

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

APRILE / GIUGNO

2026

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

ADRIANA ANDREI, ANGELA MARIA AROMOLO DE RINALDIS,
SEBASTIANO BELFI, GIOVANNI BERTI DE MARINIS, BENEDETTA
BONFANTI, ALESSANDRA CAMEDDA, ANDREA CARRISI, GABRIELLA
CAZZETTA, EDOARDO CECCHINATO, PAOLA DASSISTI, ANTONIO
DAVOLA, ANGELA GALATO, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO
GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI, PAOLA LUCANTONI, EUGENIA
MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, EMANUELA
MIGLIACCIO, GIANPAOLO PANETTA, FRANCESCO PETROSINO,
ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA,
ELEONORA RAJNERI, CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA,
DAVIDE TOCCOLI, VERONICA ZERBA (SEGRETARIO DI REDAZIONE)

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

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 ABBIA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

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

SEDE DELLA REDAZIONE

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

SOMMARIO

ALBERTO URBANI, L'evoluzione della vigilanza ispettiva sulle banche al tempo della digitalizzazione del sistema finanziario e dell'avvento dell'intelligenza artificiale.....	85
PIERPAOLO MARANO, Il Fondo di garanzia vita tra tutela mutualistica e rischio finanziario: criticità strutturali e ricostruzione ordinamentale	113
GIUSEPPE ANTONIO POLICARO, Il TUF riformato e il ruolo delle banche tra vigilanza e mercati: dalla Legge Capitali alla nuova <i>governance</i> delle società quotate	143
ANGELA GALATO, Sul rispetto del limite di finanziabilità quale requisito di accesso ai benefici fondiari	169
SIMONE MEZZACAPO, La moneta elettronica nel <i>regulatory layering</i> del diritto UE, al bivio tra circolazione <i>closed-loop</i> e <i>tokenizzazione</i> . ..	189
CATERINA BERGOMI, La responsabilità della banca verso terzi tra obblighi di protezione e principio di relatività del contratto	227
FRANCESCO LA FATA, Sostenibilità sociale del mercato, desertificazione bancaria e credito di prossimità	253

SOMMARIO

ANGELO CHIANALE, La pubblicità immobiliare per i beni apportati a fondi comuni d'investimento va curata nei confronti della SGR..... 165

DAVIDE PASQUALOTTO, Il voto della società di cartolarizzazione nel concordato fallimentare: *in claris non fit interpretatio* (?). 179

L'evoluzione della vigilanza ispettiva sulle banche al tempo della digitalizzazione del sistema finanziario e dell'avvento dell'intelligenza artificiale*

SOMMARIO: 1. La vigilanza ispettiva come componente integrata nella complessiva attività di supervisione, in un contesto operativo profondamente condizionato dai processi di digitalizzazione della finanza. – 2. L'impatto di un ecosistema finanziario digitalizzato sull'azione di supervisione, segnatamente sulla funzione ispettiva. – 3. La trasformazione della funzione ispettiva. – 3.1 Dall'ispezione tradizionale all'*audit* digitale continuo: le nuove metodologie ispettive digitali. – 3.2 (Segue) ... e alcune questioni che ne conseguono anche sul piano giuridico. – 4. Nuove sfide per l'attività ispettiva conseguenti all'evoluzione tecnologica dell'operatività bancaria. – 5. Quali le prospettive future per la funzione ispettiva?

1. La vigilanza ispettiva come componente integrata nella complessiva attività di supervisione, in un contesto operativo profondamente condizionato dai processi di digitalizzazione della finanza.

È noto che la vigilanza ispettiva rappresenta da sempre uno dei pilastri fondamentali del sistema di supervisione bancaria¹, costituendo lo strumento attraverso il quale le autorità di settore sono poste in grado di verificare “da vicino” e sul piano “materiale” – ossia al di là di quanto dichiarato attraverso i canali informativi correnti tra soggetto vigilato e autorità vigilante – la rispondenza dell'operatività dell'intermediario ai canoni della sana e prudente gestione. Come è stato evidenziato, per tale via si rende possibile l'abbattimento del diaframma che si frappone tra l'analisi *off-site* e le reali connotazioni d'impresa degli organismi vigilati².

* Il presente lavoro è destinato anche alla raccolta di studi *Diritto, economia e governo dei mercati regolati*. Liber amicorum di Antonella Antonucci, Cacucci Editore.

¹ Cfr. G. BOCCUZZI, *Commento sub art. 54*, in *Commentario al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di C. Costa, Torino, Giappichelli, 2013, 615.

² Sono parole di C. BARBAGALLO, P. D'INNOCENZO, *Commento sub art. 54*, in *Commentario al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di F. Capriglione, IV ed., Milano, Wolters Kluwer, 2018, 647; in termini sostanzialmente analoghi v. anche ID., *Commento sub art. 54*, in *Commentario al Testo unico delle*

D'altro canto, anche in termini più ampi si sa che i tre ambiti della vigilanza regolamentare, informativa e ispettiva sono a tal punto integrati tra loro, in una dinamica di circolarità virtuosa, che nessuno di essi può dimostrarsi pienamente efficace se non poggia sugli esiti di ciò che lo precede e al contempo non si salda e non trova sbocco negli interventi che ne conseguono³. Ne sono naturalmente ben consapevoli *in primis* le autorità di settore, tant'è ad esempio che nella sua *Guida per l'attività di vigilanza* la stessa Banca d'Italia evidenzia come «*Il coordinamento metodologico e l'integrazione operativa nonché la proficua interazione tra analisi a distanza e ispettiva costituiscono elementi fondamentali ai fini dell'efficace ed efficiente perseguimento degli obiettivi della Vigilanza. Il coordinato utilizzo degli strumenti di analisi e valutazione consente, infatti, di sfruttare adeguatamente le informazioni acquisite e i risultati raggiunti, eliminare duplicazioni, razionalizzare l'utilizzo delle risorse, ridurre i tempi di analisi, assicurare l'unitarietà del processo di supervisione*»⁴.

Sennonché il processo di digitalizzazione della finanza – e, più nello specifico, dei servizi offerti dal ceto bancario – sta rapidamente e profondamente trasformando le modalità di esercizio non solo dell'attività delle banche, ma anche – e in termini soltanto in parte correlati – di quella delle autorità di supervisione, compresa naturalmente la sua componente ispettiva, la quale richiede un ripensamento – per taluni versi persino radicale – degli approcci, delle metodologie e degli strumenti sin qui tradizionalmente impiegati nello svolgimento delle ispezioni di vigilanza. Solo per fare due esempi, da

leggi in materia bancaria e creditizia, a cura di F. Capriglione, I ed., Padova, Cedam, 1994, 290; V. DESARIO, *Commento sub art. 31 l.b.*, in *Codice commentato della banca*, a cura di F. Capriglione e V. Mezzacapo, Milano, Giuffrè, 1990, 294; C. BARBAGALLO, *Vigilanza ispettiva*, in *La nuova legge bancaria*, a cura di P. Ferro-Luzzi e G. Castaldi, Milano, Giuffrè, 1996, 927; C.G. CORVESE, *Commento sub art. 54*, in *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di F. Belli et alii, Bologna, Zanichelli, 2003, 799.

³ Con specifico riferimento alle interrelazioni tra vigilanza informativa, *sub specie* delle segnalazioni periodiche di vigilanza, e visite ispettive “sul campo”, cfr. L. LANOTTE, *La vigilanza bancaria*, in *Il governo delle banche in Italia: commento al testo unico bancario ed alla normativa collegata*, a cura di R. Razzante e L. Lacaita, Torino, Giappichelli, 2006, 527; C. BARBAGALLO, P. D'INNOCENZO, *op. cit.*, 648.

⁴ Così Banca d'Italia, *Guida per l'attività di vigilanza*, circ. n. 269 del 7 maggio 2008, nel testo risultante dal 16° aggiorn. del 4 aprile 2025, par. II.13.4, 47 s.

un lato il passaggio da controlli prevalentemente documentali e campionari a verifiche basate sull'analisi di *big data* e, dall'altro, l'introduzione di tecniche di *audit* continuo orientano giocoforza a ridefinire la funzione ispettiva in termini di rinnovate metodologie operative, inducendo più in generale ad interrogarsi sulle sfide procedurali emergenti e sulle prospettive di sviluppo futuro della vigilanza ispettiva nell'era digitale. Si può ritenere che se, un tempo, la vigilanza ispettiva aveva un carattere per molti versi complementare alle altre forme dell'azione di supervisione⁵, oggi invece, in un ambiente operativo del soggetto ispezionato tanto permeato di quella "virtualità" propria delle tecnologie digitali, le verifiche *in loco* assumono una inedita centralità, proprio perché in grado, se non di elidere, quanto meno di ridurre le opacità connaturate ai paradigmi relazionali di ogni forma di virtualità.

Lungi, pertanto, dal vedersi marginalizzati o sviliti, i controlli ispettivi sulle banche stanno registrando piuttosto una trasformazione nei metodi e nei contenuti che si avvantaggia dei nuovi strumenti messi a disposizione dall'avvento delle tecnologie incentrate sull'intelligenza artificiale e che avanza di pari passo all'evoluzione dell'attività dei soggetti vigilati.

2. *L'impatto di un ecosistema finanziario digitalizzato sull'azione di supervisione, segnatamente sulla funzione ispettiva.*

La valutazione dei riflessi dell'impatto delle tecnologie digitali sulla componente ispettiva dell'azione di supervisione in ambito bancario (e in fondo, in una prospettiva a più ampio raggio di indagine, finanziario) richiede, in tutta evidenza, un approccio duplice e per molti versi speculare.

Da un primo punto di vista, infatti, osservando gli intermediari bancari dei nostri giorni non si può prescindere dalla constatazione che la loro concreta operatività quotidiana ha assunto connotati affatto

⁵ Cfr. G. CASTALDI, C. CLEMENTE, *I controlli di vigilanza sugli enti creditizi*, in *Bancaria*, 1981, 803; C. DE ROBBIO, *Le ispezioni della Banca d'Italia. Caratteristiche e modalità*, in AA.VV., *Le ispezioni della Banca d'Italia*, Milano, Iceb, 1984, 41; F. CAPRIGLIONE, *L'ordinamento bancario verso la neutralità*, Padova, Cedam, 1994, p. 157; A. PEZZUTO, *Il sistema dei controlli di vigilanza sugli intermediari bancari*, in *Mondo banc.*, 2011, n. 3-4, 27.

diversi da quelli che si sono riscontrati per decenni, sia per l'ampliamento e la diversificazione dei servizi offerti alla clientela sia per l'impiego su larga scala di strumenti di lavoro *lato sensu* informatizzati. Dalla prospettiva inversa, quella cioè delle autorità di supervisione, le tecnologie digitali hanno rapidamente conquistato spazi consistenti anche nel contesto complessivo delle attività di vigilanza, tant'è che la locuzione *SupTech* (contrazione di *Supervisory Technology*)⁶ ha pacificamente travalicato i confini del lessico in uso tra gli addetti ai lavori per divenire di uso corrente in ambito finanziario e facendo spesso il paio con *RegTech* (*Regulatory Technology*) per indicare invece l'uso di tecnologie avanzate ai fini di automazione e di semplificazione dei processi di conformità normativa e di gestione dei rischi⁷.

Prendendo innanzitutto le mosse dal fronte degli intermediari, non v'è dubbio, come si sa, che la digitalizzazione ha introdotto nel panorama finanziario una molteplicità di nuovi attori e di nuovi servizi che sfidano le tradizionali categorie regolatorie. Solo per citare alcuni tra i macrofenomeni maggiormente diffusi, le piattaforme di pagamento digitale, i servizi di investimento automatizzato, le cryptoattività e la finanza decentralizzata hanno creato un ecosistema caratterizzato da interconnessioni complesse e flussi di dati in tempo reale. Si assiste a nuovi paradigmi operativi che si caratterizzano per la velocità delle transazioni, la dematerializzazione dei processi, l'automazione decisionale attraverso algoritmi e che determinano, di riflesso, l'emergere di nuovi rischi sistemici legati alla concentrazione

⁶ In materia, cfr. l'interessante *paper* pubblicato dalla Banca per i Regolamenti Internazionali redatto da L. PRENIO, A. PUSTELNIKOV, J. YEO, *Building a more diverse suptech No 23 ecosystem: findings from surveys of financial authorities and suptech vendors*, FSI Briefs, no. 23, May 2024.

⁷ In generale, tra i contributi più recenti, cfr. C. COMPORTI, *SupTech: presente e futuro*, in *La governance nell'era digitale (Atti della Summer school 2022)*, a cura di V.V. Cuocci, F.P. Lops e C. Motti, Bari, Cacucci, 2023, 205 ss.; A. BROZZETTI, *L'evoluzione della vigilanza: dalla vigilanza prudenziale al Reg/SupTech*, in AA.VV., *A 30 anni dal Testo unico bancario (1993-2023): The Test of Time*, Atti dei workshops, nei *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, n. 99, febbraio 2024, 61 ss., partic. 75 ss.

tecnologica e alla interdipendenza digitale⁸. Già in chiave di legislazione primaria e di conseguente vigilanza regolamentare questa frammentazione dell'ecosistema digitale pone questioni fondamentali di perimetro disciplinare, non a caso prontamente messe in evidenza anche dalle riflessioni dottrinali più recenti⁹, essendo ormai opinione largamente condivisa che l'attuale approccio “*entity-based*” della regolamentazione fatica a catturare la complessità delle interazioni tra soggetti tradizionali e nuovi operatori *tech* e crea zone grigie regolamentari che sfuggono alla vigilanza per come la si è sempre conosciuta fino ai nostri giorni¹⁰.

Al contempo, anche gli intermediari finanziari di lungo corso hanno dovuto ripensare radicalmente i propri modelli operativi¹¹, integrando nei propri processi produttivi tecnologie come l'intelligenza artificiale, con le sue tecniche di *machine learning* e *deep learning*. Ne è conseguita l'emersione di nuove tipologie di rischi operativi, di *cyber-rischi* e di rischi di modello che richiedono, di riflesso, approcci di

⁸ In argomento, cfr. V. BEVIVINO, *Too small to care: troppo piccole per curarsene? L'individuazione del rischio sistemico generato dalla FinTech*, in *Banca impr. soc.*, 2023, 183 ss.

⁹ Cfr. A. MINTO, M. VOELKERLING, M. WULFF, *Separating apples from oranges: identifying threats to financial stability originating from FinTech*, in *Capital Markets Law Journal*, 2017, 12 (1), 428 ss.; M. LAMANDINI, A. THOMADAKIS, *One Market, One Vision: How Interstate Consolidation Can Transform Europe's Banking Landscape*, in *Journal of Financial Regulation*, 2025, 11 (1), 129 ss.

¹⁰ Cfr. C. GOODHART, *The Boundary Problem in Financial Regulation*, in *National Institute Economic Review*, 2008, 48 ss.; D. ARNER, J. BARBERIS, R. BUCKLEY, *The evolution of FinTech: a new post-crisis paradigm?*, Research Paper no. 2015/047 della University of Hong Kong Faculty of Law, 2015, 35 ss., *ssrn* 2676553; N. LINCiano, P. SOCCORSO, *FinTech e RegTech: approcci di regolamentazione e di supervisione*, in *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, a cura di M.-T. Paracampo, Torino, Giappichelli, 2017, 34 ss.; H. NABILOU, A. PRÜM, *Ignorance, Debt, and Cryptocurrencies: The Old and the New in the Law and Economics of Concurrent Currencies*, in *Journal of Financial Regulation*, 2019, 5 (1), 29 ss.

¹¹ Traendo spunto dalle iniziative che il sistema finanziario dovette assumere in tempi molto rapidi a seguito della pandemia da Covid-19, si vedano al riguardo ad es. le considerazioni di R. BASKERVILLE, F. CAPRIGLIONE, N. CASALINO, *Impacts, challenges and trends of digital transformation in the banking sector*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2020, 341 ss.

vigilanza innovativi, infatti rilevati e via via aggiornati anche in sede sovranazionale¹².

Va da sé che entrambe queste macro-linee evolutive sollecitano parimenti una revisione dei contenuti e delle modalità di conduzione degli accertamenti ispettivi. D'altro canto, l'adeguamento progressivo dell'attività di ispezione nelle banche in ragione dell'evoluzione della loro attività è una cifra che caratterizza da sempre la vigilanza ispettiva: basti solo pensare che se in un passato in fondo non troppo lontano l'attenzione nettamente predominante degli ispettori, già in termini di impegno temporale, era votata alla qualità del credito, dal momento che in una banca dall'operatività tradizionale il rischio di credito era giustamente considerato quello di gran lunga prevalente e più insidioso, a seguito del processo di c.d. finanziarizzazione dell'attività delle banche negli ultimi decenni è cresciuto anche in sede ispettiva l'impegno che le autorità di settore dedicano all'analisi della gestione finanziaria dell'ente vigilato; e, forse ancor più, la consapevolezza che nella netta maggioranza dei casi le crisi bancarie sono innanzitutto crisi "di legalità" prima di manifestarsi (anche e non di rado) come crisi sul piano patrimoniale ha portato a valutazioni sempre più approfondite sulla qualità della *governance* e degli assetti organizzativi degli intermediari pure in occasione delle ispezioni. La modularità e la flessibilità degli accertamenti, insomma, costituiscono tratti non solo tradizionali e consolidati, ma più ancora caratteristici e imprescindibili della vigilanza *on-site*¹³, sicché può dirsi che, se assecondata da un

¹² Il riferimento è in particolare alle Linee Guida EBA/GL/2019/04 sui rischi ITC e di sicurezza, emanate sulla scorta sulle disposizioni dell'art. 74 della Direttiva 2013/36/UE (CRD) e dell'art. 95, par. 3, della Direttiva (UE) 2015/2366 (PSD2), recentemente riviste per restringerne il campo di applicazione (cfr. EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Guidelines amending Guidelines EBA/GL/2019/04 on ICT and security risk management*, EBA/GL/2025/02 dell'11 febbraio 2025) per effetto dell'entrata in vigore del Regolamento (UE) 2022/2554 del 14 dicembre 2022 relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario (c.d. DORA, acronimo di *Digital Operational Resilience Act*).

¹³ Chiare indicazioni in tal senso vengono anche dalla stessa *Guida per l'attività di vigilanza* della Banca d'Italia già sopra richiamata, ad esempio laddove nelle *Avvertenze* introduttive che aprono la Parte Terza dedicata alle procedure per l'attività ispettiva, dopo aver premesso che «l'estesa gamma dei momenti di controllo consente di dotare l'utente di uno strumentario di indirizzo e consultazione che, pur non assumendo valenza vincolante e/o prescrittiva, favorisce l'omogeneità degli approcci metodologici e dei comportamenti applicativi», precisa che «l'incaricato è chiamato

adeguato supporto sul piano tecnologico e dal costante aggiornamento degli incaricati delle verifiche, la vigilanza ispettiva incorpora già in sé i cromosomi della duttilità che le possono consentire di assolvere alle proprie funzioni pur in un ambiente operativo affatto diverso da quello nel quale, al pari delle altre forme della supervisione bancaria, era stata inizialmente concepita.

In termini generali, restano tuttavia sullo sfondo interrogativi, cui non è facile dare risposta, circa la capacità delle autorità di vigilanza di mantenere il passo con l'innovazione del mercato, essendosi giustamente paventato il timore che sussista un *innovation gap* strutturale – come tale ineliminabile almeno nella sua interezza – tra la velocità dell'innovazione finanziaria e la capacità di adeguamento del *framework* regolamentare¹⁴, iato che rischia di compromettere l'efficacia della supervisione proprio in quei contesti nei quali la novità dei fenomeni da esaminare rappresenta già di per sé un rischio potenzialmente insidioso. Per ovviarvi – sempre in termini generali ma a ben vedere focalizzando l'attenzione soprattutto sulla vigilanza regolamentare e ancor più sull'utilizzo dei dati rivenienti da quella informativa – sia nella dottrina internazionale che in quella domestica è stata auspicata un'evoluzione del rapporto tra vigilanza e *RegTech* in senso marcatamente cooperativo, nell'ottica della quale, in particolare, l'industria finanziaria sia spronata a sottoporre all'autorità di vigilanza

a enucleare – anche in assenza di una formale delimitazione del mandato ispettivo e in un quadro di compatibilità con i richiamati vincoli ed esternalità – le problematiche in grado di incidere, per l'intensità dei rischi implicati (risk-focused approach), sul mantenimento attuale e prospettico di condizioni di sana e prudente gestione. (...) Nell'individuare i rischi rilevanti, l'ispettore applica i percorsi secondo principi di modularità e proporzionalità, decidendo “se e in che misura” ripercorrere la traccia suggerita.» (circ. cit., Parte Terza, Sez. I, p. 3).

