresì il rischio di una selezione avversa che possa in definitiva abbassare la qualità media dei candidati, specialmente di quelli chiamati ad occupare le ultime posizioni della lista del c.d.a.<sup>56</sup>.

Tale preoccupazione, sebbene non sia priva di qualche effettivo elemento di fondatezza, sembra vada ridimensionata, in primo luogo perché tradisce quell'automatismo, non del tutto meritorio, espresso dall'attuale sistema per cui i candidati che danno disponibilità per la lista del c.d.a. sono – salvo rari casi – certi della nomina, quando invece questa dovrebbe tipicamente essere una conseguenza incerta di ogni manifestazione elettorale<sup>57</sup>.

In secondo luogo, è facile immaginare che la prassi delle banche si adegui alle nuove regole, nel senso di formare all'interno della lista del c.d.a. due “squadre” di candidati; una di “titolari” - inseriti ai primi posti della lista fino alla concorrenza con il numero di componenti da eleggere - che dovrebbe costituire una proposta autosufficiente, e quindi in grado di assicurare da sola la composizione ottimale dell'organo

---

<sup>56</sup> Si veda M. VENTORUZZO, *Art. 12*, cit., 1105; G. PRESTI, *Elezioni*, cit., 1087 spec. nt. 32; L. PLATTERN, *Ddl capitali: le novità per le società quotate in mercati regolamentati*, novembre 2023, consultabile su [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it). Peraltro preoccupazioni simili erano state espresse circa gli effetti reputazionali dell'eventuale giudizio di inidoneità nei confronti di uno o più amministratori secondo le regole del *fit and proper assessment* [cfr. I. GIRARDI, G. NUZZO, *Art. 26*, in *Commento al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, C. Costa e A. Mirone (a cura di), Torino, 2024, 230].

<sup>57</sup> È pur vero che sul piano generale taluni sistemi elettorali – tipicamente quelli che prevedono il voto di lista e il sistema delle liste bloccate – garantiscono, in base alle legittime aspettative di voto della lista, almeno per i candidati inseriti ai primi posti, una probabilità di essere eletti prossima alla certezza, ma tale circostanza nell'elezione degli amministratori degli emittenti quotati è – come si è visto (v. *supra* § 3 ntt. 45 e 46) - fortemente accentuata dalle regole del sistema che spesso determinano che la lista del c.d.a. sia l'unica lista lunga, e quindi la sola da cui trarre tutti o quasi i componenti dell'organo. Non indulgerei quindi nel dare enfasi alla preoccupazione esposta nel testo sol perché le nuove regole – che pure possono essere criticabili per altri aspetti – sottraggono ad alcuni candidati la sicurezza di essere eletti, riportandoli all'incertezza dell'esito del voto.

amministrativo e il rispetto del modello legale; ed una di “riserve”, che riempirebbe quel terzo di posti in più richiesto dalla nuova norma (art. 147-*ter*. 1 co. 1 lett. b) o un numero maggiore di posti, qualora si volesse eguagliare la “squadra titolare”. La metafora sembra appropriata, per evidenziare che la prima parte della lista dovrebbe essere composta da candidati di profilo più attendibile, secondo i requisiti previsti dall’art. 26 e dal d.m. 169/2020, verso i quali verrebbero in qualche modo dirottate le preferenze nella seconda votazione; mentre la seconda parte della lista – a meno di voler innescare una reale competizione interna potenzialmente foriera di contrasti tra i candidati – dovrebbe comporsi di soggetti pur sempre *fit and proper*, in base all’attività di selezione e valutazione preventiva<sup>58</sup>, ma probabilmente o meno qualificati rispetto ai primi e pertanto già consapevoli del ruolo che gli spetta nella “partita” elettorale, per i quali quindi la non elezione avrebbe effetti reputazionali probabilmente più tenui o, a certe condizioni, accettabili<sup>59</sup>, o comunque disponibili a tale collocazione (ad es., perché titolari di incarichi in altre società del gruppo).