In dottrina, *ex multis*, v. F. VELLA, M. PRISTIPINO, *Commento sub art. 54*, in *Testo Unico Bancario. Commentario*, a cura di M. Porzio, F. Belli, G. Losappio, M. Rispoli Farina, V. Santoro, Milano, Giuffrè, 2010, 489.

¹⁴ Cfr., tra molti, G. RINGE, C. ROUF, *Regulating Fintech in the EU: the Case for a Guided Sandbox*, in *European Journal of Risk Regulation*, 2020, 11 (3), 604 ss.; A. DEIRDRE, *Regulatory Lag, Regulatory Friction and Regulatory Transition as FinTech Disenablers: Calibrating an EU Response to the Regulatory Sandbox Phenomenon*, in *European Business Organization Law Review*, 2021, vol. 22, 1 ss.; I. CHIU, *Technological Transformations in the Financial Sector: Principles for Lex Specialis, Lex Generalis and their Interrelationship*, in *Banking and Finance Law Review*, 2023, 40 (1), 11 ss.

«spunti e indicazioni per regole efficienti e *best practices*, anche in una prospettiva di miglioramento dell'attività di controllo»¹⁵. Il suggerimento merita di essere condiviso e non sembrano ravvisabili ragioni per non approvarne l'utilizzo anche in ambito ispettivo, quanto meno per la pratica e ovvia constatazione che per monitorare la condotta e l'andamento di un soggetto vigilato la conoscenza e la comprensione della sua attività nelle varie dimensioni che la compongono sono premesse essenziali per una valutazione che miri ad essere obbiettiva ed efficace.

Peraltro, qui come nelle altre componenti della supervisione bancaria, è evidente che ciò non significa in alcun modo venir meno al rispetto degli specifici ruoli dell'autorità di vigilanza da un lato e dell'ente vigilato dall'altro, esigenza quest'ultima che, d'altronde, la nostra normativa secondaria in tema di accertamenti ispettivi dimostra di tenere ben presente nel momento in cui precisa a chiare lettere che «*La trasparenza nei confronti dell'intermediario e il confronto con gli esponenti aziendali rappresentano, oltre che un dovere istituzionale, una fondamentale opportunità per l'azione di controllo. Essi consentono infatti di sottoporre a verifica critica le ipotesi formulate nel corso degli accertamenti e di integrare il quadro conoscitivo con aspetti eventualmente non ancora presi in considerazione. Inoltre, il confronto – da esercitare nel rispetto dei ruoli*¹⁶ *e facendo attenzione a non anticipare giudizi provvisori – permette agli intermediari di migliorare la comprensione dei rilievi e delle osservazioni mossi, agevolando il tempestivo apprestamento di iniziative correttive*»¹⁷. In fondo, seppure con finalità affatto diverse, già nei rapporti ispettivi redatti nel vigore della vecchia legge bancaria del secolo scorso era dato

¹⁵ Così A. PERRONE, *La nuova vigilanza. RegTech e capitale umano*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, I, p. 524 s., il quale richiama V. COLAERT, *RegTech as a response to regulatory expansion in the financial sector*, June 2018, in *www.ssrn.com*, 30 ss.; in arg. v. anche I. SHERIDAN, *MiFID II in the context of Financial Technology and Regulatory Technology*, in *Capital Markets Law Journal*, 2017, 12 (4), 417 ss.; D. MC NULTY, A. MIGLIONICO, A. MILNE, *Data Access Technologies and the 'New Governance' Techniques of Financial Regulation*, in *Journal of Financial Regulation*, 2023, 9 (2), 225 ss.

¹⁶ Qui come anche altrove nel prosieguo, quando nel contesto di norme riportate, l'evidenziazione è mia.

¹⁷ Così ancora la *Guida per l'attività di vigilanza* della Banca d'Italia, circ. n. 269 cit., Parte Terza, Sezione I, Capitolo I, Par. I.5, 14.

di leggere l'avvertenza per la quale «*Le ispezioni di vigilanza non sono ragguagliabili a una revisione contabile e, quindi, il presente fascicolo non ha alcun valore a tale effetto*»: traccia eloquente, questa, della volontà di rimarcare il *proprium* teleologico della vigilanza *on-site* e della distinzione dei ruoli tra Autorità di vigilanza, impresa vigilata ed eventualmente altri soggetti terzi a vario titolo coinvolti¹⁸. In particolare, è chiaro da sempre che gli accertamenti ispettivi non possono essere intesi come una forma di “consulenza” a diretta utilità della banca ispezionata, giacché rispondono a finalità e obiettivi integrati nell'ambito della complessiva attività di supervisione da parte delle autorità a ciò preposte.

3. *La trasformazione della funzione ispettiva.*

3.1 *Dall'ispezione tradizionale all'audit digitale continuo: le nuove metodologie ispettive digitali.*

Nel corso del tempo la vigilanza ispettiva tradizionale si è concretizzata in controlli periodici (pur essendo conosciute anche le ispezioni c.d. straordinarie, cioè avviate non secondo la frequenza con la quale sono normalmente visitate tutte le banche) e puntuali, basati sull'esame documentale e su verifiche a campione effettuate prevalentemente presso le sedi (o, meglio, le direzioni generali) degli intermediari. In un'organizzazione interna della funzione che lascia ampia autonomia agli ispettori in ragione delle specificità dell'ente sottoposto agli accertamenti¹⁹, l'art. 54 t.u.b. fornisce, come noto, la sintetica ed ellittica base normativa di rango primario conferendo alla Banca d'Italia il potere di «*effettuare ispezioni presso le banche*», laddove il verbo «*può*» che viene impiegato va correttamente

¹⁸ Per uno spunto indiretto v. già R. COSTI, *L'ordinamento bancario*, V ed., Bologna, Il Mulino, 2012, 572.

¹⁹ Chiarissima, al riguardo, la Guida più volte citata: «*Affinché lo strumento ispettivo esprima appieno il suo potenziale, assume altresì peculiare rilievo l'applicazione del criterio di flessibilità, inteso come ambito di discrezionalità tecnica all'interno del quale l'ispettore effettua le scelte (in termini, ad es., di percorso da seguire, modalità di campionamento, documenti da consultare, esponenti da contattare) che meglio supportano le finalità dell'indagine.*» (ivi, Parte Terza, Sezione I, Capitolo I, Par. I.3, 13).

interpretato come affidamento del legislatore al prudente apprezzamento tecnico dell'autorità di settore circa la frequenza, i contenuti e le modalità di esercizio di questo potere, non certo invece come libertà assoluta e incondizionata se far uso o meno del potere ispettivo. Parallelamente, nell'ambito del Meccanismo di Vigilanza Unico l'art. 12 del Regolamento SSM n. 1024/2013 estende tali poteri alla Banca Centrale Europea²⁰.

Come si è evidenziato già in apertura, affinché la supervisione bancaria sia efficace occorre sfruttare al meglio ogni sinergia tra le sue diverse articolazioni. Per quanto attiene più da vicino al nostro campo di indagine e con riguardo soprattutto alla dialettica funzionale tra vigilanza ispettiva e vigilanza informativa, non si può prescindere dalla constatazione che gli strumenti oggi offerti dalla digitalizzazione stanno rapidamente accompagnando la seconda verso un approccio di “*audit continuo*”, che cerca di sfruttare al meglio l'accesso remoto ai sistemi informativi degli intermediari implementando modelli di verifiche automatizzate e di analisi in tempo reale²¹. Sono dunque ormai ben lontani i tempi in cui l'informatica ricopriva il ruolo di mero supporto tecnologico alla vigilanza informativa quasi soltanto per la trasmissione per via telematica delle informazioni incorporate specialmente nella Matrice dei conti e nella Centrale dei rischi e, al più, come verifica preliminare automatizzata della verosimiglianza dei dati così trasmessi. Ciò significa che nell'attuale contesto operativo la vigilanza informativa riesce ad essere “dentro” la banca molto più di prima, sia in termini di celerità e di costanza nell'accesso alle informazioni sia di capacità di interpretazione dei dati raccolti.

Sarebbe tuttavia sbagliato trarne affrettatamente la conclusione che quindi, nell'attuale contesto operativo, le verifiche ispettive vedano ridotta la loro rilevanza pratica. In realtà, per convincimento unanime e

²⁰ Per le prime informazioni, cfr. C. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche. Le regole dell'attività*, IV ed., Bologna, Il Mulino, 2025, 260; v. inoltre A. THOMADAKIS, J. ARNAL, *Ten Years of the Single Supervisory Mechanism: Looking into the Past, Navigating into the Future*, in *Journal of Financial Regulation*, 2024, 10 (2), p. 253 ss.; A. KUIPER, L. ROORDA, C. RYNGAERT, *Navigating Public International Law: ECB Banking Supervision and Cross-border On-site Inspections*, in *European Papers – A journal on Law and Integration*, 2025, 10 (3), 579 ss.

²¹ Per tutti, v. di recente A. AZZUTTI, M. CUMMINS, I. MACNEIL, C. OTIOMA, *Simplifying Compliance: The Role of AI and RegTech*, in *FRIL White Paper Series*, 2025, *passim*.

come già ribadito più volte, la vigilanza informativa e quella ispettiva sono due momenti di un'identica macro-funzione, cioè la supervisione pubblica sulla singola impresa bancaria e sul sistema in cui questa opera, e come tali entrambe orientate – ovviamente, insieme alla terza componente, quella regolamentare – al perseguimento delle finalità generali sancite dall'art. 5 t.u.b., e in particolare ad una valutazione prospettica del singolo ente vigilato²². In un ambiente sempre più “*digital oriented*”, l'accesso *in loco* permane un indispensabile strumento di conoscenza nelle mani della Vigilanza²³ in ragione dell'apporto qualitativo specifico che un accertamento ispettivo può offrire e che risiede, da un lato, nel *quid pluris* che si può ricavare solo da un'interlocuzione diretta e relativamente protratta nel tempo degli ispettori con persone che ricoprono alcune posizioni centrali nell'organigramma interno della banca ispezionata e, dall'altro e come si è detto, nella riduzione di quel divario conoscitivo intrinseco al rapporto tra virtualità e realtà che può, di fatto, assumere mille sfaccettature.

Su tali premesse, è dunque da chiedersi innanzitutto come le tecnologie digitali assistano o possano concretamente assistere la

²² Di tale obiettivo ultimo della vigilanza ispettiva, d'altronde, si era ben consapevoli già alcuni decenni fa, quando in un contesto evidentemente alquanto diverso da quello attuale, anche da parte di esponenti della nostra Autorità di vigilanza si avvertiva del pericolo di una valutazione statica dell'intermediario sottoposto ad un'ispezione: «Sino a pochi anni or sono non avrebbe destato sorpresa affermare che l'ispettore fotografa la situazione aziendale; oggi nulla di più distante vi è dalla statica fotografica del dinamismo presente nell'ambiente esterno. Né, sul piano delle condotte operative, possono ignorarsi gli impatti di non calibrate mediazioni tra approcci apparentemente difformi ma entrambi radicali, come l'eccessivo affidamento nella proceduralizzazione dei processi ovvero l'esasperazione nel tecnicismo degli strumenti, forma – a ben vedere – più moderna e subdola di una comune concezione burocratica» (sono parole di C. PANZELLA, U. PROIA, *Auditing, rischi e finanza nelle banche: appunti di vigilanza ispettiva*, in *Bancaria*, 1997, n. 5, 52). In tempi molto più recenti v. anche D. BROEDERS, J. PRENIO, *Innovative technology in financial supervision (suptech) – the experience of early users*, in *FSI insights on policy implementation*, Financial Stability Institute - Bank for International Settlements, July 2018, n. 9, 1, www.bis.org/fsi/publ/insights9.htm; N. BAGHERIFAM, S. NAGHDI, V. AHMADIAN, A. FAZLZADEH, M. BAGHALZADEH SHISHEHGARKHANEH, *Digital Regulatory Governance: The Role of RegTech and SupTech in Transforming Financial Oversight and Administrative Capacity*, in *International Journal of Financial Studies*, 2025, 13, 217, 4 e 49, <https://doi.org/10.3390/ijfs13040217>.

²³ In questo senso cfr. ancora C. BARBAGALLO, P. D'INNOCENZO, *op. cit.*, 647.

vigilanza ispettiva e, in secondo luogo, se e quali questioni possa sollevare, anche sul piano giuridico, l'impiego di queste nuove tecniche di supervisione.

Alla prima domanda sembra tutto sommato abbastanza facile rispondere, poiché implica un riscontro in termini sostanzialmente descrittivi o, al più, prospettici. A quanto consta, innanzitutto, già in fase di programmazione e “progettazione” dell'attività ispettiva si segue opportunamente un approccio basato sul rischio, calibrando cioè la frequenza e l'intensità delle verifiche in ragione del grado e dei profili di rischio elaborati attraverso sistemi di *early warning* automatizzati. Ma anche una volta avviato il singolo accertamento *in loco*, negli ultimi anni nelle ispezioni si ricorre in misura crescente a tecniche innovative di estrazione di dati (*data mining*) le quali, utilizzando algoritmi di *machine learning*, offrono un supporto nell'identificazione di eventuali anomalie riferibili a specifiche operazioni o – più insidiosamente per la sana e prudente gestione della banca – a prassi comportamentali interne al soggetto ispezionato. Ancora, poiché i sistemi informativi degli intermediari implicano l'implementazione di registri cronologici, sicuri e immodificabili, che documentano le azioni (o le omissioni) del singolo utente, le modifiche ai dati e gli eventi di sistema, la ricostruzione delle operazioni e delle decisioni, la vigilanza ispettiva trova degli alleati importanti nelle tracce di controllo digitale (*audit trails*), che le banche già utilizzano al proprio interno per la sicurezza IT e in chiave di controlli di conformità ma che al contempo rappresentano per gli ispettori altrettante utili prove “documentali” dell'*agere* dell'ente vigilato. A ciò si aggiunga ulteriormente l'apporto recato a vario titolo dall'impiego dell'intelligenza artificiale, ad esempio per supportare gli ispettori nel complessivo processo di verifica della coerenza tra i diversi *report* interni e per classificare, ricercare e consultare per argomento gli standard normativi applicabili a cui è obbligatorio fare riferimento per supportare adeguatamente i risultati delle verifiche che si stanno svolgendo²⁴ (segnale emblematico peraltro, quest'ultimo, sia detto per

²⁴ V. G. SIANI, *Leveraging technology: The Bank of Italy's SupTech Journey*, intervento in occasione della *First Supervision Conference of the Central Bank of Argentina* dal titolo «*Challenges of a Transforming Financial System*», Buenos Aires, 13 November 2025, <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2025/Siani-13.11.2025.pdf>, p. 6. Il paper del FINANCIAL STABILITY BOARD,

inciso, di come la frammentazione regolamentare abbinata alla complessità operativa possa generare incertezze anche in capo agli stessi controllori). Infine – ma non si tratta certamente di un aspetto di secondaria rilevanza – le autorità di settore non fanno mistero di attingere per le loro valutazioni anche a fonti informative, oggi spesso divenute *big data*, ricavabili da molteplici *database* pubblici, tra cui statistiche ufficiali, banche dati fiscali, ricerche condotte da varie agenzie per il lavoro, analisi di mercato condotte da operatori commerciali, e così via²⁵.

A ben guardare e come in fondo è naturale che sia, si tratta di scelte operative allineate ad altre adottate in ambito di vigilanza regolamentare e informativa e che, sostanzialmente, in buona parte ne sfruttano le interazioni feconde. Il c.d. *risk based approach*, per esempio, costituisce come ben noto uno dei pilastri che più caratterizzano l'odierno impianto di supervisione sulle imprese bancarie ed è esplicazione del principio di proporzionalità che trova compendio *ex multis*, quanto al processo di revisione e valutazione prudenziale, nell'art. 97 della direttiva n. 2013/36/UE, c.d. CRD, e successive modificazioni²⁶. Analogamente, l'individuazione di rischi potenziali tramite strumenti algoritmici predittivi viene prescritta alle banche dalla disciplina sul sistema dei controlli interni previsto nei processi ICAAP e ILAAP di validazione dei modelli interni anche attraverso *backtesting* automatizzati²⁷ e non v'è dubbio pertanto che, già per verificare il rispetto di queste disposizioni da parte dell'ente sottoposto ad accertamenti, gli ispettori si trovino a dover utilizzare loro

The Use of Supervisory and Regulatory Technology by Authorities and Regulated Institutions Market developments and financial stability implications, 9 October 2020, <https://www.fsb.org/2020/10/the-use-of-supervisory-and-regulatory-technology-by-authorities-and-regulated-institutions-market-developments-and-financial-stability-implications/>, 53, cita un'iniziativa concreta avviata dalle autorità di vigilanza di Singapore.

²⁵ Cfr. J. MONKIEWICZ, M. MONKIEWICZ, *Financial sector supervision in digital age: transformation in progress*, in *Foundations of Management*, vol. 14 (2022), 33.

²⁶ A valle, a livello nazionale, cfr. anche le *Disposizioni di vigilanza per le banche* della Banca d'Italia, circ. 285 del 17 dicembre 2013 e succ. modd., Parte Prima, Titolo III, Capitolo 1, Sezione II, par. 2, 9 ss.

²⁷ V. ancora le *Disposizioni di vigilanza* citt., Parte I, Titolo IV, Capitolo 3, Sezione III, par. 3.3. 24, ma anche, con riferimento specifico al rischio di liquidità, *ivi*, Parte I, Titolo IV, Capitolo 6, Sezione III, par. 2, 8.

stessi gli strumenti *lato sensu* tecnologici impiegati dalla banca per costruire i propri modelli e per analizzare le basi informative che li alimentano. Parimenti, «*l'accuratezza, completezza e pertinenza dei dati*», richieste dall'art. 174, lett. b), del regolamento n. 575/2013, c.d. CRR, presuppone l'approntamento di quegli *audit trails* di cui si è detto.

3.2 (Segue) ... e alcune questioni che ne conseguono anche sul piano giuridico.

Meno agevole è, invece, interrogarsi sui possibili risvolti giuridici dell'impiego degli strumenti tecnologici di cui si è appena detto nello specifico ambito della vigilanza ispettiva.

In via preliminare, occorre riconoscere infatti che l'alto tasso di tecnicità insito nella funzione in parola, unito agli amplissimi margini di discrezionalità operativa di cui godono gli incaricati degli accertamenti *on-site*, finisce quasi inevitabilmente per concentrare l'attenzione sulle modalità pratiche di conduzione delle verifiche, specie nei loro risvolti organizzativo-gestionali, mentre il giurista sembra sempre arrestarsi, per così dire, sulla soglia dell'argomento assumendo la posa di semplice osservatore, limitandosi cioè in genere a commentare la riferita norma primaria che il Testo unico bancario (al pari della previgente Legge bancaria) dedica all'argomento, ad evidenziare l'ampiezza dei poteri attribuiti agli incaricati dei controlli pur indicandone i limiti sul piano teleologico, ad illustrare i tratti salienti della prassi in materia o, infine, a soffermarsi sulla natura del verbale ispettivo e sulla riservatezza che almeno in parte lo accompagna. Forse non è dunque troppo azzardato affermare che, nella dottrina giuridica prima ancora che nelle poche decisioni giurisprudenziali che l'hanno riguardata, la vigilanza ispettiva, anche nelle sue modalità di svolgimento più tradizionali, resta la Cenerentola tra le tre sezioni portanti della supervisione sulle banche, priva com'è ancora oggi di studi ampi e approfonditi che la riguardino.

Alla luce degli elementi descrittivi sopra proposti e senza naturalmente alcuna pretesa di esaustività, si può forse tentare però di offrire comunque alcuni sommari spunti di riflessione critica limitatamente al tema, qui sollevato, dell'impiego delle tecnologie digitali e dell'intelligenza artificiale nelle attività di vigilanza ispettiva

in ambito bancario. Tra gli altri, paiono meritevoli di attenzione tre ordini di questioni cui almeno accennare.

In primo luogo, va osservato che le tecniche di *scoring* per evidenziare devianze rispetto ai risultati attesi, tecniche che vengono utilizzate dalla Vigilanza sia negli approfondimenti a distanza che in sede ispettiva, hanno un limite “genetico” che risiede nel trarre alimento, al fine dell’elaborazione dei propri risultati, dalle serie storiche di dati. Ora, se è vero che il mondo della finanza non sempre si muove secondo logiche razionali (né tanto meno prevedibili con certezza) di causa ed effetto, risulta fondato interrogarsi quanto meno sul giusto peso che può essere riconosciuto a tali strumenti di indagine in quei termini di valutazione prudenziale che sono richiesti alle attività di supervisione nel contesto che ci occupa. Per dirla in modo tanto sintetico quanto efficace, nella finanza «innovazione e dinamismo attenuano la valenza degli aspetti storici a vantaggio dei tratti prospettici, poco o punto estraibili da set di informazioni ripiegate sul passato. Per giunta, l’acclaramento di regolarità delle transazioni archiviate non autorizza eccessivi sillogismi. Se la scorrettezza pregressa è presumibile spia di propensione negativa, non è sussumibile l’inverso, quanto meno così ha traumaticamente insegnato l’esperienza»²⁸.