Più delicata è la questione concernente la compatibilità degli esiti elettorali scaturenti dalla doppia votazione con la valutazione di idoneità collettiva dell’organo e di composizione qualitativa e quantitativa ottimale, in accordo con le diverse *policy* previste per le banche<sup>60</sup>.

---

<sup>58</sup> V. *supra* § 2. Anche i candidati “di riserva” dovrebbero essere selezionati, secondo le evidenziate regole procedurali delle disposizioni di vigilanza, nel rispetto dei requisiti e dei criteri previsti dal d. m. 169/2020, e sottoposti quindi al parere preventivo del comitato nomine.

<sup>59</sup> Le perduranti difficoltà che gli enti dovessero incontrare nel trovare candidati disponibili per gli ultimi posti della lista, potrebbero essere mitigate da adeguati incentivi in grado di superare le esternalità negative della non elezione e attuare utili strategie di ricambio (ad es. prefigurando al candidato che accettasse l’inserimento in fondo alla lista, un posto tra i “titolari” per le elezioni successive o il subentro, in caso di cessazione di uno o più amministratori coerenti con il suo profili di *expertise*, in modo peraltro coerente con le Disposizioni di vigilanza che prescrivono che «nelle banche di maggiori dimensioni o complessità operativa devono essere formalizzati piani volti ad assicurare l’ordinata successione nelle posizioni di vertice» (parte I, tit. IV, cap. I, sez. IV, § 2.1, lett. d).

<sup>60</sup> Secondo principi espressi dal legislatore a più livelli: cfr. l’art. 91 Dir. UE 2013/36 (CRD V); l’art. 26 co. 5 del testo unico bancario; gli artt. 11 e 12 del d.m. 169/2020 e infine le Disposizioni di vigilanza della Banca d’Italia, parte I, tit. IV, cap. I, sez. IV, § 2.1, lett. b.

La seconda votazione sui candidati della lista del c.d.a.<sup>61</sup>, prevista ove questa risulti la più votata, introduce un ulteriore elemento di imprevedibilità - più o meno accentuato a seconda di come si intenda il riferimento ai legittimati al voto<sup>62</sup> - nell'esito elettorale, in grado di

---

<sup>61</sup> Ma anche in caso di presentazione di una lista lunga da parte dei soci – sia che ciò avvenga spontaneamente o per imposizione statutaria (v. *supra*, § 3) – sarebbe probabilmente ammissibile – ancorché foriera di un'ulteriore complicazione nel procedimento – la clausola che stabilisse anche in tal caso la seconda votazione sui singoli candidati. In tal senso per un cenno cfr. M. VENTORUZZO, *Art. 12*, cit. 1106.

<sup>62</sup> A fronte del riferimento testuale all'assemblea, che «procede a un'ulteriore votazione individuale su ogni singolo candidato» (art.147-*ter*.1 co. lett. a, n. 1) si discute se a tale seconda votazione possano prendere parte tutti i soci presenti in assemblea (come sembra intendere G. PRESTI, *Elezione*, cit., 1082) o solo coloro che al “primo turno” abbiano votato per la lista del c.d.a. (così M. VENTORUZZO, *Art. 12*, cit., 1120 s.; ASSONIME, *op. cit.*, 56 ss.; e M. STELLA RICHTER JR., *Lista del consiglio*, cit., 8, il quale include nella cerchia dei legittimati al secondo turno anche gli astenuti). In questo caso, sembra doversi preferire la tesi restrittiva, ancorché meno aderente al dato letterale, non tanto per ragioni di opportunità legate all'accentuata imprevedibilità degli esiti del voto – ai limiti del caos – che l'altra soluzione porterebbe in dote, ma anche per ragioni di diritto positivo, concernenti la possibile violazione della regola per cui ogni socio può votare solo una lista (art. 144-*sexies* Reg. emittenti) e il fatto che una votazione per liste di verse (al primo turno per la lista di minoranza e al secondo per un candidato della lista del c.da.) potrebbe integrare un'ipotesi di collegamento tra liste.

Infine si segnala un altro aspetto poco chiaro della norma, in grado di incidere sulla ragionevole prevedibilità dell'esito del voto quale espressione della volontà della maggioranza assembleare: se la seconda votazione debba essere una sola durante la quale ciascun azionista esprime un voto per ciascun seggio da coprire, dovendo scegliere tra i più candidati della lista del c.d.a., oppure se si debba procedere a tante votazioni quanti sono i candidati in lista (una per ciascun candidato) secondo quello che sembra il significato letterale della norma che parla di “ulteriore votazione individuale su ogni singolo candidato”. Nel primo caso infatti, ammettendo che partecipi alla seconda votazione solo chi ha votato la lista del c.d.a., tale maggioranza che unitariamente ha espresso preferenza per la lista dovrebbe disgregarsi nella scelta alternativa tra questo o quel candidato, con esiti da verificarsi nella prassi ma che potrebbero portare, ad un'accesa concorrenza tra candidati (anche tra gli stessi “titolari” qualora i seggi conseguiti dalla lista del c.d.a. siano meno del previsto). Nel secondo caso, a fronte di un procedimento certamente più lungo e barocco, gli effetti del secondo voto sarebbero probabilmente meno dirompenti e potenzialmente in grado di assorbire anche la soluzione – criticata - che estende la legittimazione a tutti i soci, potendo ciascun candidato astrattamente contare sul voto almeno della maggioranza “compatta” che ha scelto quella lista.

Su questi ed altri profili - per i quali sarebbe auspicabile un chiarimento da parte della Consob – è chiamato a prendere posizione lo statuto con previsioni il più

incidere sulla composizione del consiglio, sia sotto il profilo del rispetto del modello legale o statutario, sia con riguardo alla capacità di esprimere quella compattezza funzionale alla stabilità ed alla unitarietà degli indirizzi gestori.

Con riguardo al primo profilo, occorre premettere che la possibile disarticolazione della lista del c.d.a., intesa come proposta unitaria, è un effetto concretamente realizzato dal meccanismo della seconda votazione – che prevede la selezione solo di alcuni dei candidati che compongono la lista – ma reso possibile a monte dal sistema di ripartizione dei seggi tra lista del c.d.a. e liste dei soci; quest'ultimo, come già evidenziato<sup>63</sup>, consente, a seconda degli esiti del voto, una più o meno estesa ibridazione del consiglio tra componenti espressione della maggioranza e delle minoranze, che può ostacolare il rispetto delle regole sulla diversificata formazione dell'organo amministrativo.

Ebbene, al fine di eliminare o attenuare il rischio di tali esternalità negativa, l'obbligo di una lista del c.d.a. “lunguissima” (pari al numero di candidati maggiorato di un terzo), specie se esteso statutariamente – come si è ipotizzato (§ 3) - anche alle liste dei soci, si rivela un elemento di per sé positivo<sup>64</sup> poiché, offrendo più scelta, favorisce il raggiungimento di più combinazioni in grado di soddisfare i requisiti di adeguata composizione dell'organo, ed allo stesso tempo costituisce un'opportunità per l'autonomia statutaria di regolare - come si dirà a breve – le conseguenze dell'eventuale *unfitness* collettiva.

Quanto al merito di detta disciplina, si rileva che almeno per le banche le regole sull'adeguata composizione del consiglio non sono tutte immediatamente precettive, riflettendo un valore – quello della diversificazione dei suoi componenti – funzionale al raggiungimento di

---

possibile complete e in grado di prevedere ogni possibile risvolto di tali delicati meccanismi di voto.

<sup>63</sup> V. *supra* § 3.