L’osservazione non è priva di interesse anche per il giurista. Posto infatti che l’esito degli accertamenti ispettivi orienta la futura azione di vigilanza, è evidente che la difficoltà di ponderare correttamente l’attendibilità dei modelli di *scoring* dei rischi (sia da parte della banca sia, per quanto ora più direttamente interessa, da parte della stessa autorità di supervisione), nel momento in cui genera *bias* cognitivi²⁹, può condizionare in termini negativi la capacità predittiva delle analisi svolte e quindi condurre a decisioni non del tutto coerenti con l’effettivo livello di sana e prudente gestione dell’ente vigilato. Donde, da un lato, una ragione in più per invocare la massima “spiegabilità” degli algoritmi utilizzati in sede ispettiva in modo da garantire la legittimità

²⁸ In un contesto tecnologico che ancora non conosceva l’intelligenza artificiale, sono parole di C. PANZELLA, U. PROIA, *op. cit.*, 60.

²⁹ Cfr. N. REMOLINA, *The Role of Financial Regulators in the Governance of Algorithmic Credit*, in SMU Centre for AI & Data Governance Research Paper no. 2/2022; T. BONO, K. CROXSON, A. GILES, *Algorithmic fairness in credit scoring*, in *Oxford Review of Economic Policy*, 2021, 37 (3), 5 ss.

degli interventi di vigilanza conseguenti ad un'ispezione e, se del caso, da renderli contestabili³⁰ e, dall'altro ed anticipando le conclusioni generali di queste riflessioni, la rinnovata centralità dell'apporto professionale dell'ispettore, chiamato ad interpretare gli esiti proposti dagli strumenti tecnologici utilizzati inscrivendoli nella sua valutazione di insieme dell'intermediario visitato.

Meno (o niente affatto) problematica appare invece la constatazione che gli ispettori nell'adempire all'incarico loro affidato attingono informazioni da banche dati esterne al patrimonio informativo sia dell'autorità di appartenenza sia del soggetto vigilato. *Nulla quaestio*, infatti, se tali basi informative sono ad accesso pubblico e libero; ma quand'anche così non fosse e si trattasse, in particolare, di dati censiti e gestiti da un'amministrazione pubblica e coperti da segreto d'ufficio, nel nostro ordinamento bancario interno soccorrerebbe comunque il disposto dell'art. 7 t.u.b. – segnatamente il co. 4 –, atto a garantire alla Banca d'Italia la massima collaborazione da parte di ogni amministrazione e di ogni ente pubblico.

Viceversa, foriera di implicazioni anche sul piano del diritto si profila la segnalata transizione della supervisione bancaria verso metodiche di “*audit* continuo”, giacché questa evoluzione, pur per molti versi affascinante non fosse altro che per il forte carico di avanzamento tecnologico che presuppone, a ben considerare finisce per sollevare questioni di principio sulla natura stessa della funzione ispettiva e sui limiti che la devono caratterizzare. Certamente, in termini positivi, l'implementazione di sistemi di monitoraggio costante, automatizzato ed “intelligente” delle banche è in grado di assicurare (o quanto meno può presumersi che sarà presto in grado di farlo) un controllo continuo del rispetto dei requisiti prudenziali e delle regole organizzative e gestionali prescritte dall'articolata normativa di settore, riservando l'intervento ispettivo tradizionale a verifiche mirate su aspetti di particolare complessità o criticità. Ciò nonostante, dal punto di vista eminentemente tecnico sorge spontaneo chiedersi se e in che modo la trasformazione dell'azione di vigilanza da momento di confronto dialettico – magari ricorrente e in sequenze temporali anche molto

³⁰ In arg. cfr. C. COGLIANESE, D. LEHR, *Transparency and Algorithmic Governance*, in *Administrative Law Review*, 2019, 71(1), 1 ss.; K. AMARASINGHE, KT RODOLFA, H. LAMBA, R. GHANI, *Explainable machine learning for public policy: Use cases, gaps, and research directions*, in *Data & Policy*, 2023, 5 ss.

ravvicinate tra loro, ma comunque non senza soluzioni di continuità – a forma di sorveglianza permanente possa incidere sul rapporto tra vigilante e vigilato³¹; in chiave giuridica, invece, questo cambio di paradigma provoca a riflettere sui confini del potere ispettivo e sull'applicazione dei principi di proporzionalità e ragionevolezza nell'esercizio della funzione di vigilanza di cui ci stiamo occupando a fronte della natura imprenditoriale dell'attività delle banche. Tenuto conto che qualunque potere di vigilanza, compresi quindi quelli iscritti nelle verifiche ispettive, per quanto ampio incontra un limite invalicabile nelle finalità al cui perseguimento è orientato, si profila la necessità che le autorità preposte approntino, quanto meno, criteri di autolimitazione nell'uso degli strumenti più avanzati di monitoraggio continuo atti ad evitare forme di “sorveglianza totale” incompatibili con i principi cardine del nostro ordinamento, anche di quello di settore³².

Una volta di più, l'art. 5 t.u.b. che abbiamo già evocato ci fornisce la chiave interpretativa utile per orientare nella risposta a questi interrogativi. L'evoluzione verso modelli di “*audit* continuo”, in ambito ispettivo al pari che nel contesto dei controlli di *routine* connessi ai dati raccolti mediante l'attività di vigilanza informativa, non può spingersi fino ad alterare la natura giuridica e le finalità dei poteri di supervisione. Nella dialettica ineludibile, costante e – può dirsi – feconda tra la vocazione d'impresa della banca e la tutela degli interessi pubblici perseguita attraverso l'articolato strumentario nelle mani delle autorità di settore, la circostanza che le tecnologie oggi a disposizione siano in grado di offrire una rappresentazione sempre più dettagliata e costantemente aggiornata dell'ente vigilato non può giustificare surrettizie elusioni delle opzioni ordinamentali di fondo.

³¹ Cfr., ad es., J. PRENIO, J. YONG, *Humans keeping AI in check – emerging regulatory expectations in the financial sector*, in *FSI insights on policy implementation*, Financial Stability Institute - Bank for International Settlements, August 2021, n. 35, www.bis.org/fsi/publ/insights35.htm, 6 ss.

³² In tema e in termini più generali, cfr. M.L. PASSADOR, *AI Act And the ECB: Steering Financial Supervision in the EU*, in *Columbia Journal of European Law*, 2025, 30 (2), 259 ss.

4. Nuove sfide per l'attività ispettiva conseguenti all'evoluzione tecnologica dell'operatività bancaria.

Parimenti – ed anzi, se vogliamo, a monte – la nuova *digital era* che segna il tempo che stiamo vivendo ha già modificato in profondità, si è detto, anche il modo di “fare banca” ed è pertanto evidente che, di riflesso, pure la vigilanza ispettiva si trova impegnata in profili di indagine affatto inimmaginabili soltanto qualche anno addietro.

Anche in questo caso valgano alcuni semplici cenni a titolo esemplificativo. Solo per una mera astratta simmetria con gli altri profili problematici poc'anzi tratteggiati, ancora una volta selezioniamo tre aspetti del tema.

Un primo nuovo terreno di sfida per i corpi ispettivi risiede nel fatto che gli intermediari ricorrono ormai tutti a sistemi algoritmici complessi per molte delle proprie funzioni aziendali tipiche, a partire dal *credit scoring* per governare il rischio bancario più tradizionale, qual è quello di credito, per passare poi, tra le altre, alla valutazione dei rischi di mercato, al monitoraggio della liquidità e, non ultimi e nei termini di cui diremo tra breve, ai controlli antiriciclaggio. Agli ispettori è richiesto pertanto non solo di valutare *ex post* i risultati dei modelli, ma anche di ripercorrere l'*iter* che ha portato al loro sviluppo, di ponderarne i processi di *governance*, di giudicare la capacità di mantenerli costantemente efficienti ed aggiornati, di vagliare la qualità delle iniziative per il *back-testing*, e così via. Di qui la necessità di sviluppare metodologie di indagine specifiche e sempre più sofisticate con l'obiettivo di superare quell'opacità degli algoritmi di intelligenza artificiale³³ che, secondo il parere condivisibile di molti³⁴, rappresenta

³³ Opacità che molti descrivono ricorrendo all'immagine ormai consueta della “black box”: così, ad es., F. PASQUALE, *The Black Box Society: The Secret Algorithms that Control Money and Information*, Cambridge-London, Harvard University Press, 2015, *passim*; A. AZZUTTI, W.G. RINGE, H.S. STIEHL, *Machine Learning, Market Manipulation and Collusion on Capital Markets: Why the “Black Box” Matters*, in *University of Pennsylvania Journal of International Law*, 2021, 43 (1), 79 ss.; F. ANNUNZIATA, *Artificial intelligence and market abuse legislation*, Cheltenham, UK, 2023, 44.

³⁴ V., per tutti, G.L. GRECO, *Credit scoring 5.0, tra Artificial Intelligence Act e Testo Unico Bancario*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2021, suppl. al n. 3, 98; A. AZZUTTI, *AI Governance in Algorithmic Trading: Some Regulatory Insights from the EU AI Act*, in *Banking and Finance Law Review*, 2024, 41 (1), p. 133 ss.; A. AZZUTTI, P.M.

una delle minacce più serie per la “*democratic accountability*” delle autorità di settore derivanti dall’avvento dell’era algoritmica: va da sé, infatti, che qualunque ente cui siano attribuiti compiti di vigilanza non può esercitare efficacemente i propri poteri se questo non è in grado di comprendere appieno i meccanismi decisionali degli intermediari vigilati. Posta in questi termini la questione, per certi versi lo stesso paradigma della «sana e prudente gestione» si arricchisce di ulteriori contenuti e di inedite sfumature³⁵.

Un altro ambito che richiede indagini di carattere innovativo agli incaricati degli accertamenti ispettivi presso le banche attiene ai controlli sui rischi operativi digitali. Gli ispettori sono chiamati a valutare l’adeguatezza dei sistemi di gestione dei rischi ICT, la conformità dei contratti specie con i fornitori di servizi ICT critici, l’efficacia dei test di resilienza operativa digitale, la solidità delle procedure di gestione degli incidenti ICT. Ma occorre tenere conto che l’ordinamento finanziario, nella sua accezione più ampia, sta muovendo verso l’introduzione di nuovi obblighi in materia di resilienza operativa digitale (si pensi ad esempio al Regolamento (UE) 2022/2554, c.d. DORA)³⁶, sicché l’area delle competenze ispettive sul piano tecnologico finisce – inevitabilmente e, c’è da ritenere, opportunamente – per estendersi ancora di più.

Sullo sfondo, ciò pone in termini forse non ancora adeguatamente considerati in chiave ordinamentale il tema dell’estensione soggettiva dei poteri di supervisione quando un’impresa bancaria esternalizzi proprie funzioni. Come si sa, sin qui la soluzione prescelta risiede nella

BATISTA, W.G. RINGE, *Good Administration in AI-Enhanced Banking Supervision: A Risk-Based Approach*, in *Columbia Journal of European Law*, 2024, 29 (3), 434 ss.

³⁵ Più in generale, sull’impatto che le moderne tecnologie possono avere sull’assetto ordinamentale e sulle finalità a questo sottese, cfr. M. RABITTI, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *La proposta di Regolamento europeo sull’Intelligenza Artificiale nel prisma del settore finanziario: uno sguardo critico*, in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale. Studi dedicati a Mauro Giusti*, a cura di M. Passalacqua, Milano, Cedam, 2022, 469 ss.; G.L. GRECO, *Le clausole generali nella regolazione delle transizioni economiche: la sana e prudente gestione*, in *Riv. reg. mercati*, 2024, 40 ss.

³⁶ In materia si veda il recentissimo 51° aggiornamento in data 5 febbraio 2026 delle *Disposizioni di vigilanza per le banche* della Banca d’Italia, circ. n. 285 cit., proprio dedicato all’attuazione del Regolamento DORA e della Direttiva (UE) 2022/2556.

permanente responsabilizzazione dell'intermediario anche in caso di *outsourcing*³⁷, non fosse altro che per effetto del vincolo che deriva nella legislazione primaria dall'art. 5, co. 2, t.u.b. quanto ai destinatari della vigilanza: si tratta ancora una volta di un approccio non solo dovuto ma al tempo stesso condivisibile, il quale peraltro sconta probabilmente il presupposto inespresso (ma nella natura delle cose quando queste prescrizioni furono pensate e introdotte ormai svariati decenni fa) che i servizi esternalizzati fossero affidati ad imprese, se non piccole in termini dimensionali, comunque in posizione di subalternità nei loro rapporti con una banca o un gruppo bancario. Oggi, tuttavia, l'esternalizzazione verso fornitori di servizi *cloud* e la necessità per una banca di interagire con i colossi *big tech* che operano a livello globale rendono del tutto infondata quella che è divenuta una presupposizione non sempre munita di riscontro nella pratica, aprendo ad interrogativi (che certo non riguardano soltanto la vigilanza ispettiva, ma che in questa possono trovare un interessante laboratorio di verifica)³⁸ circa l'effettività del principio di sovranità (nazionale o eurounionale che sia) nella supervisione finanziaria³⁹.

Ed ancora, un ennesimo banco di prova circa la qualità dei controlli ispettivi, a fronte dell'implementazione da parte del sistema bancario di ausili tecnologici avanzati a supporto della propria attività, attiene alle verifiche sui presidi antiriciclaggio digitali. Si tratta, invero, di un ambito nel quale, pur con i limiti imposti dalle capacità tecnologiche di allora, le banche hanno sperimentato ormai da decenni l'utilità di strumenti atti ad allertare l'operatore circa l'emersione di una possibile

³⁷ «Resta ferma la responsabilità degli organi aziendali e del responsabile della funzione esternalizzata per il corretto svolgimento dei compiti esternalizzati», continuano a stabilire ad es. le *Disposizioni* in materia di controlli interni (Parte Prima, Titolo IV, Capitolo 3, Sezione IV, 29). In argomento v. tuttavia le considerazioni in chiave problematica di M. SEPE, *Prestazione frazionata e regole del rapporto tra imprese*, in *Mercati regolati e nuove filiere di valore*, a cura di R. Lener, G. Luchena, C. Robustella, Torino, Giappichelli, 2021, 233 ss., partic. 341 ss.

³⁸ Si tratta di timori cui opportunamente accenna anche M. PELLEGRINI, *L'intelligenza artificiale nell'organizzazione bancaria: quali sfide per il regolatore?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, 427 ss.

³⁹ In generale, sull'argomento, v. V. LEMMA, *Intelligenza artificiale e sistemi di controllo: quali prospettive regolamentari?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, suppl. n. 2 al n. 3, 330 ss., partic. 332 ss.; v. altresì A. AZZUTTI, P.M. BATISTA, W.G. RINGE, *op. cit.*, 434 ss.

operazione sospetta di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo, nel nostro Paese grazie al *software* GIANOS realizzato per iniziativa dell'Associazione Bancaria Italiana⁴⁰. Peraltro, se in origine quella appena ricordata fu un'iniziativa (tuttora attiva ed anzi, naturalmente, aggiornata nel corso del tempo, tant'è che oggi ricorre proprio anche all'intelligenza artificiale) avviata in assenza di una norma primaria che la prescrivesse, può essere utile ricordare che ora non è più così, dal momento che l'art. 36, co. 1, del D.Lgs. n. 231/2007 prevede espressamente che gli intermediari bancari e gli altri soggetti obbligati «*nell'ambito della propria autonomia organizzativa, si avvalg[a]no, anche mediante l'ausilio di strumenti informatici e telematici, di procedure di esame delle operazioni*»: si noti il verbo coniugato in termini prescrittivi, così che la norma sembra non voler lasciare spazio a interpretazioni in chiave meramente potestativa. Non va trascurato, inoltre, che in seguito al progressivo ampliamento e affinamento della normativa di prevenzione in materia, attualmente gli strumenti tecnologici in parola assistono le banche non soltanto nell'individuazione di operazioni sospette, bensì, prima ancora, pure sul fronte dell'adeguata verifica della clientela⁴¹.

A prescindere in questa sede dalle questioni che pone anche sul piano del mero diritto l'impiego di sofisticati strumenti di *machine learning* e di *deep learning* per agevolare gli intermediari nell'assolvimento delle prescrizioni in questione⁴², sembra possibile affermare che la digitalizzazione dei sistemi di monitoraggio antiriciclaggio richiede agli ispettori qualcosa in più della capacità di testare l'efficacia dei sistemi automatizzati di *customer due diligence* e di *ongoing monitoring* utilizzati dall'ente sottoposto a verifiche e la loro rispondenza ai canoni di *compliance*: se così fosse, *mutatis mutandis*,

⁴⁰ Cfr., all'epoca e per primo, S. BONFATTI, *Le iniziative della Banca d'Italia e delle associazioni di categoria delle banche in materia di segnalazione di operazioni sospette di "riciclaggio": il "Decalogo" e il "Generatore Indici di Anomalia per operazioni sospette – GIANOS*, in *Dir. banca merc. fin.*, 1995, II, 40 ss.

⁴¹ Cfr., sul punto, la puntuale ricostruzione di F. BERGHELLA, *I vincoli per lo sviluppo degli algoritmi e dell'intelligenza artificiale nell'antiriciclaggio*, in *Bancaria*, 2020, n. 6, 92 ss.

⁴² Si pensi soltanto alle esigenze di protezione dei dati sin dalla progettazione di questi programmi: cfr., oltre ancora al contributo citato nella nota precedente, F. BERGHELLA, *L'intelligenza artificiale per lo sviluppo dei sistemi antiriciclaggio*, in *Bancaria*, 2021, n. 5, 51 ss., partic. 53 ss.

in fondo varrebbero le stesse considerazioni poc'anzi proposte con riferimento ad ogni impiego di algoritmi o dell'intelligenza artificiale in ambito bancario. Nel caso di specie, invece, paiono aggiungersi istanze e difficoltà ulteriori, poiché la richiesta agli ispettori di valutare la conformità formale ai requisiti normativi e l'effettiva capacità di tali sistemi di intercettare comportamenti illeciti in continua evoluzione si intreccia e deve fare i conti con la pari evoluzione in chiave tecnologica della finanza, in primo luogo con la digitalizzazione e soprattutto, in questo contesto, con l'avvento delle tecnologie a registro distribuito⁴³. Se è vero, com'è vero, che da sempre le organizzazioni criminali votate al riciclaggio sono tra le più solerti nel cogliere le opportunità offerte da qualsivoglia nuovo strumento tecnologico che agevoli il perseguimento degli obiettivi illeciti cui mirano⁴⁴, potrebbe dunque dirsi che gli ispettori si trovano tra due fuochi, alimentati dalla stessa legna (le nuove tecniche algoritmiche implementate dall'intelligenza artificiale) e reclamanti pertanto entrambi nuove competenze e nuove abilità.

5. *Quali le prospettive future per la funzione ispettiva?*

Non occorrono indagini sofisticate o riflessioni particolarmente approfondite per avvedersi di come la vigilanza ispettiva, trovatisi al cospetto degli strumenti di intelligenza artificiale, benefici delle stesse opportunità e sconti gli stessi rischi degli altri comparti della supervisione bancaria.

L'automazione dei controlli di conformità resa possibile dall'introduzione di sistemi di monitoraggio continuo, ad esempio, consente tanto agli analisti *off-site* quanto agli ispettori di verificare in tempo reale il rispetto dei requisiti normativi; e va detto che la legislazione bancaria cerca di favorire quanto più e quanto meglio può la *SupTech*, come ha fatto in particolare tramite il Regolamento di esecuzione (UE) 2021/451 con il quale sono stati stabiliti standard tecnici (ITS, acronimo di *Implementing Technical Standards*) per le

⁴³ In argomento, cfr. A. MINTO, *Il sistema dei controlli interni delle banche e la gestione del rischio di riciclaggio*, Milano, Wolters Kluwer Cedam, 2023, partic. 191 ss.

⁴⁴ Sul punto sia consentito un richiamo già ad A. URBANI, *Disciplina antiriciclaggio e ordinamento del credito*, Padova, Cedam, 2005, 39 ss.

segnalazioni di vigilanza in modo da agevolare l'automazione dei controlli di coerenza e completezza di tali segnalazioni, ridurre i tempi di elaborazione e migliorare la qualità dei controlli (*Machine Readable Reporting*). D'altro canto, i controlli automatizzati sui coefficienti patrimoniali, sui limiti di concentrazione e sulle posizioni di rischio consentono di identificare immediatamente eventuali sforamenti, sicché, se del caso, già in costanza di accertamenti ispettivi che facessero emergere delle anomalie non censite dai normali controlli c.d. "andamentali" l'autorità di vigilanza è posta nelle condizioni di attivare procedure correttive tempestive. Al tempo stesso l'automazione dei controlli di *compliance* presenta tuttavia il rischio di una "burocratizzazione algoritmica" della vigilanza⁴⁵, mentre la standardizzazione eccessiva dei criteri di valutazione attraverso algoritmi sconta il pericolo di penalizzare l'esercizio del *business judgment* e di privilegiare la conformità formale rispetto alla sostanza economica delle operazioni, insidiando l'obiettivo di una supervisione efficace.