<sup>64</sup> In tal senso si è espressa anche la Consob, in sede di audizione alla Camera, nel corso dei lavori preparatori della legge capitali, affermando che «la presenza di candidati ulteriori nella lista di maggioranza appare facilitare, anche tramite i meccanismi statuari di scorrimento e sostituzione, il rispetto del criterio di riparto tra generi previsto dall'art. 147-ter, comma 1-ter, del TUF e degli ulteriori requisiti di composizione del *Board*». Cfr. Consob, *Camera dei deputati, VI Commissione finanze, Memoria tecnica sul Disegno di legge A.C. 1515*, reperibile sul sito della Camera.



determinati obiettivi e prassi di buon governo<sup>65</sup>, convergente verso il principio fondamentale della sana e prudente gestione. Età, genere, provenienza geografica, e competenza vengono infatti opportunamente declinati dal legislatore come criteri da considerare, ai fini della valutazione complessiva sull'adeguata composizione dell'organo; il che, oltre a fornire al consiglio, almeno per alcuni di tali criteri, un certo margine di discrezionalità, attribuisce ulteriore rilevanza al documento redatto preventivamente sulla composizione quali-quantitativa ottimale ed al regolamento interno previsto dalle disposizioni di vigilanza<sup>66</sup>, ove saranno contenute importanti indicazioni da tenere in considerazione anche rispetto all'obbligo di motivazione delle decisioni assunte in sede di *assessment*.

Quanto ai rimedi da adottare, appare a questo punto provvidenziale la scelta del legislatore di collocare *ex post* il momento dell'*assessment*<sup>67</sup> formalizzato nella decisione del c.d.a. appena eletto, che diversamente, a fronte delle incognite del nuovo sistema di voto, avrebbe tagliato in radice l'adozione di eventuali correttivi ad una

---

<sup>65</sup> Si veda l'art. 11 del d.m. 169/2020 e ancora più a monte l'art. 91 della Direttiva europea (CRD V). Lo stesso tratto di funzionalità della previsione sulla composizione diversificata dell'organo si coglie anche nei richiamati Orientamenti congiunti Esma Eba sulla valutazione dell'idoneità dei membri dell'organo di gestione, ove si richiede che «in qualsiasi momento l'organo di gestione possieda collettivamente conoscenze, capacità ed esperienze adeguate, per comprendere le attività dell'ente, inclusi i principali rischi». Il punto è ben colto da *ex A. MIRONE, Regole di governo societario e assetti statuari delle banche tra diritto speciale e diritto generale*, in *Banca, impr. soc.*, 2017, 1, 65ss. Inoltre, solo alcuni dei criteri di diversità previsti dal regolamento vengono poi ulteriormente precisati dalla normativa interna, acquistando forza cogente ed efficacia immediatamente precettiva. Si vedano in particolare del Disposizioni di vigilanza che, dopo la statuizione di indirizzo per la «La composizione degli organi deve riflettere un adeguato grado di diversificazione in termini, tra l'altro, di competenze, esperienze, età, genere, proiezione internazionale», stabiliscono con riguardo alla diversità di genere, che negli organi con funzione di supervisione strategica e di controllo, il numero dei componenti del genere meno rappresentato sia pari almeno al 33% dei componenti dell'organo.

<sup>66</sup> Cfr. Disp. vig., sez. IV, n. 2.1 lett. b che impone alle banche l'adozione di un regolamento che identifica le misure per perseguire l'obiettivo di adeguata diversificazione consiglio.

<sup>67</sup> V. *supra*, § 2, ntt. 24 e 25

composizione difforme dal modello legale<sup>68</sup>, lasciando sul campo, a fronte del vizio della delibera di nomina, solo i tradizionali strumenti invalidativi. Sul punto invero il dato normativo non è pienamente esaustivo, prevedendosi a fronte di carenze “superabili” l’adozione di correttivi a rilevanza interna (mutamento di compiti, di ruoli o delle deleghe, ovvero piani di formazione), mentre, in caso di scostamenti gravi dal modello tipico, il consiglio è tenuto a formulare all’assemblea delle proposte<sup>69</sup> per superare le carenze riscontrate (art. 12 del Regolamento).

Ebbene, sebbene ad una prima analisi, solo il criterio sull’equilibrio di genere o la regola sul numero di amministratori indipendenti impongano tendenzialmente, quale correttivo immediato, la sostituzione dell’amministratore o degli amministratori in sovrannumero rispetto al genere/categoria meno rappresentato<sup>70</sup>, non può nemmeno escludersi del tutto che l’esito del voto di lista determini ad una carenza grave anche riguardo ai parametri “cognitivi” attraverso una sottorappresentazione di eventuali professionalità o competenze necessarie per la corretta gestione della banca.

In tale situazione, al fine di evitare dispendiose ripetizioni del procedimento assembleare si profilano “nuovi”<sup>71</sup> spazi di intervento per

---

<sup>68</sup> Il che la dice lunga sulla “prevedibilità” degli esiti del voto in quegli ordinamenti (quali Spagna, Olanda, Belgio e Portogallo) che invece optano per una valutazione preventiva sull’idoneità dei singoli candidati e dell’organo amministrativo.

<sup>69</sup> Sul punto diffusamente G. MUCCIARONE, *op. cit.*, 100 ss., e G. ALFANO, *op. cit.*, 188 ss. Pur mancando un’indicazione testuale dei correttivi da adottare nei casi più gravi, la circostanza che il consiglio sia tenuto a rivolgere tali raccomandazioni all’assemblea (o al diverso organo che ha eletto il c.d.a.) lascia pensare che tali misure debbano comunque essere espressione della volontà dei soci, dovendo quindi coinvolgere direttamente o indirettamente l’assemblea per non violarne la competenza.

<sup>70</sup> È probabile che sia sufficiente negli altri casi l’adozione di correttivi più miti; circostanza che trova conferma nella prassi, avuto riguardo agli statuti delle principali banche quotate che prevedono meccanismi automatici di sostituzione e “scorrimento” degli amministratori riferiti unicamente al mancato rispetto della regola sull’equilibrio di genere e sul numero di amministratori indipendenti.

<sup>71</sup> Per “nuovi” intendendosi non inediti, considerato che l’analisi degli statuti delle principali banche quotate offre già compiuta evidenza dell’utilizzo di clausole volte a sopperire agli scostamenti dal modello legale o a carenze sopravvenute all’interno del consiglio con riguardo all’equilibrio di genere e requisiti di indipendenza (cfr. S. CACCHI PESSANI, *op. cit.*, 753 s.) ma di più “più ampi” considerato che tali previsioni,

l'autonomia statutaria, secondo indicazioni già ricavabili dall'ordinamento<sup>72</sup>, attraverso l'introduzione di adeguate clausole scorrimento. Come è intuibile, la formulazione di dette clausole si profila rispetto al passato – in cui tali meccanismi di sostituzione erano previsti solo rispetto ai requisiti di genere e al numero di amministratori indipendenti - ben più complicata, dovendo probabilmente prevedere possibili scostamenti dal modello legale anche rispetto agli altri criteri di *board diversity*. A prescindere da ciò, almeno un aspetto di tali meccanismi dovrà essere corretto rispetto all'evidenze degli attuali statuti: l'individuazione tanto dell'amministratore da sostituire, quanto del candidato tenuto a subentrare, non potrà più seguire il criterio dell'ordine di inserimento in lista, dovendo probabilmente conformarsi, a fronte del superamento del sistema delle liste bloccate, al criterio più "democratico" del maggior/minor numero di voti raggiunti dal candidato nel secondo turno, previsto per la lista del c.d.a. ma di cui si è prospettata l'applicazione anche alla lista lunga eventualmente presentata dai soci<sup>73</sup>.