Un discorso sostanzialmente analogo può valere anche per gli strumenti digitali di *stress testing*. In modo simile a quanto accade con i controlli a distanza, infatti, anche in sede ispettiva oggi è possibile utilizzare scenari dinamici e simulazioni per testare la resilienza degli intermediari in tempo reale, verificando l'adeguatezza dei modelli interni e la robustezza delle procedure di governo del rischio. L'integrazione negli *stress test* di dati di mercato in tempo reale consente di valutare l'impatto di perturbazioni improvvise sui portafogli degli intermediari, supportando una valutazione più accurata dell'esposizione al rischio. Ciò nonostante, gli *stress test* digitali, per quanto sofisticati, rimangono dipendenti dalla qualità dei dati e dalle assunzioni del modello e gli studi condotti in materia hanno evidenziato come l'illusione di precisione generata da modelli matematici complessi possa occultare incertezze fondamentali sui fenomeni economici, creando una "falsa sicurezza" nelle valutazioni, anche

⁴⁵ Riprendendo la felice espressione coniata da T. M. VOGL, C. SEIDELIN, B. GANESH, J. BRIGHT, *Algorithmic Bureaucracy: Managing Competence, Complexity, and Problem Solving in the Age of Artificial Intelligence*, in *Proceedings of 20th Annual International Conference on Digital Government Research*, June 18-20, 2019, Dubai, 148 ss.

ispettive, che potrebbe rivelarsi pericolosa in situazioni di stress sistemico⁴⁶.

Alla luce di queste e di altre possibili considerazioni, per la supervisione bancaria sembrano proporsi, anche in chiave prospettica, alcuni interrogativi di fondo. In particolare, fermo restando il rapporto sinergico tra vigilanza regolamentare, vigilanza informativa e vigilanza ispettiva, viene spontaneo chiedersi se, e in caso di risposta affermativa come, il tempo degli algoritmi e dell'intelligenza artificiale che probabilmente è ancora soltanto agli albori incida sul rapporto tra verifiche *off-site* e verifiche *on-site*; nonché quale possa essere oggi il valore aggiunto che le verifiche ispettive possono offrire rispetto ai controlli a distanza, ovviamente nel presupposto che un valore aggiunto ancora vi sia.

Quanto al primo quesito, è ragionevole ritenere che l'ispezione del futuro sarà caratterizzata da una sempre maggiore flessibilità operativa e da una calibrazione dinamica dell'intensità dei controlli in base ai profili di rischio rilevati in tempo reale proprio grazie all'impiego degli strumenti tecnologici di cui si discute. Si va, insomma, verso una ulteriore integrazione virtuosa tra vigilanza a distanza e vigilanza *in loco*.

Se è vero che la crescente complessità tecnologica solleciterà una specializzazione sempre maggiore delle competenze ispettive, dal momento che al gruppo degli incaricati degli accertamenti non basterà più sapere di organizzazione e gestione della banca o possedere adeguate ed articolate conoscenze giuridiche poiché costoro si dovranno occupare sempre più anche di *data sciences*, di *cyber-security* e di validazione di modelli algoritmici, peraltro con esigenze crescenti di formazione continua stante l'evoluzione sempre più rapida dell'ambiente operativo di riferimento⁴⁷, viceversa non sembra doversi temere che la frammentazione delle competenze tra specialisti di diversi domini tecnologici possa creare silos informativi che comportino un

⁴⁶ Sul tema, anche per rilievi critici di carattere più generale, v. lo studio articolato di V. BEVIVINO, *Gli stress test bancari. Inquadramento e regolazione*, Milano, Wolters Kluwer Cedam, 2022, 34 ss. e *passim*.

⁴⁷ In generale, sull'importanza della formazione per gli addetti a compiti di supervisione in ambito finanziario, v. N. ABRIANI, G. SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale. Dalla Fintech alla Corptech*, Bologna, Il Mulino, 2021, 137 ss.

eccessivo frazionamento della funzione ispettiva nel suo insieme e, conseguentemente, danni per la sua efficacia⁴⁸. Al pari dell'interazione feconda tra supervisione a distanza e supervisione a contatto diretto con l'ente vigilato, la sinergia tra le competenze ricopre e continuerà a ricoprire infatti un ruolo positivo anche all'interno della stessa attività ispettiva e non soltanto nei rapporti con le altre anime della vigilanza, non fosse altro che in ragione della circostanza per cui, salvo casi ormai davvero sporadici, le ispezioni vengono sì affidate appunto ad un gruppo di ispettori e non ad una singola persona, ma coordinate da un capogruppo il quale al termine degli accertamenti è l'unico firmatario del rapporto che chiude il procedimento e che, con la sua firma, assevera che il resoconto prodotto è il frutto di un lavoro di squadra e non la semplice sommatoria di verifiche condotte autonomamente da uno o più ispettori.

Circa invece l'altra domanda, se cioè la vigilanza ispettiva possa apportare ancora un *quid pluris* alla supervisione bancaria nel suo insieme nel momento in cui, come si è visto, l'adozione di ausili tecnologici, da un lato, determina quella sorta di *audit* continuo che si traduce in un monitoraggio costante del rispetto della conformità al canone generale della sana e prudente gestione della banca nelle molteplici articolazioni in cui questa si può declinare e, dall'altro, sembra orientare verso un modello di "ispezione predittiva" che combina l'analisi continua dei dati con interventi mirati basati su algoritmi di *early warning*, la risposta è tra le righe di molte delle riflessioni che abbiamo proposto ed è stata anzi in un certo senso anticipata nel momento in cui si è evidenziato come le verifiche *in loco* consentano di limitare le opacità insite in ogni interazione di carattere puramente virtuale: la chiave di volta risiede nella permanente centralità della persona dell'ispettore e nella sua capacità di interpretare in profondità le svariate informazioni che può raccogliere – se non, talvolta soltanto percepire – grazie al suo contatto diretto con la realtà imprenditoriale che sta visitando.

⁴⁸ Per il timore paventato nel testo, riferito tuttavia alla vigilanza in generale ma non nello specifico a quella ispettiva, v. invece J.C. CRISANTO, J. PRENIO, M. SINGH, J. YONG, *Emerging sound practices on supervisory capacity development*, Financial Stability Institute - Bank for International Settlements, November 2022, n. 46, www.bis.org/fsi/publ/insights46.pdf, 13.

Di primo acchito può forse suonare un po' strano che in un contesto evolutivo che riconosce senza alcuna ombra di dubbio un ruolo crescente alle capacità analitiche e previsionali delle "macchine" e nel quale dunque fa premio l'innovazione tecnologica, si finisca per ribadire che anche nell'ambito della vigilanza ispettiva il fattore migliore sul quale puntare resta quello di sempre, ossia appunto la componente umana. Eppure, è proprio così.

Per averne conferma, basta tornare per un istante alle due criticità che abbiamo evidenziato all'inizio di questo paragrafo, quando cioè si è rilevato che, anche in sede ispettiva, l'automazione standardizzata dei parametri di giudizio sull'intermediario vigilato espone al rischio di far prevalere la tecnica sulla congruità sostanziale delle scelte imprenditoriali adottate ai canoni del corretto *agere* del ceto bancario e che gli *stress test* digitali, pur nella loro sofisticatezza, scontano il vincolo genetico dei presupposti a fondamento del modello algoritmico adottato alimentando delle aspettative eccessive sui risultati delle analisi. Orbene, in un caso e nell'altro l'antidoto ai pericoli di un affidamento eccessivo alle presunte virtù divinatorie se non addirittura taumaturgiche dell'intelligenza artificiale risiede proprio nell'acume valutativo di chi è chiamato a trarre le conclusioni dalla mole di informazioni raccolte potendole vagliare alla luce delle conversazioni *vis-à-vis* con i propri interlocutori all'interno della banca ispezionata oltre che dell'ambiente nel quale ha potuto inserirsi anche fisicamente durante la visita ispettiva⁴⁹.

Gli ispettori esperti di un tempo insegnavano ai colleghi più giovani che, al di là ovviamente delle imprescindibili conoscenze sul piano tecnico e giuridico, il "fiuto" dell'ispettore era una componente non meno essenziale per un accertamento ispettivo che potesse dirsi efficace e quindi riuscito. Le "carte" di allora, come i *files* che oggi spesso le hanno sostituite, ma anche le evidenze empiriche proposte dagli algoritmi di analisi, possono sì raccontare molto agli addetti alla vigilanza ispettiva circa, ad esempio, la consapevolezza e la perizia con le quali si è sviluppato il percorso che ha portato ad una determinata decisione aziendale interna alla banca, ma tutto ciò potrà solo aiutare

⁴⁹ Sulla necessità che gli incaricati degli accertamenti ispettivi siano "*AI-assisted*" e non "*AI-driven*", con ciò sottolineando il ruolo insostituibile della persona umana nelle valutazioni della supervisione bancaria, v. G. SIANI, *op. cit.*, 2, ma anche 7.

ma mai sostituire la capacità dell'essere umano di cogliere anche quelle piccole ma a volte importanti sfumature che soltanto l'esperienza a contatto diretto con la realtà è in grado di far percepire.

È finanche scontato ribadire una volta di più che, in un confronto ideale tra intelligenza naturale e intelligenza artificiale, la prima avrà sempre la meglio sulla seconda, perché la copia non può essere meglio dell'originale. La supervisione finanziaria non è solo una questione di efficienza tecnica, ma implica valutazioni qualitative, giudizi di merito e decisioni che richiedono saggezza pratica⁵⁰. Non si può pertanto accettare il rischio che, anche nel campo della supervisione bancaria e più in generale finanziaria, l'enfasi sulla sofisticazione tecnologica distolga l'attenzione dall'insostituibilità del giudizio umano, creando un sistema di vigilanza tecnologicamente avanzato ma sostanzialmente meno efficace.

Il successo dell'arricchimento della vigilanza ispettiva mediante il ricorso agli ausili delle nuove tecnologie digitali dipenderà dalla capacità delle autorità di vigilanza di trovare un equilibrio adeguato tra innovazione tecnologica e presidio dei principi fondamentali dell'attività ispettiva: indipendenza, competenza e proporzionalità. La funzione ispettiva del futuro dovrà saper coniugare l'efficienza dell'automazione con la necessaria flessibilità del giudizio umano⁵¹, affinché l'impiego degli strumenti algoritmici e di intelligenza artificiale si traduca in un miglioramento reale della qualità della supervisione. Solo a queste condizioni il cambiamento in atto potrà rappresentare un'autentica evoluzione e non una mera complicazione tecnologica della funzione ispettiva.

⁵⁰ In generale, per la critica alla riduzione dell'azione amministrativa a mera tecnica o automatismo e per l'affermazione che l'agire della Pubblica Amministrazione deve vedere la competenza tecnica accompagnata da responsabilità e giudizio, si torni alle pagine sempre attuali di F. MERUSI, *Ragionevolezza e discrezionalità amministrativa*, Napoli, Editoriale Scientifica Italiana, 2011, *passim*.

⁵¹ Sulla superiorità ontologica del giudizio umano rispetto all'intelligenza artificiale, v. le inoppugnabili considerazioni di F. VELLA, *Diritto ed economia comportamentale*, Bologna, Il Mulino, 2023, 65 s.

Il Fondo di garanzia vita tra tutela mutualistica e rischio finanziario: criticità strutturali e ricostruzione ordinamentale

SOMMARIO: 1. Introduzione, contesto europeo, inquadramento ordinamentale. – 2. Il perimetro della tutela e il modello contributivo: incoerenze strutturali e paradossi ordinamentali. – 3. Funzionamento, governance e tenuta ordinamentale e funzionale del modello contributivo del Fondo: tra esigenze di tutela e tensioni regolatorie. – 4. Verso una ricostruzione ordinamentale del Fondo di garanzia vita: prospettive di riforma e conclusioni

1. Introduzione, contesto europeo, inquadramento ordinamentale

L’istituzione del Fondo di garanzia vita segna un momento di svolta nel sistema italiano di tutela degli assicurati, intervenendo in un ambito che per molti anni era rimasto sorprendentemente privo di una disciplina specifica¹. Tale intervento normativo si colloca in una dimensione che trascende la mera risposta emergenziale, incidendo sull’assetto complessivo della protezione degli assicurati nel settore vita. La struttura regolamentare costruita con la Direttiva 2009/138/EC (Solvency II) aveva infatti affidato la protezione dell’assicurato quasi esclusivamente alla dimensione prudenziale, confidando nella capacità delle autorità di vigilanza di prevenire il dissesto delle imprese attraverso controlli rafforzati, una capitalizzazione adeguata e requisiti tecnici progressivamente più rigorosi². In tale assetto, la crisi

¹V. la l. 30 dicembre 2023, n. 213 (legge di bilancio 2024), che ha inserito nel codice delle assicurazioni il nuovo Capo VI-bis del Titolo XVI (artt. 274-bis ss.). La disciplina del Fondo è adesso integrata dalle norme contenute nello Statuto del Fondo di garanzia assicurativo dei rami vita (di seguito: “Statuto”), approvato dall’IVASS il 23 dicembre 2025.

² In termini generali, v. OECD, *Policyholder Protection Schemes: Selected Considerations*, 2013, 9, ove si afferma che «The first and foremost means of consumer protection in the financial system is to have a sound legal and regulatory framework, particularly sound prudential regulation. The establishment of a prudential framework that addresses the risks of financial institutions, whether insurance, banking or securities, is essential to help secure the protection of customer funds and claims, along with well-regulated financial markets. Furthermore, it is important to have sound and well-run financial institutions, which will reduce the likelihood of failure and minimise the risk of loss to customers in the event of any

dell'impresa assicurativa tendeva ad essere considerata un'eventualità residuale, statisticamente remota e quindi regolata solo marginalmente.

La crisi di Eurovita S.p.A. ha rappresentato un punto di non ritorno per il sistema italiano, non tanto perché abbia smentito l'impianto prudenziale di Solvency II, quanto piuttosto perché ha contribuito a mettere in luce i limiti strutturali in assenza di strumenti di protezione *ex post*. Essa ha mostrato che un modello di vigilanza fondato esclusivamente sulla prevenzione, in assenza di un meccanismo strutturato di intervento *ex post*, risulta vulnerabile nel momento in cui si verifica una crisi; vulnerabilità che emerge con particolare evidenza nei rami vita, in ragione della funzione di accumulazione del risparmio e della sensibilità dei contratti alle dinamiche di mercato³. Tali eventi possono infatti produrre effetti di destabilizzazione del mercato, generando tensioni sui riscatti, un deterioramento della fiducia e pressioni reputazionali sull'intero comparto vita. È in questo contesto che il legislatore ha riconosciuto l'urgenza di introdurre un Fondo di garanzia vita, chiamato a colmare un vuoto istituzionale che la crisi ha reso evidente e a fornire una base normativa strutturata ed *ex ante* per la tutela degli assicurati⁴.

La questione del Fondo di garanzia vita non si esaurisce, tuttavia, in un problema di tecnica finanziaria o di adeguatezza delle risorse

insolvency». Il documento è disponibile su:
https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2013/05/policyholder-protection-schemes_g17a22c7/5k46l8sz94g0-en.pdf

³ Su tali aspetti, v. EIOPA, *Financial Stability Report – December 2023*, 11 dicembre 2023, 7 s. Il report evidenzia inoltre la particolare vulnerabilità delle imprese vita ai movimenti dei tassi di interesse, ai riscatti di massa e alle tensioni di liquidità generate dalla volatilità dei mercati finanziari. Il documento è disponibile su:
https://www.eiopa.europa.eu/document/download/52e61d12-3477-4cfe-bfe7-24dd0eae81f3_en?filename=EIOPA%20Financial%20Stability%20Report%20December%202023_1.pdf

⁴ L'intervento legislativo in materia di Fondo di garanzia vita, maturato nel periodo immediatamente successivo alla gestione di una crisi di rilevanza sistemica nel comparto vita, ha reso evidente come le tradizionali resistenze alla predisposizione di un meccanismo mutualistico, quali il rischio di moral hazard, l'impatto sui livelli di prezzo o le possibili distorsioni delle scelte di portafoglio, pur solide sul piano teorico, mostrino una capacità esplicativa significativamente attenuata quando siano misurate alla luce degli effetti concreti di una crisi effettivamente realizzata. Cfr. OECD, *Policyholder Protection Schemes*, cit. 15 ss., ove sono sistematizzate le principali obiezioni teoriche ai fondi di garanzia.

disponibili, ma solleva interrogativi di natura eminentemente giuridica, concernenti la sua collocazione nel sistema multilivello di gestione delle crisi assicurative, il rapporto con gli strumenti di risoluzione e la coerenza complessiva dell'assetto normativo. Il passaggio dalla gestione contingente della crisi alla configurazione di un istituto di sistema costituisce, sotto questo profilo, il nodo centrale dell'analisi giuridica, rendendo necessario un esame critico dell'assetto normativo delineato, alla luce della sua funzione e della sua collocazione nell'ordinamento complessivo⁵.

Letto in questa prospettiva ordinamentale, il Fondo di garanzia vita si configura al crocevia tra il livello nazionale di tutela degli assicurati e il quadro europeo di gestione delle crisi assicurative, chiamato a operare in equilibrio tra vigilanza prudenziale, strumenti di risoluzione e protezione *ex post*.

La genesi del Fondo, infatti, si intreccia con l'evoluzione europea, culminata nella Direttiva (UE) 2025/1 (IRR), che ridisegna gli strumenti di intervento precoce e di gestione ordinata delle crisi a livello europeo⁶, e trova oggi un immediato riflesso nel diritto interno alla luce dell'art. 8 della legge delega di recepimento⁷, che ha espressamente previsto la designazione dell'IVASS quale Autorità di risoluzione nazionale, attribuendole i relativi poteri e prevedendo, ove necessario, l'istituzione di uno o più fondi di risoluzione coordinati con i sistemi di garanzia a tutela degli assicurati già esistenti.

In tale contesto, la creazione del Fondo di garanzia vita non rappresenta soltanto la risposta contingente alla crisi manifestatasi nel mercato vita, resa particolarmente evidente dalle tensioni generate dall'aumento dei tassi di interesse, dalla volatilità dei mercati finanziari

⁵ In generale, sulle funzioni che gli schemi di protezione degli assicurativi possono svolgere, e sui rischi che possono derivare da un loro utilizzo "precoce" in un quadro regolamentare che prevede procedure di risoluzione, v. IAIS, *Issues Paper on the roles and functioning of policyholder protection schemes (PPSs)*, dicembre 2023, 13 ss. Il documento è disponibile su <https://www.iais.org/uploads/2023/12/Issues-Paper-on-roles-and-functioning-of-policyholder-protection-schemes-PPSs.pdf>

⁶ Su questa direttiva, v. P. MARANO – M. KOZINSKA (eds.), *The Insurance Recovery and Resolution Directive – A Commentary*, Edward Elgar, 2026; M. GUARINI, *La gestione "ordinata" del dissesto assicurativo*, in *Riv. dir. banc.*, 2025, 143 ss.

⁷ V. art. 8 della l. 17 marzo 2026, n. 36 pubblicata in GU il 25 marzo 2026.

e dalle pressioni sui riscatti⁸, ma riflette anche la crescente complessità dei prodotti vita e delle asimmetrie informative che caratterizzano il rapporto tra imprese e assicurati, mettendo in discussione l'adeguatezza di un sistema che affida integralmente la tutela alla sola vigilanza *ex ante*. L'adozione della legge delega segna, tuttavia, un passaggio ulteriore e strutturalmente rilevante: la crisi dell'impresa assicurativa non è più soltanto oggetto di una riflessione teorica o prospettica, ma viene ora inserita in un quadro normativo nazionale in via di strutturazione, che impone di ripensare il ruolo del Fondo non come istituto autonomo, bensì come componente di una più ampia sequenza di risanamento, risoluzione e liquidazione⁹.