##### 5. Conclusioni: verso una lista unica? La lista del c.d.a. come lista istituzionale.

Da quanto sopra, è possibile in conclusione trarre alcune indicazioni: sul piano generale, non mi sembra vi sia in astratto assoluta incompatibilità tra il voto di lista e una votazione nominativa sui candidati che, a certe condizioni, potrebbe realizzare anche effetti

---

alla luce delle novità del sistema di nomina degli amministratori, dovranno considerare uno spettro più ampio di possibili deviazioni dal modello tipico ed essere in grado di adattarsi alle numerose variabili degli esiti del voto.

<sup>72</sup> Si vedano in proposito le Disp. Vig. (sez. IV, n. 2.1 lett. b), ove dopo la regola espressa sull'equilibrio di genere si prevede: «*gli statuti delle banche disciplinano gli aspetti rilevanti (quali, ad esempio, le modalità di sostituzione dei componenti degli organi, le modalità di formazione delle liste, la presenza tra i sindaci supplenti di componenti del genere meno rappresentato in modo da garantire il rispetto della quota di genere in caso di sostituzione, ecc.) per assicurare il rispetto nel continuo della quota di genere prevista dalla presente linea applicativa*», fornendo un'indicazione che può essere colta dagli statuti anche rispetto agli altri criteri sulla composizione ottimale del consiglio.

<sup>73</sup> V. *supra*, questo § nt. 61.

vantaggiosi; un giudizio così netto<sup>74</sup> mi sembra dipenda più dalle contingenze dell'attuale quadro normativo ed in particolare dalla difficile "coabitazione" nel medesimo sistema tra il voto nominativo, le ampie riserve di seggi a favore delle minoranza e le stringenti *policy* di diversificazione del *board* delle banche, rispetto alla quale sarebbe stata auspicabile da parte del legislatore della legge capitali maggiore cautela o un maggiore sforzo ermeneutico.

Ad ogni modo, anche a fronte alle recenti novità del voto di lista, e pure al "prezzo" di un impegno a tratti cervelotico nella redazione di alcune clausole dello statuto, e di complesse operazioni di voto a più turni cui ci si dovrà rendere avvezzi, il sistema sembrerebbe in grado di correggere o quantomeno mitigare – come si è detto - le criticità dell'organo amministrativo o di uno o più dei suoi componenti eventualmente emerse rispetto al modello legale in occasione del *fit and proper assessment*.

Meno immediata sembra invece la soluzione rispetto ad un profilo di criticità poc'anzi solo accennato e invero un po' sottaciuto: il rischio cioè che l'esito del voto possa decretare l'elezione di un consiglio non omogeneo e quindi non in grado di esprimere continuità e unitarietà degli indirizzi gestionali.

Invero, nel sistema che si profila in esito alla riforma, che mette in discussione lo stesso principio maggioritario per cui la maggioranza dei consiglieri è sempre tratta da un'unica lista e che offre alle minoranze inusitati spazi di rappresentatività nel consiglio, la disarticolazione della proposta elettorale rende pericolosamente attuale il rischio che il governo della società non sia saldamente in mano a consiglieri della stessa lista e che nelle sedute consigliari si formino di volta in volta maggioranze eterogenee, formate in modo discontinuo, aggregando consiglieri di liste diverse.

D'altronde se la penetrante disciplina sui requisiti degli amministratori e sull'adeguata composizione dell'organo hanno come fine ultimo quello di migliorare il funzionamento dei processi decisionali, favorendo l'indipendenza di giudizio e il confronto endoconsiliare, il valore della coesione dei componenti, coesenziale ai fini della coerenza e della continuità degli indirizzi gestori, rappresenta

---

<sup>74</sup> Si veda M. VENTORUZZO, *Art. 12*, cit., 1106.

l'altra "faccia" della medaglia, rispetto alla quale il sistema denota un preoccupante arretramento di tutela.