Il Fondo, dunque, nasce all'incrocio tra le esigenze emerse dall'esperienza recente del mercato vita e l'evoluzione del quadro europeo in materia di gestione delle crisi assicurative, che impone ai sistemi nazionali di dotarsi di strumenti di risoluzione strutturati e coerenti¹⁰. Un'autorevole ricostruzione del Fondo di garanzia vita evidenzia come l'istituto non sia destinato esclusivamente alla protezione individuale degli assicurati, ma concorra anche alla tutela della stabilità del mercato e del risparmio assicurativi, quali interessi di rilievo costituzionale ai sensi dell'art. 47 Cost. In tale prospettiva, il Fondo supera la mera logica indennitaria *ex post*, inserendosi tra gli strumenti di gestione ordinata delle crisi assicurative e di preservazione della fiducia nel mercato¹¹. Alla luce della delega legislativa, il

⁸ Cfr. A. BATTISTA, *From enforcement to dissolution. The unexpected final chapter of "the life" of "a life" insurance company*, in *Safe Bank*, 4(97), 2024, p. 85 s.

⁹ Sula progressiva trasformazione del sistema italiano di gestione della crisi delle imprese di assicurazione alla luce della Direttiva (UE) 2025/1 (IRRD) e del processo di recepimento avviato con l'art. 8 della legge n. 36/2026, v. P. MARANO, *Verso un nuovo modello italiano di gestione della crisi delle imprese di assicurazione: tra IRRD, amministrazione straordinarie e fondo di garanzia*, in corso di pubblicazione su *Assic.*, 2026.

¹⁰ Sul differente livello di armonizzazione minima perseguita dall'IRRD rispetto alla BRRD, v. D. WIECZOREK-BARTCZAK, M. KOZIŃSKA, *Commento agli artt. 1–2*, in P. Marano - M. Kozińska (eds), *The Insurance Recovery*, cit., p. 11 ss.

¹¹ Cfr. M. RABITTI, *Il Fondo Garanzia Vita nel paradigma della sussidiarietà. Il punto di vista del supervisore*, in *Assic.*, 2026, p. 79, ove si sottolinea che il Fondo contribuisce non soltanto alla tutela degli assicurati, ma anche alla stabilità del mercato assicurativo e alla protezione del risparmio assicurativo quale interesse di rilievo costituzionale.

coordinamento tra il Fondo e i futuri meccanismi di gestione e finanziamento della risoluzione non è più una questione meramente prospettica, ma assume immediata rilevanza nell'ordinamento interno, rendendo necessario verificare la compatibilità dell'attuale configurazione del Fondo con i futuri meccanismi di finanziamento della risoluzione previsti dal recepimento della direttiva (UE) 2025/1. La prospettiva di una progressiva armonizzazione europea degli *Insurance Guarantee Schemes*, recentemente rilanciata anche attraverso la richiesta di parere indirizzata dalla Commissione europea all'EIOPA in materia di IGS nel contesto dell'IRRD, conferma inoltre che il Fondo deve essere letto come componente di un più ampio ecosistema europeo di gestione delle crisi assicurative¹². Resta tuttavia aperta la questione della coerenza complessiva dell'architettura nazionale, che deve conciliare l'esigenza di tutela degli assicurati con la salvaguardia della concorrenza, la sostenibilità finanziaria del settore e il coordinamento con i nuovi strumenti di gestione della crisi assicurativa.

Una prima lettura dell'assetto normativo, infatti, consente di individuare alcuni profili di possibile criticità, tra cui, in particolare, il disallineamento tra il perimetro della tutela e la base contributiva¹³, l'assenza di una chiara definizione dei presupposti e dei tempi di

¹² Sul punto v. European Commission's Call for Advice to EIOPA on Insurance Guarantee Schemes (IGS) in the context of the IRRD, ottobre 2025; v. anche M. RABITTI, *Il Fondo Garanzia Vita nel paradigma della sussidiarietà*, cit., p.76 s.

¹³ Sulla delimitazione del perimetro della tutela e sulla configurazione della base contributiva, v. in particolare gli artt. 274-*bis*, 274-*quater* e 274-*quinquies* cod. ass. In sintesi, la disciplina individua il Fondo di garanzia vita come strumento volto a garantire l'adempimento delle prestazioni assicurative nei rami vita, definite "prestazioni protette", con un ambito di intervento funzionalmente circoscritto ai diritti di credito spettanti ai contraenti o ai beneficiari di polizze assicurative sulla vita, sebbene si stabilisca una soglia di valore (100.000 euro) all'intervento del Fondo e si preveda che questa non opera con riferimento a alcune prestazioni protette. Tuttavia, la base contributiva è definita in termini ampi, senza una distinzione testuale tra prodotti a prestazione garantita e contratti a contenuto finanziario nei quali il rischio di investimento è integralmente trasferito sull'assicurato. Tale divergenza letterale tra ambito oggettivo della tutela e criteri di finanziamento del Fondo costituisce uno dei principali profili di tensione sistemica dell'assetto normativo, che sarà esaminato in dettaglio (v. infra, § 2).

intervento del Fondo¹⁴ e la scelta di coinvolgere anche gli intermediari nel finanziamento del meccanismo di garanzia¹⁵. Tali elementi sollevano interrogativi non solo sull'efficienza, ma anche sulla coerenza giuridica e funzionale dell'istituto.

Tali profili non sono assunti come dati conclusivi, ma come ipotesi di criticità che richiedono una verifica complessiva, nella misura in cui gli strumenti di protezione dovrebbero essere calibrati sui prodotti maggiormente esposti al rischio di perdita per gli assicurati, la tempistica delle misure di gestione della crisi incide direttamente sulla fiducia dei consumatori e l'attribuzione di oneri strutturali a soggetti che non assumono rischi tecnici richiede una solida giustificazione

¹⁴ Quanto ai presupposti e alle modalità temporali di intervento del Fondo, v. artt. 274-*sexies* e 274-*octies* cod. ass., che subordinano l'attivazione del meccanismo di garanzia all'insufficienza delle misure adottate nell'ambito delle procedure di gestione della crisi dell'impresa. La disciplina, pur collocando il Fondo in una posizione funzionalmente residuale rispetto agli strumenti di vigilanza, risanamento e risoluzione, prevedendo che esegua i pagamenti entro 90 giorni dalla pubblicazione del provvedimento di liquidazione coatta amministrativa, consente interventi del Fondo prima di tale momento. Tuttavia, la normativa primaria non definisce in modo puntuale né i presupposti sostanziali né i criteri temporali di quest'intervento, specie riguardo al modo in cui si raccorda con le previsioni dell'IRRD di prossima implementazione. L'assenza di una chiara scansione procedimentale e di *trigger* normativamente predeterminati genera un margine di indeterminatezza che incide sulla prevedibilità dell'intervento e sulla sua collocazione nella sequenza della crisi assicurativa (su cui infra, § 3).

¹⁵ Sulla scelta di coinvolgere anche gli intermediari nel finanziamento del Fondo di garanzia vita, v. art. 274-*quinqies* cod. ass., che estende l'obbligo contributivo, accanto alle imprese di assicurazione, a soggetti che non assumono rischi tecnici né incidono sulla solvibilità dell'impresa. Inoltre, la disposizione introduce una dicotomia netta nella base di calcolo dei contributi: per le imprese di assicurazione – e, in prima applicazione, per gli intermediari iscritti alla sezione D del RUI – il contributo è ancorato alle riserve tecniche vita, ossia a una grandezza patrimoniale che esprime gli impegni assicurativi garantiti; per la generalità degli intermediari, invece, la contribuzione è sempre calcolata sui premi vita intermediati tout court, indipendentemente dalla presenza o meno di riserve tecniche sottostanti. Ne deriva un disallineamento strutturale, poiché la base contributiva degli intermediari include anche prodotti per i quali non vi è un diretto collegamento con le passività assicurative oggetto di tutela del Fondo. Tale previsione solleva interrogativi sul piano della coerenza funzionale e della proporzionalità dell'onere contributivo. La divergenza tra funzione economica svolta dagli intermediari e obblighi di finanziamento del Fondo sarà approfondita infra, § 2.

giuridica. Essi costituiscono, pertanto, il filo conduttore dell'analisi che segue.

Alla luce di queste premesse, l'analisi adotta un approccio giuridico-ordinamentale, volto a ricostruire criticamente l'assetto normativo vigente alla luce della sua funzione e della sua coerenza interna, e muove pertanto dal nucleo più evidente delle criticità: il rapporto tra il perimetro della tutela e il modello contributivo, che costituisce la prima verifica di coerenza del disegno normativo del Fondo e il punto di partenza dell'analisi. Tale verifica è poi completata dall'esame delle modalità di funzionamento e della governance del Fondo, nonché dal suo inserimento nel sistema multilivello di gestione delle crisi assicurative delineato dall'IRRD, al fine di valutare se e in quale misura l'assetto vigente sia idoneo a trasformare il Fondo da risposta emergenziale a strumento strutturale di tutela degli assicurati vita.

2. Il perimetro della tutela e il modello contributivo: incoerenze strutturali e paradossi ordinamentali

L'analisi del Fondo di garanzia deve muovere da un chiarimento preliminare: l'oggetto della tutela approntata dal legislatore non è il contratto di assicurazione sulla vita, bensì la prestazione assicurativa.

Tale impostazione trova fondamento testuale nella disciplina del Codice delle assicurazioni private, che ancora l'intervento del Fondo all'esecuzione delle "prestazioni protette", intese come diritti di credito spettanti a contraenti o beneficiari di polizze di assicurazione sulla vita¹⁶, alimentando il Fondo con contributi delle imprese di assicurazione <<proporzionati all'ammontare degli impegni assunti nei confronti degli assicurati>>¹⁷.

La nozione di "prestazione protetta" assume, pertanto, una funzione centrale nell'economia della disciplina. Essa non coincide con qualsiasi utilità economica derivante dal contratto di assicurazione sulla vita, ma individua soltanto quelle obbligazioni imputabili alla responsabilità patrimoniale dell'impresa in quanto fondate sull'assunzione di un rischio tecnico e sulla correlata costituzione di riserve tecniche destinate a garantirne l'adempimento. In tale prospettiva, il Fondo non

¹⁶ V. artt. 274-bis, 274-sexies e 274-septies cod. ass.

¹⁷ Art. 274-quinquies, comma 2, cod. ass.

appare concepito come strumento di protezione generalizzata dell'investimento assicurativo, bensì come presidio residuale volto a garantire la continuità o l'adempimento di obbligazioni assicurative riconducibili alla sfera patrimoniale dell'impresa.

Su tale base normativa, la ricostruzione del perimetro applicativo del Fondo non può che muovere dalla prestazione assicurativa, spostando l'attenzione dal rapporto contrattuale in sé ai diritti di credito che ne derivano e selezionando, così, come meritevoli di protezione soltanto quelli che presentano un contenuto tipicamente assicurativo e un'effettiva esposizione al rischio di inadempimento dell'impresa. Ne deriva una netta delimitazione della natura e delle finalità del Fondo, che non è concepito come strumento di protezione generalizzata del valore delle posizioni assicurative, né come meccanismo di compensazione delle perdite patrimoniali subite dagli assicurati, bensì come presidio di ultima istanza volto ad assicurare l'adempimento o la continuità di obbligazioni fondate sull'assunzione di un rischio tecnico in capo all'impresa.

Il presupposto funzionale dell'intervento non è dunque la mera esistenza di un rapporto contrattuale, bensì l'inadempimento di obbligazioni che l'impresa avrebbe dovuto onorare con il proprio patrimonio e le proprie riserve tecniche. Vengono in rilievo, in particolare, quelle prestazioni che, pur qualificate dalla disciplina primaria come "protette", presentano caratteristiche tali da renderle riconducibili a obbligazioni direttamente imputabili alla responsabilità patrimoniale dell'impresa. In questa prospettiva, la disciplina di trasparenza e correttezza informativa di cui al Regolamento IVASS n. 41/2018 assume un rilievo ordinamentale indiretto, nella misura in cui consente l'utilizzo dei termini "garanzia", "garantito" o equivalenti esclusivamente laddove sia l'impresa di assicurazione a prestarla¹⁸, delimitando così, in senso tecnico-giuridico, la nozione di garanzia rilevante ai fini regolatori e offrendo un criterio interpretativo utile anche per la selezione delle prestazioni suscettibili di intervento del Fondo¹⁹.

¹⁸ V. art. 4, comma 1, lett. c), Regolamento IVASS n. 41/2018, ove si aggiunge "evitando l'uso di tali termini nell'ipotesi di impegni assunti da terzi a corrispondere importi".

¹⁹ L'art. 4, comma 1, lett. d), Regolamento IVASS n. 41/2018 consente, altresì, l'utilizzo del termine "capitale protetto" "solo con riferimento a contratti per i quali è

Su tali premesse si innesta la disciplina del limite quantitativo dell'intervento del Fondo, che costituisce un elemento centrale per la comprensione del perimetro della tutela²⁰. Il limite massimo di valore previsto dal legislatore, pari a 100.000 euro, non assolve a una funzione meramente quantitativa, ma opera come criterio di delimitazione oggettiva dell'intervento, presupponendo l'esistenza di una prestazione assicurativa garantita, suscettibile di essere indennizzata o preservata mediante un meccanismo mutualistico. Il tetto di valore individua, dunque, la soglia entro la quale il Fondo è chiamato a sostituirsi all'impresa insolvente nell'adempimento di obbligazioni di risultato fondate sull'assunzione di un rischio tecnico.

Il limite quantitativo svolge, in questa prospettiva, una funzione selettiva di assetto regolatorio: esso non misura l'ampiezza della tutela in termini patrimoniali, ma contribuisce a definire l'area entro la quale l'obbligazione assicurativa conserva una natura compatibile con un intervento mutualistico *ex post*, impedendo che il Fondo venga implicitamente trasformato in uno strumento di protezione generalizzata del valore del risparmio investito.

La previsione secondo cui, per talune tipologie di contratti vita²¹, il limite massimo non trova applicazione non può tuttavia essere interpretata come l'introduzione di una tutela rafforzata o illimitata. Essa appare piuttosto coerente con l'assenza stessa di una prestazione assicurativa garantita in senso proprio e segnala che, in tali ipotesi, viene meno il presupposto tecnico-giuridico dell'intervento mutualistico del Fondo. In tale prospettiva, la mancata applicazione del limite non sembra ampliare la protezione, bensì delimitare implicitamente l'ambito di operatività del Fondo, escludendo che esso possa farsi carico di perdite non riconducibili all'inadempimento di obbligazioni assicurative di risultato. Una lettura estensiva della tutela riferita alle polizze *unit-linked* rischierebbe, infatti, di sfumare il

prevista l'adozione di particolari tecniche di gestione che mirano a minimizzare la possibilità di perdita del capitale investito; in tali casi va evidenziato che la protezione non costituisce garanzia di assoluta conservazione del capitale o di rendimento minimo".

²⁰ V. art. 274-*septies* cod. ass. la cui rubrica recita "Prestazioni protette ammissibili" delimitando l'ambito entro il quale il Fondo può liquidare le prestazioni protette.

²¹ V. art. 274-*septies*, comma 3, cod. ass.

confine tra le obbligazioni assicurative garantite e la mera esposizione al rischio di mercato.

La mancata applicazione del limite segnala dunque un mutamento della logica giuridica sottesa alla tutela: l'evento rilevante non è più l'inadempimento di un'obbligazione assicurativa di risultato, bensì la corretta esecuzione di un rapporto contrattuale a contenuto finanziario.

Questa impostazione emerge con particolare evidenza in riferimento alle polizze *unit-linked*. In tali contratti, infatti, l'impresa di assicurazione non assume un'obbligazione di risultato né una garanzia di valore, ma si limita a eseguire correttamente il contratto mediante la gestione e l'amministrazione degli attivi sottostanti, trasferendo integralmente sull'assicurato il rischio di mercato. Proprio l'assenza di una garanzia di prestazione imputabile all'impresa colloca tali prodotti al di fuori della logica mutualistica che fonda l'intervento del Fondo.

La circostanza che anche le polizze *unit-linked* generino riserve tecniche ai fini prudenziali non altera tale conclusione. In questi contratti, infatti, le riserve assolvono prevalentemente a una funzione di rappresentazione contabile e di copertura degli attivi destinati all'esecuzione del rapporto, ma non esprimono l'assunzione, da parte dell'impresa, di un'obbligazione di risultato garantita sul valore della prestazione. Diversamente dalle riserve relative ai prodotti tradizionali, esse non costituiscono quindi una garanzia patrimoniale dell'impresa sul risultato economico dell'investimento.

In questa prospettiva, la previsione della non applicabilità del limite quantitativo d'intervento non sembra potersi leggere come indice di una protezione illimitata, bensì come espressione della diversa natura della tutela rilevante in tali contratti. In caso di crisi dell'impresa, non viene in rilievo una funzione sostitutiva del Fondo rispetto all'obbligazione assicurativa, ma la corretta conservazione, liquidazione o il trasferimento degli attivi sottostanti, secondo le regole civilistiche e regolamentari che disciplinano l'esecuzione del contratto²².

²² Come chiarito dalla Circolare ISVAP n. 474/D del 21 febbraio 2002, nei contratti di assicurazione sulla vita a prestazioni collegate la prestazione dell'impresa è direttamente parametrata al valore degli attivi di riferimento e non incorpora, in via ordinaria, alcuna garanzia di risultato. I presidi regolamentari introdotti sono funzionali alla corretta individuazione, valorizzazione, e informativa sugli attivi sottostanti, e alla prevenzione di fenomeni di confusione amministrativa e patrimoniale, in coerenza con i principi generali in materia di investimenti e di

In termini ordinamentali, la scelta normativa di non applicare il limite quantitativo alle *unit-linked* riflette la consapevolezza che il Fondo non è strutturalmente chiamato a operare in relazione a tali prodotti, in quanto non può intervenire per coprire le perdite finanziarie derivanti dall'andamento dei mercati²³. Una diversa interpretazione rischierebbe di condurre a un'indebita trasformazione *ex post* di un rischio finanziario individuale in un rischio assicurativo collettivizzato, con un'evidente alterazione del sinallagma contrattuale e una deviazione dalla funzione tipica del Fondo, concepito come strumento di adempimento mutualistico di obbligazioni garantite e non come meccanismo di socializzazione delle perdite di investimento.

Sebbene la disciplina affermi, in via generale, che la contribuzione delle imprese debba essere proporzionata all'ammontare degli impegni assunti nei confronti degli assicurati e al profilo di rischio

copertura delle riserve tecniche dettati dal Regolamento ISVAP n. 32/2009, senza incidere sulla natura finanziaria della prestazione. A tali presidi si affiancano gli obblighi informativi di cui al Regolamento IVASS n. 41/2018, che richiedono una chiara rappresentazione della natura finanziaria del prodotto e dell'assenza di garanzie sul capitale investito. Tali meccanismi, pur comportando una destinazione funzionale individuale degli attivi all'esecuzione del singolo rapporto contrattuale, non danno luogo alla costituzione di patrimoni autonomi né a forme di mutualizzazione delle prestazioni, che restano invece proprie delle gestioni separate, caratterizzate da una garanzia di risultato in capo all'impresa (v. Regolamento ISVAP n. 38/2011).

²³ Va distinto il profilo del rischio di mercato, integralmente trasferito al contraente nei contratti *unit-linked*, da quello del rischio demografico, che l'impresa assume e che, in caso di decesso dell'assicurato, rende la prestazione assicurativa esigibile. In tale ipotesi, l'obbligazione dell'impresa rientra tra le prestazioni dovute, ma il suo ammontare resta determinabile sulla base delle regole contrattuali di valorizzazione delle attività sottostanti e non incorpora una garanzia di risultato economico. L'assenza dell'applicazione del limite quantitativo di 100.000 euro non implica che il Fondo garantisca importi superiori a tale soglia, bensì riflette l'irrelevanza strutturale di tale limite rispetto a prestazioni prive di garanzia di valore. La corresponsione dell'importo dovuto avviene, infatti, secondo le regole proprie della liquidazione degli attivi destinati o separati a copertura del contratto. Ove, in presenza di un blocco operativo o concorsuale dell'impresa, il Fondo intervenga in funzione di pagamento sostitutivo, esso si surroga nei diritti del beneficiario esclusivamente nei limiti dell'importo effettivamente corrisposto; non si configura, invece, alcuna surroga automatica o generalizzata per la quota residua della prestazione non pagata, che resta imputata alla posizione creditoria originaria del beneficiario nell'ambito della procedura concorsuale, senza effetti di socializzazione delle perdite di mercato.

dell'impresa²⁴, la previsione transitoria che commisura il contributo ai premi all'ammontare delle riserve tecniche dei rami vita finisce per assumere una funzione meramente contabile e non selettiva²⁵. Il riferimento alle riserve tecniche, infatti, non implica l'esclusione delle polizze *unit-linked* dalla base di calcolo, poiché anche tali contratti generano riserve ai fini prudenziali, sebbene correlate al valore degli attivi sottostanti e prive di una garanzia di prestazione in capo all'impresa; ne deriva che l'ancoraggio della contribuzione a una grandezza di matrice Solvency II non opera come criterio di selezione del rischio effettivamente mutualizzato.