L'evoluzione della prassi dovrebbe quindi spingersi alla ricerca di soluzioni che, pur garantendo un'adeguata tutela delle minoranze, consentendo a queste ultime di mantenere una "finestra sul consiglio"<sup>75</sup>, favoriscano la formazione dell'organo amministrativo che non sia solo *fit and proper* ma che esprima anche armonia e omogenea provenienza dei suoi componenti, riducendo il rischio che una sovra rappresentazione delle minoranze possa essere di ostacolo ad una gestione efficiente dell'impresa bancaria.

In tal senso, sarebbe certamente inammissibile la soluzione estrema di vietare *tout court* la presentazione di una lista da parte dei soci. Meriterebbe invece almeno il beneficio del dubbio la clausola dello statuto che "aprisse" alle minoranze un inedito spazio di partecipazione alla lista del c.d.a. attraverso l'inserimento nella stessa di (almeno) un candidato espressione di uno o più azionisti, in cambio della rinuncia alla presentazione di una lista<sup>76</sup>.

Una simile previsione, che riflette prassi già diffuse in altri sistemi<sup>77</sup>, in primo luogo dovrebbe superare il vaglio di legittimità atteso che l'effetto abdicativo del diritto sarebbe ricollegato ad una espressa

---

<sup>75</sup> Secondo una delle funzioni che si riconoscono al voto di lista nelle società a proprietà concentrata (così per tutti N. CIOCCA, *Il voto di lista*, cit., 647).

<sup>76</sup> L'adesione alla lista del c.d.a. – aperta a tutti gli azionisti con quote di partecipazione rilevanti stabilite dallo stesso statuto – andrebbe formalizzata attraverso un'espressa dichiarazione in tal senso da parte del socio o dei più soci interessati, con l'indicazione – al pari di quanto avviene per la presentazione della lista – della quota di capitale rappresentata, e la contestuale rinuncia alla presentazione di una lista propria.

<sup>77</sup> Cfr. M. L. PASSADOR, *Lineamenti di un'analisi comparata sul voto di lista: alla ricerca del ruolo della minoranza*, in *Riv. dir. soc.*, 2018, 950, il quale riferisce, con riguardo all'ordinamento statunitense, della prassi, ove previsto dallo statuto dell'emittente, di coinvolgere i soci (che detengano una determinata percentuale di capitale) nel procedimento di composizione della lista (c.d. "*proxy statement*") formata dal *board* uscente, tramite il c.d. "*proxy access*", che consente l'inserimento nella lista di un numero di candidati pari ad un quinto degli amministratori da eleggere. Non essendo previsto in quel sistema un voto sulla lista, né una riserva di seggi alle minoranze, i candidati espressi dai soci e quelli scelti dal consiglio uscente concorrono nell'unica votazione nominativa.

volontà di rinuncia da parte del socio<sup>78</sup>; in secondo luogo, risulterebbe, almeno in alcuni casi, più aderente agli interessi delle parti, essendo in grado di assorbire le iniziative degli investitori istituzionali - tradizionalmente restii alla presentazione di liste lunghe - con effetti simili a quelli previsti dall'art. 147-ter co. 3, senza gli inconvenienti dei profilati meccanismi di ripartizione delle liste (art. 147-ter.1 co. 3), riducendo così il rischio di una immotivata competizione tra le diverse proposte<sup>79</sup>.

Ancora, tale espediente consentirebbe di valorizzare talune delle novità della riforma, mettendo a disposizione delle minoranze i posti aggiuntivi richiesti per la lista del c.d.a. e ridimensionando allo stesso tempo gli effetti “distruttivi” del voto nominativo, che nel caso in cui la lista del c.d.a. fosse l'unica presentata realizzerebbe, senza controindicazioni, la sua naturale funzione democratica di scelta dei candidati da eleggere<sup>80</sup>.

---

<sup>78</sup> La stessa sarebbe in linea con una delle finalità del voto di lista che - come è stato evidenziato (cfr. P. M. SANFILIPPO, *Il voto di lista*, cit., 648) - non è quella di garantire che vi siano eletti dalla minoranza, ma è di dare alla minoranza il potere di eleggere amministratori.