È proprio su questo presupposto che emerge un primo profilo d'incoerenza strutturale del modello. Sebbene i prodotti *unit-linked* siano sostanzialmente estranei al perimetro della tutela effettiva del Fondo, i premi ad essi relativi concorrono comunque alla base contributiva destinata al suo finanziamento. Si determina così una frattura tra il perimetro della tutela e quello della contribuzione, che incide sulla razionalità economico-giuridica dell'istituto e rischia di trasformare il contributo al Fondo in un onere parafiscale sganciato dal rischio effettivamente mutualizzato.

Tale asimmetria assume una portata ancora più problematica se si considera il peso crescente delle *unit-linked* nella raccolta dei premi afferenti ai rami vita²⁶. In un contesto di progressiva finanziarizzazione

²⁴ OECD, *Policyholder Protection Schemes*, cit., 34 s. afferma che “When a policyholder protection scheme applies risk-weighted premiums, the cost of insuring against an insurer’s expected failure should in theory be reflected in the premium paid to the fund. Non-risk-based premiums do not reflect the riskiness of the insurer, as riskier activities are not penalised by higher levies, which can lead to cross-subsidisation of funding among insurers participating in the scheme. Risk-weighting could, if applied appropriately, help limit moral hazard, with the risk profile of financial institutions reflected in levies for the scheme, thereby reducing incentives for excessive risk taking”.

²⁵ Sulla eterogeneità dei sistemi di contribuzione ai fondi di garanzia, riscontrabile a livello europeo, v. EIOPA, *Discussion Paper on Resolution Funding and National Insurance Guarantee Schemes*, cit., 56 ss.

²⁶ IVASS, *Relazione sull’attività dell’Istituto nel 2024*, Roma, 19 giugno 2025, ove, a p. 6, rileva che “Nel 2024, i premi del portafoglio italiano diretto e indiretto delle imprese vigilate dall’IVASS aumentano complessivamente a 110,6 miliardi di euro, di cui 110,5 miliardi riferiti al solo portafoglio diretto nazionale⁸, in crescita del 21,2% rispetto all’esercizio precedente. L’incremento della raccolta è riconducibile in particolare all’espansione del portafoglio *unit-linked* di ramo III, cresciuto da 19,8 a

dell'offerta dei rami vita, il Fondo rischia di essere alimentato in misura significativa da flussi contributivi riferibili a prodotti che, per costruzione giuridica, non generano un'esposizione del Fondo al rischio di intervento, compromettendo la coerenza funzionale e la sostenibilità del modello nel medio-lungo periodo.

Le criticità si accentuano ulteriormente per i prodotti multi-ramo, che combinano componenti tradizionali e *unit-linked* in proporzioni variabili. In tali ipotesi, la distinzione tra parte garantita e parte non garantita non è immediata sul piano applicativo, né la disciplina fornisce criteri per la ripartizione dei premi ai fini contributivi. L'assenza di regole puntuali espone il sistema a margini di incertezza applicativa e a possibili disomogeneità di trattamento tra gli operatori, affidando alle imprese valutazioni discrezionali che incidono direttamente sull'entità dell'onere contributivo. In un mercato caratterizzato da prodotti sempre più complessi, tale indeterminatezza appare difficilmente compatibile con l'esigenza di neutralità concorrenziale e di certezza regolatoria.

Resta naturalmente ferma la rilevanza di profili di responsabilità dell'impresa o dell'intermediario su piani distinti da quello mutualistico, in particolare con riferimento agli obblighi di corretta gestione amministrativa delle polizze *unit-linked*, di segregazione e corretta imputazione degli attivi sottostanti, nonché agli obblighi informativi e distributivi. Tali profili, tuttavia, attengono a ipotesi di *mala gestio* o di confusione amministrativa e patrimoniale e non incidono sulla natura del rischio coperto dal Fondo, che rimane strutturalmente ancorato all'adempimento delle obbligazioni assicurative garantite.

Alla segnalata incoerenza strutturale si aggiunge un ulteriore profilo di criticità, relativo alla scelta del legislatore di coinvolgere anche gli intermediari nel finanziamento del Fondo²⁷. L'argomento sotteso sembra essere quello della corresponsabilità dell'intermediario nella relazione di fiducia con il cliente e, indirettamente, nella stabilità del sistema. Tale scelta segna tuttavia una deviazione rispetto alla logica che giustifica l'obbligo contributivo sulla base della correlazione tra il

31,5 miliardi di euro (+59,0%) e all'aumento del portafoglio tradizionale di ramo I, che raggiunge i 73,4 miliardi di premi (+10,9%). Di conseguenza, l'incidenza delle polizze di ramo III sulla raccolta complessiva sale dal 21,7% al 28,5%.”.

²⁷ Cfr. artt. 274-bis e 274-*quinquies*, cod. ass.

rischio assunto dall'impresa e la probabilità di attivazione dell'intervento mutualistico²⁸, e richiederebbe pertanto una coerente giustificazione sul piano sistemico.

La criticità risulta accentuata dal fatto che, per gli intermediari, la disciplina adotta parametri contributivi diversi e non sovrapponibili rispetto a quelli previsti per le imprese di assicurazione, facendo riferimento al volume dei prodotti vita intermediati e ai ricavi ad essi associati²⁹, e non agli impegni assicurativi o alle riserve tecniche³⁰; prevedendo peraltro, almeno in fase di prima applicazione³¹, una differenziazione interna tra banche e altri intermediari, fondata su criteri quantitativi che non risultano correlati a un'esposizione al rischio dell'impresa³². Tale differenziazione può trovare una spiegazione sul

²⁸ V. OECD, *Policyholder Protection Schemes*, cit., p. 34 s. ove esamina casi di "Risk-weighted contributions".

²⁹ V. art. 274-*quinquies*, comma 2 e 3, cod. ass.

³⁰ Il riferimento operato dall'art. 274-*quinquies*, comma 2 all'esposizione al rischio dell'impresa, espressamente previsto ai fini della determinazione della contribuzione delle imprese di assicurazione e non esteso agli intermediari, sembra confermare che il Fondo è concepito per operare in relazione a prestazioni fondate sull'assunzione di un rischio tecnico-patrimoniale in capo all'impresa. In tale prospettiva, il parametro del rischio non assolve a una funzione meramente distributiva del prelievo, ma individua il presupposto stesso dell'intervento mutualistico, circoscrivendo l'ambito di tutela alle obbligazioni assicurative garantite e risultando coerente con l'esclusione di prestazioni a contenuto meramente finanziario dal perimetro sostanziale della protezione.

³¹ Tuttavia, l'art. 28, comma 1, lett. c), d) ed e), Statuto pare reiterare questa distinzione essendo previsto che i dati in questione siano comunicati al Fondo e all'IVASS annualmente.

³² Il richiamo all'"esposizione al rischio dell'impresa" costituisce, di per sé, un ulteriore profilo che richiede chiarimento sul piano applicativo. La scelta del legislatore di evocare tale parametro senza definirne direttamente il contenuto, rimettendone la concreta declinazione al Fondo (v. art. 21 Statuto che la demanda al Regolamento sulle Contribuzioni Ordinarie e Straordinarie) e, indirettamente, a una successiva determinazione soggetta ad approvazione dell'IVASS (v. Definizioni, lett. t), Statuto), introduce infatti elementi di incertezza circa i criteri di misurazione del rischio rilevante e il grado di discrezionalità ammesso nella calibrazione della contribuzione. Ciò posto, il riferimento al parametro del rischio dell'impresa può essere coerentemente declinato come rischio tecnico-patrimoniale e di solvibilità, ossia come esposizione dell'impresa all'inadempimento di obbligazioni assicurative di risultato gravanti sul proprio patrimonio. In tale accezione, il rischio rilevante non è quello di mercato né quello operativo o distributivo, ma la probabilità di attivazione

piano tecnico-operativo, in quanto gli intermediari non detengono riserve né assumono obbligazioni assicurative e non dispongono, pertanto, di grandezze prudenziali analoghe a quelle proprie delle imprese soggette a Solvency II; essa può altresì essere letta come espressione di una logica di partecipazione all'intera filiera del prodotto assicurativo, nonché come strumento volto ad ampliare e stabilizzare il gettito contributivo del Fondo.

Tuttavia, pur comprensibili sotto il profilo pragmatico, tali spiegazioni non appaiono idonee a superare le perplessità sulla coerenza giuridica del modello. Gli intermediari non assumono rischi tecnici, non determinano le politiche di investimento, non incidono sui livelli di solvibilità dell'impresa e non sono responsabili dell'adempimento delle obbligazioni assicurative. Il loro ruolo, pur centrale nella fase distributiva, non presenta un nesso causale diretto né con l'insolvenza dell'impresa né con l'attivazione del Fondo³³. Tale scollamento risulta particolarmente evidente nei casi di collaborazione orizzontale, nei quali, formalmente tenuto all'adesione al Fondo e al versamento del contributo, è il soggetto che intrattiene il rapporto con l'impresa di assicurazione, mentre la relazione con il cliente e la concreta raccolta dei premi sono imputabili ad altri intermediari con cui egli collabora³⁴. In tali ipotesi, l'obbligo contributivo grava su un soggetto che non è titolare del rapporto con l'assicurato, non incassa i premi e non esercita un controllo diretto sulla fase di collocamento del prodotto, risultando così sganciato sia dalla relazione economica che genera il flusso contributivo sia dal rischio rilevante ai fini dell'attivazione del Fondo.

L'imputazione dell'onere sulla base del solo criterio formale del rapporto con l'impresa, e del conseguente raggiungimento di

del meccanismo mutualistico del Fondo, che presuppone l'assunzione di un rischio tecnico in capo all'impresa.

³³ In termini non dissimili, M. RABITTI, *Il Fondo Garanzia Vita nel paradigma della sussidiarietà. Il punto di vista del supervisore*, cit., p.81 e nt 13 riconosce espressamente che gli intermediari aderenti "non trasferiscono alcun rischio al Fondo", giustificando tuttavia l'obbligo contributivo sulla base dell'interesse al corretto funzionamento del mercato e della responsabilizzazione della filiera distributiva.

³⁴ V. art. 58, comma 7, Regolamento IVASS n. 40/2018 secondo cui "gli adempimenti previsti dal presente Regolamento sono svolti dall'intermediario che entra in contratto con il contraente".

determinate soglie dimensionali, prescinde dal ruolo effettivamente svolto nella catena distributiva e accentua una frattura tra obbligo contributivo e funzione economica concretamente esercitata, con il rischio di trasformare la contribuzione in un onere sproporzionato e non correlato al rischio mutualizzato.

La responsabilità distributiva delineata dall'IDD e dalle regole di c.d. *product oversight and governance*, pur ampliando significativamente il ruolo degli intermediari nella tutela del cliente, non appare, di per sé, sufficiente a fondare un obbligo di contribuzione a un meccanismo di gestione dell'insolvenza, che presuppone l'assunzione di rischi tecnici e patrimoniali estranei alla funzione distributiva.

Nel complesso, il modello contributivo del Fondo di garanzia vita presenta, già in questa prima analisi, presupposti concettuali problematici. L'assenza di una correlazione coerente tra rischio coperto, perimetro di tutela e soggetti chiamati a finanziare il sistema emerge come un nodo centrale, incidendo sulla legittimazione complessiva dello strumento. Se il Fondo è concepito come meccanismo di protezione delle obbligazioni assicurative garantite, la sua architettura finanziaria dovrebbe riflettere tale funzione, modulando la contribuzione in base alla tipologia dei prodotti, alla struttura dei portafogli e al rischio effettivamente trasferito al sistema mutualistico.

In conclusione, il perimetro della tutela e il modello contributivo costituiscono il primo e più immediato banco di prova della disciplina del Fondo di garanzia vita. Le aporie emerse non si riducono a difetti di tecnica legislativa, ma segnalano una tensione strutturale tra logica assicurativa e logica finanziaria che attraversa l'intero impianto dell'istituto e, a monte, ne condiziona il funzionamento, la governance e la collocazione nella sequenza della crisi assicurativa, oggetto dell'analisi che segue.

3. Funzionamento, governance e tenuta ordinamentale e funzionale del modello contributivo del Fondo: tra esigenze di tutela e tensioni regolatorie

Se la definizione del perimetro della tutela e del modello contributivo rappresenta il primo snodo critico attraverso cui misurare la coerenza della disciplina sul Fondo di garanzia vita, le criticità non

si esauriscono in tale ambito, ma emergono con analoga intensità nell'analisi del suo funzionamento concreto, della sua governance e, in definitiva, della tenuta ordinamentale e funzionale del modello contributivo in un mercato assicurativo aperto e integrato a livello europeo. Le criticità che si affacciano a questo secondo livello di analisi riguardano l'articolazione dei poteri del Fondo, la sua relazione con IVASS e con il sistema di risoluzione delineato dall'IRR, la sua capacità di operare in modo tempestivo e prevedibile, nonché il suo inserimento in un contesto transfrontaliero caratterizzato da una forte mobilità degli operatori. Si tratta di profili distinti ma funzionalmente connessi a quelli esaminati nella sezione precedente, che, se non adeguatamente considerati, possono compromettere non solo l'efficacia del Fondo, ma anche la sua legittimazione nel sistema istituzionale delle assicurazioni.

L'analisi del funzionamento del Fondo non può infatti prescindere da una visione complessiva della sequenza della crisi assicurativa, in cui gli strumenti di vigilanza, risanamento e risoluzione sono concepiti come momenti logicamente ordinati e funzionalmente coordinati. In tale prospettiva, il Fondo è chiamato a operare come strumento residuale, e non come rimedio autonomo, all'interno di un'architettura più ampia di tutela dell'assicurato³⁵.

In coerenza con tale inquadramento, il primo elemento da esaminare riguarda le condizioni di operatività del Fondo. La disciplina prevede che esso intervenga nei casi in cui una procedura di risoluzione o di liquidazione non sia in grado di assicurare agli assicurati dei rami vita

³⁵ V. P. MARANO. *La tutela dell'assicurato nella crisi dell'impresa. Profili di sistema tra diritto europeo e disciplina nazionale*, in A.A.Dolmentta – U. Minneci (a cura di), *Polizze vita e terzo beneficiario*, Milano, in corso di pubblicazione. V. altresì, IAIS, *Issues Paper on the roles and functioning of policyholder protection schemes (PPSs)*, 2023, p. 8 ove riporta che “PPSs are often established as a “last resort” mechanism to provide protections to policyholders in the event of an insurer’s failure. Whereas effective supervision and recovery and resolution frameworks can reduce the probability and impact of an insurer failure and promote policyholder protection, they cannot eliminate the possibility of an insurer failure. When an insurer is failing and has inadequate capacity to fulfil its obligations to its policyholders, a PPS can provide protection for the policyholders by mobilising its fund, which may be set up on either an *ex ante* or *ex post* basis”. Il documento è disponibile su: <https://www.iais.org/uploads/2023/12/Issues-Paper-on-roles-and-functioning-of-policyholder-protection-schemes-PPSs.pdf>

il pieno recupero delle prestazioni spettanti³⁶. In termini teorici, il Fondo è concepito come un meccanismo di ultima istanza, destinato a integrarsi con gli strumenti di intervento precoce e con le misure di risoluzione previste dall'ordinamento, secondo una sequenza che attribuisce priorità alla prevenzione e alla gestione ordinata del dissesto³⁷. Tale sequenza risulta tuttavia indebolita dalla pluralità di strumenti che lo Statuto del Fondo consente di attivare, tra cui interventi alternativi alla liquidazione e misure volte al superamento della crisi³⁸, che rischiano di anticipare o sovrapporsi alle logiche proprie della risoluzione assicurativa delineata dall'IRRD.

In questo contesto, la configurazione del Fondo quale organismo di diritto privato alimentato da risorse private assume rilievo non soltanto sul piano organizzativo, ma anche su quello eurounitario. La struttura privatistica del Fondo e l'autonomia decisionale riconosciuta ai suoi organi appaiono infatti funzionali a evitare che gli interventi di sostegno siano qualificati come aiuti di Stato ai sensi dell'art. 107 TFUE, preservando la natura mutualistica e privatistica del meccanismo di tutela anche nei casi di intervento anticipato o di sostegno alla gestione della crisi. Sotto questo profilo, il modello del Fondo si colloca nel solco della giurisprudenza sviluppatasi in materia di Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi, secondo cui la Corte di giustizia ha escluso che interventi finanziati con risorse private e adottati da organismi formalmente autonomi integrino automaticamente aiuti di Stato, pur in presenza di poteri di vigilanza pubblica³⁹.

³⁶ V. Artt. 29, comma 1, lett. a), e Art. 30 Statuto, che individuano il provvedimento di liquidazione coatta amministrativa o procedura equivalente quale momento rilevante per l'attivazione del pagamento.

³⁷ Cfr. art 31 Statuto che configura l'intervento del Fondo come alternativa al pagamento delle prestazioni protette, subordinata alla verifica che il costo dell'intervento non superi il costo ragionevolmente prevedibile in base alle informazioni disponibili al momento dell'intervento, che dovrebbe sostenere per il pagamento delle prestazioni protette.

³⁸ L'art. 32 Statuto, infatti, consente al Fondo di effettuare interventi volti a prevenire o superare una situazione di crisi che ne potrebbe determinare l'assoggettamento a liquidazione coatta amministrativa o analoga procedura nello stato membro di origine di un'impresa aderente.

³⁹ Cfr. Corte giust. UE, 13 settembre 2017, C-329/15, ENEA; Trib. UE, 19 marzo 2019, cause riunite T-98/16, T-196/16 e T-198/16; Corte giust. UE (Grande Sezione), 2 marzo 2021, C-425/19 P. In argomento v. anche M. RABITTI, *Il Fondo Garanzia*, cit., p. 78.

Il problema del coordinamento funzionale del Fondo assume, tuttavia, particolare rilievo alla luce dell'evoluzione del quadro europeo introdotta dalla Direttiva (UE) 2025/1, che costruisce una sequenza progressiva di strumenti di *prevention*, *recovery* e *resolution*, orientata a preservare la continuità delle funzioni essenziali dell'impresa e a ridurre il ricorso a strumenti di sostegno residuali. In questa prospettiva, il Fondo dovrebbe collocarsi in una posizione chiaramente subordinata rispetto agli strumenti di gestione ordinata della crisi, evitando che il suo intervento alteri la logica allocativa della *resolution* o produca effetti di deresponsabilizzazione degli operatori.

In tale quadro, assume rilievo decisivo il principio del *no creditor worse off*, che l'IRRD eleva a parametro cardine di legittimità dell'esercizio dei poteri di risoluzione⁴⁰. L'intervento del Fondo non può essere trasformato in uno strumento ordinario di compensazione delle differenze economiche rispetto allo scenario liquidatorio, pena la torsione del meccanismo mutualistico in una forma surrettizia di socializzazione delle perdite, incompatibile con la logica della direttiva e con l'esigenza di preservare la disciplina di mercato cui deve conformarsi anche l'intervento del Fondo.

Tuttavia, la disciplina vigente non individua criteri sufficientemente determinati per accertare l'insufficienza delle misure di risoluzione né le condizioni che legittimano l'attivazione anticipata del Fondo. Pur prevedendo che il Fondo di garanzia possa effettuare interventi volti a prevenire o superare una situazione di crisi suscettibile di condurre all'assoggettamento dell'impresa a liquidazione coatta amministrativa, la normativa non specifica indicatori quantitativi o qualitativi idonei a rendere prevedibile il passaggio dalla fase di risanamento o risoluzione a quella di intervento del Fondo. Di talché resta irrisolto il nodo del coordinamento, con un eventuale percorso di risoluzione secondo la sequenza delineata dall'IRRD.

Una possibile lettura potrebbe valorizzare tale elasticità come strumento di flessibilità regolatoria, idoneo a consentire all'autorità e al Fondo di adattare le modalità di intervento alle caratteristiche concrete della crisi e di privilegiare soluzioni di continuità aziendale o di trasferimento ordinato del portafoglio. Tuttavia, proprio l'assenza di trigger normativamente predeterminati rischia di incidere sulla

⁴⁰ V. il Considerando n. 8 e l'art. 29 IRRD.

prevedibilità dell'intervento e sulla trasparenza allocativa degli oneri mutualistici, lasciando eccessivo spazio a valutazioni discrezionali in una materia che incide direttamente sulla fiducia del mercato e sulla tutela del risparmio assicurativo.

La mancanza di criteri predeterminati incide, dunque, sulla prevedibilità dell'intervento del Fondo e può alimentare incertezza reputazionale nel comparto vita, anche in presenza di crisi formalmente governabili.

In tale contesto, l'influenza esercitata dall'IVASS sul funzionamento del Fondo di garanzia vita non deriva dall'attribuzione di poteri diretti di gestione o di attivazione dell'intervento mutualistico, bensì dalla posizione ordinamentale dell'Autorità nella sequenza della crisi assicurativa. La vigilanza di IVASS incide, in primo luogo, sui presupposti stessi dell'eventuale intervento del Fondo, in quanto l'Autorità è titolare delle valutazioni sulla situazione dell'impresa, sull'attivazione degli strumenti di intervento di cui al Capo I del Titolo XVI del Codice delle assicurazioni⁴¹, e sull'adozione delle misure di gestione della crisi – inclusa la liquidazione – dalle quali lo Statuto del Fondo fa dipendere la possibilità di intervento. In secondo luogo, IVASS esercita un'influenza diretta sull'assetto regolamentare e organizzativo del Fondo, nei limiti in cui lo Statuto subordina l'adozione dei regolamenti attuativi e delle regole operative a un meccanismo di approvazione o di interlocuzione con l'Autorità, incidendo così sulla definizione dei criteri di contribuzione, di intervento e di gestione delle risorse. In questo senso, pur in assenza di una vigilanza diretta sul Fondo in quanto tale, l'azione dell'Autorità ne condiziona in modo sostanziale l'operatività, influenzandone tempi, modalità e percezione sul mercato, con effetti rilevanti sulla

⁴¹ V. gli artt. 220-*decies*, 221, 222, 222-*bis*, 223-*bis* e 223-*ter* cod. ass., che attribuiscono all'IVASS poteri incisivi di intervento preventivo e correttivo in caso di deterioramento delle condizioni finanziarie dell'impresa. Rientrano tra tali misure, di particolare rilievo per la tutela degli assicurati vita, la limitazione o il differimento dei diritti di riscatto, il divieto di assunzione di nuovi affari, la restrizione dell'operatività e la rimozione degli esponenti aziendali, che possono incidere temporaneamente sulla liquidità contrattuale in una logica di prevenzione della crisi. Tali interventi non hanno natura punitiva, ma preventiva, e si collocano nel solco dell'approccio europeo che valorizza la stabilità dell'impresa come presupposto essenziale della tutela degli assicurati.

prevedibilità dell'intervento e sulla tenuta complessiva del meccanismo di tutela.

Questa configurazione può essere letta alla luce di una logica di sussidiarietà orizzontale, nella quale la gestione mutualistica del rischio è affidata primariamente agli operatori di mercato, mentre l'autorità pubblica esercita funzioni di vigilanza e coordinamento volte ad assicurare la coerenza dell'azione del Fondo con gli obiettivi di tutela degli assicurati e di ordinato funzionamento del mercato⁴².

La questione assume una rilevanza ancora maggiore alla luce dell'art. 8 della legge n. 36/2026, che prevede la designazione dell'IVASS quale Autorità di risoluzione nazionale. L'accumulazione, in capo alla medesima Autorità, di funzioni di vigilanza prudenziale, di gestione della crisi e di influenza regolamentare sul Fondo rende particolarmente rilevanti i temi del coordinamento procedurale e della trasparenza delle decisioni allocative, soprattutto nei casi in cui le scelte relative all'utilizzo del Fondo possano incidere indirettamente sugli equilibri concorrenziali del mercato.

A tale quadro si affianca il rapporto, ancora non definito, tra il Fondo di garanzia vita e la futura autorità di risoluzione prevista dall'IRRD, la cui designazione imporrà un chiarimento delle rispettive competenze. L'assenza di una chiara gerarchia procedurale rischia di collocare il Fondo in un limbo tra liquidazione e risoluzione, con effetti distorsivi sulla sequenza degli strumenti e sulla responsabilizzazione degli operatori.

La *governance* del Fondo rappresenta quindi un ulteriore punto critico. La disciplina italiana appare affidata in larga misura alla regolazione di secondo livello, come conferma il rinvio statutario a una pluralità di regolamenti attuativi, nei quali si gioca concretamente la prevedibilità e la controllabilità dell'azione del Fondo⁴³. Tale assetto è ulteriormente rafforzato dal ruolo centrale attribuito al Consiglio nelle decisioni relative agli interventi, alla gestione della dotazione finanziaria e all'attivazione delle contribuzioni⁴⁴, a fronte di un controllo *ex ante* ed *ex post* dell'IVASS prevalentemente concentrato

⁴² Sul ruolo del principio di sussidiarietà nella configurazione del Fondo v. M. RABITTI, *Il Fondo Garanzia*, cit., p. 81 ss.

⁴³ V. artt. 1, comma 6, e 11, comma 2, lett. h) sino a q), Statuto.

⁴⁴ V. art. 15 Statuto.

sull'approvazione regolamentare e sugli obblighi informativi⁴⁵. A ciò si aggiungono profili di *accountability*, connessi alla natura consortile privata del Fondo e all'utilizzo di risorse raccolte coattivamente per finalità di interesse pubblico⁴⁶, che rendono particolarmente rilevanti le modalità di formazione, motivazione e tracciabilità delle decisioni assunte dagli organi del Fondo. In tale prospettiva, la governance del Fondo non può essere valutata esclusivamente alla luce dell'efficienza operativa, ma richiede una riflessione più ampia sul rapporto tra l'autonomia privata, l'esercizio delle funzioni di interesse generale e il controllo pubblico. La crescente rilevanza del Fondo nella gestione delle crisi assicurative rende infatti necessario rafforzare i presidi di trasparenza e di prevedibilità delle decisioni, soprattutto alla luce della natura obbligatoria della contribuzione e della possibile incidenza degli interventi sugli assetti concorrenziali del mercato assicurativo.

La dimensione europea del funzionamento del Fondo, infine, non pone problemi diretti di compatibilità con le libertà fondamentali dell'Unione, nella misura in cui l'adesione delle imprese autorizzate in altri Stati membri a operare in Italia non è imposta, bensì rimessa a una scelta volontaria. Ciò non esclude, tuttavia, che il modello sollevi questioni di coerenza e proporzionalità, soprattutto con riferimento alla struttura del meccanismo contributivo, che grava esclusivamente sulle imprese stabilite in Italia indipendentemente dall'effettiva esposizione transfrontaliera dei rischi assicurativi. Tale asimmetria non incide sul piano dell'accesso al mercato, ma sugli incentivi regolatori e sul posizionamento competitivo delle imprese, potendo favorire strategie di localizzazione o di organizzazione dell'operatività transfrontaliera orientate a minimizzare il costo della partecipazione al Fondo e, così, alimentare forme di arbitraggio normativo.

Al tempo stesso, la concentrazione dell'onere contributivo sulle imprese stabilite può essere letta, in una prospettiva diversa, come un fattore di rafforzamento dell'affidabilità percepita dell'offerta assicurativa domestica, in particolare nei segmenti dei prodotti a prestazione garantita, nei quali la presenza di un meccanismo di tutela *ex post* può tradursi in un vantaggio reputazionale e in una maggiore fiducia degli assicurati. Una diversa lettura potrebbe pertanto ritenere

⁴⁵ V. artt. 11, comma 2, lett. i) sino a q), e 37 Statuto.

⁴⁶ V. art. 1, comma 1, Statuto.

che il Fondo, pur comportando costi aggiuntivi per gli operatori nazionali, contribuisca indirettamente a rafforzare la competitività reputazionale del mercato italiano rispetto a ordinamenti privi di strumenti equivalenti di tutela degli assicurati vita. Tuttavia, tale beneficio reputazionale appare difficilmente sufficiente a compensare le asimmetrie strutturali derivanti dall'assenza di un coordinamento europeo nel finanziamento dei sistemi di garanzia. Resta tuttavia aperto il nodo della sostenibilità complessiva di tale equilibrio, che appare fragile in assenza di un coordinamento più stretto a livello europeo e di una riflessione sul rapporto tra la tutela nazionale degli assicurati e l'integrazione del mercato assicurativo dell'Unione.

In questo quadro, lo Statuto del Fondo prevede espressamente meccanismi di coordinamento con i sistemi di garanzia assicurativi degli altri Stati membri, fondati su forme di cooperazione operativa, scambio informativo e pagamento delle prestazioni per conto del fondo dello Stato di origine, nei casi di operatività transfrontaliera. Tale assetto, coerente con il principio del controllo dello Stato di origine e con la logica di mutua assistenza tra sistemi nazionali, consente di assicurare la continuità della tutela degli assicurati, ma non incide sulle profonde differenze che caratterizzano i modelli nazionali di finanziamento e i livelli di copertura. Il coordinamento che ne deriva resta, pertanto, essenzialmente funzionale e procedurale, idoneo a gestire le crisi in chiave operativa, ma insufficiente a prevenire divergenze concorrenziali e disallineamenti negli incentivi tra imprese che operano su base transfrontaliera.

Nel complesso, le criticità emerse non derivano da un'insufficienza dei poteri del Fondo, ma dalla difficoltà di collocarli con precisione nella sequenza procedimentale della crisi assicurativa e di allinearli in modo coerente alla base contributiva e agli obiettivi di tutela perseguiti. Il Fondo non può essere valutato isolatamente, ma richiede una ricostruzione ordinamentale e funzionale che ne chiarisca la funzione all'interno dell'architettura multilivello della gestione delle crisi assicurative, profilo cui è dedicata la sezione che segue.

4. Verso una ricostruzione ordinamentale del Fondo di Garanzia Vita: prospettive di riforma e conclusioni

Chiariti i limiti strutturali dell'istituto e la natura necessariamente residuale delle sue funzioni, l'analisi può ora concentrarsi sulle prospettive di ricostruzione ordinamentale del Fondo di garanzia vita. Le criticità emerse nelle sezioni precedenti non mettono in discussione la legittimità né la funzione di tutela sottesa all'intervento legislativo, ma rendono indifferibile l'esigenza di un riassetto coerente dell'istituto, capace di riallineare il perimetro operativo, il modello contributivo, i criteri di attivazione e gli assetti di *governance* all'architettura multilivello della gestione delle crisi assicurative, come oggi ridisegnata dal nuovo quadro europeo⁴⁷.

In una prospettiva più ampia, il Fondo di garanzia vita può essere letto come uno strumento di presidio *ex post* volto a preservare la fiducia e la stabilità del mercato assicurativo laddove la vigilanza prudenziale e i meccanismi di prevenzione non siano stati in grado di evitare il dissesto dell'impresa. Tale qualificazione è funzionale a chiarire perché la coerenza tra il perimetro della tutela, il modello contributivo e i criteri di intervento assuma un rilievo centrale non solo per la protezione degli assicurati, ma anche per la stabilità complessiva del sistema. Questa funzione, tuttavia, non implica che il Fondo debba essere trasformato in uno strumento generale di stabilizzazione del mercato assicurativo o di socializzazione delle perdite finanziarie. Al contrario, la sua legittimazione ordinamentale dipende proprio dalla capacità di mantenere un collegamento coerente tra la tutela mutualistica, le obbligazioni assicurative garantite e la responsabilità patrimoniale dell'impresa.

Coerentemente con questa impostazione, il Fondo non può essere inteso come strumento alternativo alle tecniche di risanamento e risoluzione delineate a livello europeo⁴⁸, bensì come presidio

⁴⁷ M. GUARINI, *La gestione "ordinata" del dissesto assicurativo*, cit., 197 s., ove si evidenzia come, a differenza del settore bancario, la IRRD non istituisca un fondo europeo di risoluzione né un meccanismo finanziario centralizzato, lasciando agli Stati membri ampi margini nella configurazione di strumenti nazionali di finanziamento e tutela.

⁴⁸ P. WRZESIŃSKI, *Commento agli artt. 5 e 7*, in P. Marano - M. Kozińska (eds), *The Insurance Recovery*, cit., 52 ss., ove si chiarisce che i piani di *recovery pre-*

mutualistico di ultima istanza, destinato a operare entro confini funzionali rigorosi e in coordinamento con gli strumenti di vigilanza prudenziale e con il futuro assetto di recepimento dell'IRRD⁴⁹. Tale collocazione “di sistema” risulta tuttavia problematica se si considera che il Fondo è stato introdotto in una fase anteriore alla trasposizione della direttiva, in assenza di una definizione compiuta dell'autorità di risoluzione e dei criteri di transizione tra risanamento, risoluzione e liquidazione. Ne deriva che l'istituto, pur ormai previsto sul piano codicistico, si inserisce in un contesto ancora incompleto, privo di una cornice procedimentale organica che ne chiarisca pienamente il ruolo, i tempi e le modalità di intervento. La legge delega di recepimento della Direttiva (UE) 2025/1 accentua l'esigenza di coordinamento, poiché l'introduzione di strumenti nazionali di *resolution* e di eventuali fondi di risoluzione rende necessario chiarire il rapporto tra il finanziamento mutualistico della tutela degli assicurati e quello delle procedure di gestione ordinata della crisi. In assenza di tale chiarimento, il rischio è una sovrapposizione funzionale tra strumenti destinati a perseguire finalità diverse. Le tensioni emerse nelle sezioni precedenti confermano, pertanto, che l'attuale assetto non è correggibile mediante interventi marginali, bensì richiede una ricostruzione funzionale del Fondo lungo l'intera sequenza della crisi assicurativa.

Il primo e più rilevante ambito di intervento riguarda il persistente disallineamento tra il perimetro della tutela e la base contributiva. Come emerso nelle sezioni precedenti, la disciplina del Fondo si articola attorno alla protezione delle obbligazioni assicurative “garantite”, mentre i contratti *unit-linked* restano, per definizione, estranei a una tutela mutualistica contro il rischio di mercato, integralmente trasferito sul contraente. La centralità della nozione di “prestazione protetta” impone, in questa prospettiva, di distinguere tra prestazioni fondate sull'assunzione di un rischio tecnico da parte dell'impresa e prestazioni

emptive costituiscono strumenti di governance prudenziale e di prevenzione della crisi, destinati a rafforzare la resilienza dell'impresa in condizioni di normalità, e non meccanismi di protezione ex post degli assicurati, collocandosi così su un piano funzionale distinto rispetto agli strumenti di tutela mutualistica.

⁴⁹ M. GUARINI, *La gestione “ordinata”*, cit., 198 ss., la quale ricostruisce i sistemi di garanzia nazionali come strumenti di finanziamento residuali e non armonizzati, distinti dagli strumenti di risoluzione propriamente detti e chiamati a operare solo in assenza di soluzioni di mercato o di interventi più strutturati.

il cui valore dipende direttamente dall'andamento degli attivi sottostanti. Solo le prime appaiono pienamente compatibili con la logica mutualistica che giustifica l'intervento del Fondo. L'assenza del limite quantitativo di indennizzo per tali prodotti non sembra esprimere una tutela rafforzata, ma riflette l'assenza stessa di un intervento del Fondo, poiché la restituzione dei valori contrattuali presuppone l'esistenza di attivi destinati e separati e opera indipendentemente dal meccanismo mutualistico. Una lettura estensiva della tutela riferita alle polizze *unit-linked* rischierebbe, infatti, di sfumare il confine tra le obbligazioni assicurative garantite e la mera esposizione al rischio di mercato.

Nonostante ciò, i premi relativi a tali prodotti concorrono alla base contributiva del Fondo, determinando una forma di *cross-financing* strutturalmente problematica alla luce della proporzionalità e della coerenza regolatoria: tali prodotti impongono un onere contributivo anche in caso di crisi, quando non beneficiano di una tutela sostanziale in termini di integrazione delle prestazioni.

Questa configurazione non produce soltanto un problema di equità distributiva, ma incide anche sugli incentivi regolatori e sulla struttura dei costi degli operatori, rischiando di penalizzare l'offerta di prodotti vita garantiti, caratterizzati da un maggiore assorbimento di capitale e da vincoli prudenziali più stringenti, a vantaggio di soluzioni assicurative-finanziarie nelle quali il rischio è integralmente trasferito all'assicurato. In tal modo, il Fondo finisce per operare indirettamente come fattore di distorsione delle scelte allocative, incidendo sugli incentivi di offerta e risultando in contraddizione con la sua funzione di presidio di fiducia *ex post*.

Un riassetto coerente dovrebbe pertanto muovere verso una base contributiva calibrata sul rischio effettivamente mutualizzato, distinguendo chiaramente tra premi riferiti a contratti garantiti e a contratti a contenuto finanziario, nonché prevedendo criteri puntuali per la scomposizione delle componenti garantite e non garantite nei prodotti multi-ramo. La circostanza che anche le polizze *unit-linked* generino riserve tecniche ai fini prudenziali non appare sufficiente a giustificare il loro integrale coinvolgimento nella base contributiva. In tali prodotti, infatti, le riserve svolgono prevalentemente una funzione contabile e di copertura degli attivi sottostanti, senza costituire una garanzia patrimoniale dell'impresa sul risultato dell'investimento. Solo

un allineamento tra onere e beneficio consente di preservare la legittimazione complessiva del Fondo e di ridurre l'incertezza applicativa evidenziata in precedenza.

Un secondo snodo critico riguarda il coinvolgimento degli intermediari nel finanziamento del Fondo. Pur potendosi comprendere la ratio politico-istituzionale di una responsabilizzazione diffusa degli attori di mercato, tale scelta appare difficilmente conciliabile con la logica tecnica dell'istituto. Gli intermediari non assumono rischi tecnici né incidono sulla solvibilità dell'impresa; soprattutto, non sono responsabili dell'adempimento delle obbligazioni assicurative, il cui inadempimento costituisce l'evento che rende rilevante l'intervento mutualistico. Ne deriva un disallineamento strutturale tra la funzione svolta e l'onere imposto, che rischia di comprimere la proporzionalità e di produrre effetti regressivi, soprattutto nei modelli distributivi complessi e nelle collaborazioni orizzontali. Ciò non esclude che il legislatore possa perseguire obiettivi di stabilizzazione del mercato e di ampliamento della base finanziaria del Fondo, coinvolgendo l'intera filiera distributiva. Tuttavia, in assenza di un collegamento sufficientemente preciso tra la contribuzione, il rischio mutualizzato e la funzione concretamente svolta dagli intermediari, permane una tensione strutturale tra le finalità solidaristiche del meccanismo e il principio di proporzionalità degli oneri imposti agli operatori.

Un terzo ambito di riflessione riguarda il coordinamento tra il Fondo e il sistema di gestione delle crisi delineato dall'IRRD. La direttiva privilegia un approccio fondato sulla continuità delle funzioni critiche e sull'impiego di strumenti sostanziali di risoluzione, relegando l'intervento mutualistico a una funzione residuale. Ne consegue l'esigenza di definire in modo chiaro e prevedibile i trigger di attivazione del Fondo, evitando che esso si trasformi, da un lato, in uno strumento sostitutivo della risoluzione o, dall'altro, in un meccanismo meramente simbolico, attivabile solo in situazioni estreme e scarsamente governabili.

La definizione di criteri di attivazione certi è inoltre indispensabile per prevenire il rischio morale. Come evidenziato, la rappresentazione giuridicamente corretta del Fondo e dei suoi limiti costituisce una condizione essenziale della disciplina di mercato sia sul lato delle imprese, sia su quello degli assicurati. In tale prospettiva, la chiarezza

informativa non riduce la tutela, bensì ne rafforza la credibilità ordinamentale.

La governance del Fondo rappresenta un ulteriore passaggio decisivo. L'assetto attuale non assicura ancora un livello sufficiente di prevedibilità e di responsabilizzazione, né chiarisce pienamente il rapporto con IVASS e, in prospettiva, con l'autorità di risoluzione. Il rinvio a una pluralità di regolamenti attuativi conferma che la tenuta del sistema dipenderà in larga misura dalla regolazione di secondo livello, il che impone un rafforzamento dei presidi di trasparenza, di coordinamento istituzionale e di accountability. La progressiva concentrazione, in capo all'IVASS, di funzioni di vigilanza prudenziale, gestione della crisi e influenza regolamentare sul Fondo rende particolarmente importante garantire la separazione funzionale delle decisioni e la trasparenza dei criteri utilizzati nell'attivazione degli strumenti mutualistici e di risoluzione.

In questa cornice si inserisce anche la dimensione europea del Fondo. L'istituzione di un meccanismo nazionale di garanzia non pone, di per sé, problemi di compatibilità con il diritto dell'Unione, ma riflette le asimmetrie strutturali derivanti dall'assenza di un sistema armonizzato di tutela degli assicurati⁵⁰. La criticità non risiede nella mancata contribuzione delle imprese in libera prestazione di servizi, bensì nel fatto che gli operatori nazionali sopportano un onere contributivo sganciato dalla tutela effettivamente prestata, generando un'asimmetria funzionale che incide sulla razionalità complessiva del disegno regolatorio. Sebbene l'IRRD rafforzi il coordinamento tra le autorità e introduca strumenti comuni di gestione della crisi, non istituisce un meccanismo europeo di garanzia per gli assicurati né realizza una piena armonizzazione dei sistemi nazionali di protezione. Permangono pertanto differenze significative nella distribuzione degli oneri, nei livelli di copertura e nei modelli di finanziamento, suscettibili di incidere sugli incentivi competitivi e sulle strategie transfrontaliere degli operatori.