<sup>79</sup> A fronte della possibilità di esprimere almeno un candidato nella lista del c.d.a., una buona parte dei soci e degli investitori istituzionali potrebbero aderire a tale proposta rinunciando a presentare una propria lista anche corta. È vero che il solo inserimento di un componente espressione delle minoranze all'interno della lista del c.d.a. di per sé non ne garantirebbe l'elezione; ma tale circostanza, oltre a costituire un “sano” incentivo verso la coagulazione del voto nella lista del c.d.a. e ancor prima verso l'istaurazione di forme costruttive di dialogo tra amministratori e soci, potrebbe essere superata attraverso appositi patti parasociali tra i soci di maggioranza e gli altri azionisti di controllo, volti a sostenere in sede di voto nominativo anche i candidati di minoranza.

<sup>80</sup> Invero non è specificato dal testo della riforma (cfr. art. 12 della legge capitali) se nel caso in cui quella del c.d.a. sia l'unica lista si debba o meno procedere alla seconda votazione nominativa. La soluzione favorevole sembra preferibile, perché resta coerente con l'intento di superare il sistema della lista bloccata; circostanza che altrimenti si verificherebbe arbitrariamente solo nel caso di competizione tra più liste (sul punto ASSONIME, *op. cit.*, 59). Inoltre, nel “nuovo” scenario prospettato, il sistema riuscirebbe a valorizzare la funzione del voto nominativo, senza i divisati problemi di disarticolazione della lista del c.d.a. e di sovra rappresentazione delle minoranze, consentendo peraltro a queste ultime di poter votare per questo o quel candidato senza dover fare a monte una scelta “di campo” tra liste contrapposte e bloccate, riavvicinando sul punto il nostro ordinamento ad altri importanti sistemi quali Francia, Germania, Regno Unito e Stati Uniti d'America (Sul piano

In questo contesto, la lista (lunga) presentata dai soci sarebbe destinata ad avere uno spazio di applicazione più circoscritto e residuale, restando in situazioni di possibile avvicendamento nel controllo societario un valido strumento di competizione a favore di minoranze qualificate che volessero contendere agli *incumbents* la maggioranza del c.d.a.

Si creerebbero così forse le condizioni affinché, il più delle volte, la lista del c.d.a. sia l'unica proposta per la nomina degli amministratori, non perché riflette le scelte e l'indirizzo del socio di maggioranza, secondo un assunto di cui è già stata dimostrata la debolezza<sup>81</sup>, ma perché concretamente rappresentativa di diverse ed eterogenee componenti della compagine sociale, realizzando così a pieno quella vocazione istituzionale che in parte ne giustifica la legittimità.

---

comparatistico cfr. N. CIOCCA, *op. cit.*, 46-47 e nt. 38; M. VENTORUZZO, *Empowering*, cit., 30 ss.).

<sup>81</sup> Cfr. M. VENTORUZZO, *Art. 12*, cit., 1098, ove si dà atto dei risultati dell'analisi empirica svolta confrontando i dati sulla quota del maggiore azionista con i voti ricevuti dalla lista del c.d.a., che rivelano che a fronte di una quota media del primo socio del 10% del capitale, la lista del c.d.a. ha, in media, ottenuto quasi l'80% dei voti, che – anche se tale ultima percentuale è calcolata sui voti presenti in assemblea – consentono di concludere nel senso che la lista del c.d.a. raccoglie in media voti di gran lunga superiori a quelli del socio di controllo, del quale si suppone sia espressione. Sul punto si veda anche M. MAUGERI, *op. cit.*, 588 s. e P. M. SANFILIPPO, *Il voto di lista*, cit., 656, il quale in proposito suggerisce di valorizzare i doveri funzionali degli amministratori quale presidio di correttezza e trasparenza anche nell'attività di composizione della lista del c.d.a.