La logica selettiva del Fondo emerge, infine, anche nella delimitazione del ramo di tutela, circoscritta ai rami vita. Tale scelta riflette una precisa opzione di politica del diritto, fondata sulla funzione

⁵⁰ Sul carattere consapevole di tale scelta regolatoria, v. M. GUARINI, *La gestione "ordinata"*, cit., 197 s.

di accumulazione e protezione del risparmio di lungo periodo che connota l'assicurazione vita, e conferma che il Fondo non è concepito come strumento generale di protezione del contraente assicurativo, bensì come presidio mirato alla stabilità del risparmio assicurativo e alla prevenzione di crisi diffuse di fiducia nel comparto vita.

Alla luce di queste considerazioni, il Fondo di garanzia vita appare oggi come un istituto ancora in fase di assestamento, la cui piena funzionalità dipende da una riforma organica capace di inserirlo coerentemente nel sistema della vigilanza e della risoluzione assicurativa, in linea con la sequenza degli strumenti delineata dal nuovo quadro europeo⁵¹. Le incoerenze emerse — dal disallineamento contributivo all'indeterminatezza dei criteri di attivazione, fino alle tensioni sul ruolo degli intermediari e alle asimmetrie transfrontaliere — costituiscono manifestazioni di un medesimo problema ordinamentale e funzionale e non possono essere affrontate isolatamente. Solo un simile riassetto potrà trasformare il Fondo da risposta emergenziale a presidio strutturale, credibile e coerente con il diritto della crisi assicurativa, idoneo a bilanciare la tutela degli assicurati, la disciplina di mercato e il coordinamento multilivello.

⁵¹ V. J. ZSCHIESCHE SÁNCHEZ, *Commento all'art. 99*, in P. Marano - M. Kozińska (eds), *The Insurance Recovery*, cit., 551 ss. ove si evidenzia come la clausola di revisione della direttiva apra espressamente alla valutazione di ulteriori interventi di armonizzazione, inclusi quelli relativi ai meccanismi di finanziamento della crisi e alla definizione del perimetro della tutela degli assicurati.

Il TUF riformato e il ruolo delle banche tra vigilanza e mercati: dalla Legge Capitali alla nuova *governance* delle società quotate

SOMMARIO: 1. Premessa: dal TUF “dei mercati” al TUF “delle banche” dopo la Legge Capitali. – 2. La riforma dei mercati dei capitali: obiettivi della delega e perimetro del decreto 2026. – 3. Mercati, OPA e scelte di quotazione: il ruolo “di mercato” delle banche. – 4. Banche come utenti delle infrastrutture di mercato tra TUF riformato ed EMIR 3.0. – 5. Distribuzione di prodotti finanziari e *product governance* bancaria nel nuovo assetto TUF–MiFID–MiFIR. – 6. Banche come emittenti di strumenti finanziari nel TUF riformato. – 7. *Governance* delle società quotate: nuovi equilibri tra autonomia statutaria, organi sociali, azionisti e vigilanza. – 7.1. Composizione qualitativa dei consigli e indipendenza. – 7.2. Modelli di amministrazione e controllo e specificità bancarie. – 7.3. Sistemi di controllo interno, comitati e organo di controllo. – 7.4. Assemblee, azionisti e attivismo. – 7.5. Politiche di remunerazione e allineamento con la disciplina prudenziale. – 8. Idoneità degli esponenti bancari e intreccio TUF–CRD–*soft law* europea. – 9. Considerazioni conclusive: verso quale modello di banca “di mercato” vigilata?

1. Premessa: dal TUF “dei mercati” al TUF “delle banche” dopo la Legge Capitali

L’ultima stagione di riforma del Testo unico della finanza segna un punto di svolta – per molti versi preannunciato dalla stratificazione di interventi degli ultimi anni – nella traiettoria del diritto dei mercati italiani. Per lungo tempo, sin dall’emanazione del TUF nel 1998, la percezione dominante, tanto in dottrina quanto nella prassi, è stata quella di un testo dedicato in via primaria agli emittenti, alle regole di trasparenza e correttezza dei mercati e alle infrastrutture di scambio, con le banche collocate sullo sfondo come meri fornitori di servizi di investimento e di negoziazione. Il TUF veniva così letto come “codice dei mercati”, mentre l’identità regolatoria della banca continuava a trovarsi essenzialmente nel Testo unico bancario e nella normativa prudenziale ad esso connessa¹.

¹ Cfr., in generale, C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, Milano, 2012, spec. 17 ss.; P. MONTALENTI, *Società quotate, mercati finanziari e tecniche di regolazione*, in *Società per azioni, governance e mercati finanziari*, Milano, 2011, 12 ss.; G. PRESTI, *Vent’anni vissuti pericolosamente. TUF e codice civile: una convivenza difficile*, in *Analisi giur. econ.*, 2019, 473 ss.; E. GINEVRA, *Le*

L'evoluzione normativa degli ultimi quindici anni – segnata dalla crisi del debito sovrano europeo, dall'istituzione dell'Unione bancaria, dall'irrobustimento dei requisiti prudenziali (CRD/CRR) e dall'entrata in vigore della MiFID II/MiFIR – ha però progressivamente eroso questa separazione. Infatti, l'implementazione di regole di condotta sempre più pervasive verso la clientela, il rafforzamento dei presidi organizzativi interni, la disciplina dettagliata delle infrastrutture di mercato hanno fatto emergere la banca non più come un semplice "utente" del TUF, ma come uno dei principali destinatari delle sue prescrizioni².

In questo contesto, la Legge n. 21/2024 ("Legge Capitali") e il recentissimo decreto legislativo attuativo dell'art. 19 approvato dal Consiglio dei Ministri n. 166 del 27 marzo 2026 segnano un ulteriore passo avanti: essi intervengono contemporaneamente sul TUF e sul Codice civile, riformando la disciplina dei mercati dei capitali e quella delle società di capitali (con *focus* sulle società quotate) e incidono in modo significativo sul ruolo delle banche come intermediari vigilati "di mercato"³.

società di capitali "aperte" tra codice civile e TUF, in *Giur. Comm.*, 2022, I, 868 ss. Sul dialogo tra diritto speciale bancario e diritto societario generale, con particolare riguardo alla *corporate governance* degli intermediari, v. 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*, a cura di V. CALANDRA BUONAURA, Milano, 2014, 7 ss.; ID., *Amministrazione e controllo nella società per azioni tra codice civile e ordinamento bancario*, in AA.VV., *Il governo delle banche*, a cura di A. PRINCIPE, Milano, 2015, 53 ss.

² In argomento v. M. CIAN, *L'informazione nella prestazione dei servizi d'investimento: gli obblighi degli intermediari*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. GABRIELLI – R. LENER, Torino, 2011, 213 ss.; P. LUCANTONI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *I contratti del mercato finanziario*, cit., 239 ss.

³ Cfr. Legge 5 marzo 2024, n. 21, "Interventi a sostegno della competitività dei capitali e delega al Governo per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile, per la modifica delle disposizioni del codice di procedura civile in materia di arbitrato societario, nonché per la modifica di ulteriori disposizioni vigenti al fine di assicurarne il miglior coordinamento, nonché delega al Governo per la riforma organica e il riordino del sistema sanzionatorio", in G.U. 12 marzo 2024, n. 60, spec. art. 19.

Il TUF si presenta così come un corpo normativo che non solo regola il funzionamento dei mercati, ma definisce direttamente l'assetto organizzativo, la *governance* e i profili di vigilanza degli intermediari bancari attivi sui mercati. In questa prospettiva, è possibile parlare – con cautela ma, reputo, non senza fondamento – di un passaggio dal “TUF dei mercati” al “TUF delle banche”, nel senso di un testo che contribuisce a modellare il profilo di rischio complessivo, i sistemi di controllo interno e le scelte di *funding* delle banche.

La banca appare dunque come punto di incrocio di tre dimensioni normative: quella tradizionale creditizia (disciplinata dal TUB e dalla normativa prudenziale), quella “di mercato” (disciplinata dal TUF, dai regolamenti MiFID/MiFIR, EMIR, CSDR), e quella societaria (disciplinata dal Codice civile e dalle norme speciali sulle quotate). A differenza del passato, in cui queste dimensioni potevano essere studiate separatamente, oggi esse convergono sul medesimo soggetto – la banca e il gruppo bancario – determinando un intreccio di regole, controlli e aspettative che l'interprete deve analizzare in chiave sistematica⁴.

La collocazione della riforma nel quadro della *Capital Markets Union* consente di comprendere meglio questa trasformazione. La strategia europea mira a ridurre la dipendenza delle imprese dal credito bancario e a favorire il finanziamento diretto tramite i mercati dei capitali; ciò richiede, tuttavia, che gli intermediari – e *in primis* le banche – svolgano una funzione più intensa di canalizzazione del risparmio verso strumenti di *equity* e debito negoziati, partecipando attivamente a tutte le fasi della catena finanziaria⁵.

⁴ Cfr. D.lgs. 9 febbraio 2026, n. 28, “Adeguamento del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, alle disposizioni dei regolamenti (UE) 2023/2631, (UE) 2023/2845, (UE) 2024/791, (UE) 2024/2987, e recepimento delle direttive (UE) 2023/2864 e (UE) 2024/790, nonché disposizioni integrative e correttive della disciplina prevista dal decreto legislativo 4 settembre 2024, n. 128, per l'attuazione della direttiva (UE) 2021/2101”, in G.U. 5 marzo 2026, n. 53.

⁵ Ovvero, *origination*, strutturazione, distribuzione, negoziazione, *post-trading*. Sul nesso tra sviluppo dei mercati dei capitali ed efficienza allocativa, v. E.F. FAMA, *Efficient Capital Markets: A Review of the Theory and Empirical Work*, in *J. Fin.*, 1970, 383 ss.; F.H. EASTERBROOK – D.R. FISCHER, *L'economia delle società per azioni*, Milano, 1996, 5 ss.; R. KRAAKMAN – J. ARMOUR – P. DAVIES – L. ENRIQUES

È quindi in questo spazio di tensione – tra esigenze di sviluppo dei mercati e obiettivi di stabilità finanziaria – che la riforma del TUF si colloca, con un potenziale di trasformazione del modello di banca italiana che merita di essere esplorato in modo sistematico.

2. La riforma dei mercati dei capitali: obiettivi della delega e perimetro del decreto 2026

Come si è ricordato, l'art. 19 della Legge 21/2024 conferisce al Governo una delega ampia per la revisione organica del TUF e di segmenti significativi della disciplina codicistica delle società di capitali, con una serie di principi e criteri direttivi chiaramente orientati al rafforzamento del ruolo dei mercati dei capitali nell'economia italiana.

Tra i principali obiettivi indicati dal legislatore si possono ricordare: (i) favorire l'accesso delle imprese, in particolare PMI, ai mercati regolamentati e ai sistemi multilaterali di negoziazione, semplificando procedure e riducendo oneri informativi non essenziali; (ii) accrescere l'attrattività del mercato dei capitali italiano, in una prospettiva comparata europea; (iii) consolidare la tutela degli investitori, specie *retail*, in un contesto di crescente complessità dei prodotti; (iv) migliorare il coordinamento della normativa interna con il diritto europeo e con le iniziative di *Capital Markets Union*. Sotto il profilo sistematico, tuttavia, l'enfasi su accesso, attrattività e semplificazione non è priva di contro-indicazioni, perché si inserisce in un quadro già caratterizzato da una forte densità regolatoria e da un intreccio multilivello di fonti, nel quale il rischio di sovrapposizioni e di incoerenze applicative non può essere escluso.

La scelta di valorizzare il compito dei mercati dei capitali per il finanziamento delle imprese, anche di minori dimensioni, si colloca nel solco di quella lettura “pro-mercato” dell'ordinamento che vede nelle infrastrutture di mercato e nella *corporate governance* delle società quotate snodi centrali per la competitività del sistema⁶.

– H. HANSMANN – G. HERTIG – K.J. HOPT – H. KANDA – M. PARGENDLER – W.-G. RINGE – E. ROCK, *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford, 2017, 18 ss.

⁶ In tal senso già M. BELCREDI, *Una valutazione economico finanziaria della legge capitali alla luce della competizione tra ordinamenti*, in *Commentario alla legge capitali* (Legge 5 marzo 2024, n. 21), a cura di P. MARCHETTI – M. VENTORUZZO,

Il decreto legislativo approvato il 27 marzo 2026 dà attuazione a tali obiettivi intervenendo su più piani. Da un punto di vista sistematico, si possono individuare alcune direttrici principali⁷:

a) Mercati e sistemi di negoziazione: ridefinizione delle categorie e dei requisiti delle sedi di negoziazione, con particolare attenzione ai segmenti per PMI, adeguamento a MiFID II/MiFIR, introduzione di regole più omogenee su trasparenza e struttura del mercato, poteri dei gestori⁸.

b) OPA e operazioni straordinarie: razionalizzazione delle soglie di OPA obbligatoria, revisione delle ipotesi di esenzione, interventi procedurali su tempi, informativa e rapporti con Consob, per coniugare tutela dei minoritari e flessibilità delle operazioni.

c) Società che ricorrono al mercato del capitale di rischio e diritto societario: modifiche al TUF e al Codice civile su organi sociali, modelli di amministrazione e controllo, sistemi di controllo interno, assemblee, remunerazione degli esponenti, rafforzando l'aggancio al Codice di *Corporate Governance*⁹.

d) *Enforcement* e sanzioni: aggiornamento del quadro sanzionatorio amministrativo e penale, razionalizzazione dei poteri e dei procedimenti delle autorità di vigilanza, potenziamento della cooperazione con autorità europee.

La scelta di concentrare in un unico intervento la riforma del TUF e l'adeguamento delle norme codicistiche sulle società di capitali riflette la consapevolezza che diritto dei mercati e diritto societario delle quotate costituiscano ormai un sottosistema integrato, nel quale profili

Pisa, 2024, 217 ss.; Assonime, *Circolare n. 6 del 13 marzo 2024, Legge 5 marzo 2024, n. 21: interventi a sostegno della competitività del mercato dei capitali*, 103 ss.

⁷ Per una prima ricognizione sistematica delle modifiche introdotte dal d.lgs. 28/2026 al TUF, v. *Il TUF adeguato alle nuove disposizioni UE*, in *dirittobancario.it*, 5 marzo 2026.

⁸ Cfr. F. ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, in *Riv. soc.*, 2018, 1100 ss.

⁹ Cfr., in argomento, AA.VV., *Società bancarie e società di diritto comune. Elasticità e permeabilità dei modelli*, in *Dir. banc. fin.*, 2016, 717 ss.; S. ALVARO – D. D'ERAMO – G. GASPARRI, *Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate. Aspetti comparatistici e linee evolutive*, in *Riv. dir. soc.*, 2015, 637 ss.

organizzativi, di verifica e di trasparenza sono funzionali al buon funzionamento dei mercati e alla salvaguardia degli investitori¹⁰.

Per le banche, tale intervento “a tutto campo” comporta una duplice implicazione: da un lato, in quanto intermediari che operano sui mercati, sono direttamente interessate dalle regole su mercati, OPA e infrastrutture; dall’altro, in quanto emittenti quotati o potenziali tali, sono soggette alle nuove regole di *governance* e di trasparenza, che si intrecciano con i requisiti prudenziali e con la vigilanza dell’Unione bancaria¹¹. Ne deriva, peraltro, un assetto complessivo per gli intermediari bancari nel quale le scelte di mercato (su OPA, quotazioni, infrastrutture, prodotti) non sono più leggibili solo in chiave di competitività, ma devono essere valutate alla luce di un quadro cumulativo di vincoli prudenziali e societari, con possibili tensioni tra obiettivi di sviluppo dei mercati e obiettivi di stabilità del sistema.

3. Mercati, OPA e scelte di quotazione: il ruolo “di mercato” delle banche

Sul versante delle OPA, la riforma interviene su elementi che, nella disciplina previgente, erano fonte di incertezza e contenzioso: soglia di partecipazione che determina l’obbligo di offerta, modalità di computo delle partecipazioni rilevanti, catalogo delle esenzioni, rapporti con operazioni complesse che coinvolgono ristrutturazioni di gruppi bancari e finanziari¹².

¹⁰ In argomento v. P. MONTALENTI, *Società quotate, mercati finanziari e tecniche di regolazione*, cit., 14 ss.; L. ENRIQUES, *Società per azioni*, in *Enc. Dir.*, Annali, X, 2017, 968 ss.; M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Testo unico finanziario*, a cura di M. CERA – G. PRESTI, Bologna, 2020, 1227 ss.

¹¹ Sul tema cfr. M. E. SALERNO, *La distribuzione della vigilanza prudenziale nell’ambito del meccanismo di vigilanza unico: alla ricerca di un criterio alternativo a quello basato sulla significatività*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2025, I, 760 ss.; M. MACCHIA, *Unione bancaria e competenza della Banca d’Italia come autorità di vigilanza e di risoluzione*, in *Il diritto bancario europeo. Problemi e prospettive*, a cura di M.P. CHITI – V. SANTORO, Pisa, 2022, 240 ss.

¹² Sul nesso tra disciplina delle OPA e contendibilità, v. L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori. La disciplina dell’opa obbligatoria*, Bologna, 2009; ID., *La disciplina delle difese contro le OPA (e le non-OPA)*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, 134 ss. Sul ruolo delle OPA nella disciplina delle società quotate e sull’intreccio tra tutela dei soci di minoranza, ristrutturazioni societarie e *governance*

Per gli intermediari bancari, che tradizionalmente svolgono il ruolo di *advisor*, coordinatori e garanti nelle OPA, tali modifiche comportano un rafforzamento della responsabilità informativa e della necessità di presidi organizzativi adeguati. La banca-*advisor* deve valutare non solo gli aspetti finanziari dell'operazione, ma anche la coerenza con il quadro regolatorio, la corretta individuazione dei casi di OPA obbligatoria o volontaria, la trasparenza dei rapporti con l'offerente, l'assenza di conflitti di interesse non gestiti.

La banca-finanziatrice, a sua volta, si trova esposta, oltre che al rischio di credito, al rischio reputazionale e di condotta, dovendo assicurare che la struttura di finanziamento non alteri la correttezza dell'operazione e non ponga in discussione la tutela dei minoritari. Il TUF riformato, pur non "tipizzando" la banca come garante pubblico dell'operazione, rafforza indirettamente questa funzione attraverso obblighi informativi e di tracciabilità dei conflitti, la cui violazione può essere oggetto di sanzioni e rilievi di vigilanza.

Sul fronte delle quotazioni, le misure pro-quotazione introdotte in attuazione della Legge Capitali – riduzione di alcuni oneri informativi, semplificazioni procedurali per PMI, maggiore flessibilità statutaria (ad es. in tema di categorie di azioni, meccanismi di voto plurimo, clausole di gradimento nei limiti consentiti) – assegnano alle banche un ruolo ancora più intenso di "porta d'accesso" al mercato. Non si tratta solo di mettere a disposizione *know-how* tecnico nella redazione di prospetti o documenti di ammissione, ma di valutare la "maturità" delle imprese clienti a sostenere nel tempo la vita da quotata: *governance*, sistemi di controllo, capacità di fornire informativa continua al mercato, sensibilità agli *standard* ESG richiesti dagli investitori istituzionali¹³.

In questa prospettiva, le banche assumono una funzione di *gatekeeper* dei mercati, complementare a quella dell'autorità di

degli emittenti, v. AA.VV., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, in *Giur. Comm.*, 2015, I, 211 ss.; F. BONELLI – M. DE ANDRÉ, *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento*, Milano, 1990.

¹³ Sul rapporto tra informazione non finanziaria, sostenibilità e interesse sociale, M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019, 1025 ss.; ID., *Sostenibilità ed engagement degli azionisti istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2021, 1350 ss.; M. RESCIGNO, *Note sulle "regole" dell'impresa "sostenibile": dall'informazione non finanziaria all'informativa sulla sostenibilità*, in *Studi in onore di P. MONTALENTI*, I, Torino, 2022, 194 ss.

vigilanza: la loro capacità di selezionare, accompagnare e monitorare le emittenti contribuisce alla qualità complessiva del listino e alla fiducia degli investitori nel mercato domestico. Il TUF riformato consolida questa funzione, inserendola in un quadro in cui l'intermediario non è solo regolato, ma chiamato a partecipare attivamente alla realizzazione delle finalità di politica economica sottese alla Legge Capitali.

4. *Banche come utenti delle infrastrutture di mercato tra TUF riformato ed EMIR 3.0*

Un fronte peculiare, ma centrale per comprendere la dimensione “di mercato” delle banche, è quello delle infrastrutture di mercato: mercati regolamentati, MTF, controparti centrali di compensazione (CCP), depositari centrali (CSD), sistemi di regolamento titoli. La riforma del TUF interviene sulla disciplina delle sedi di negoziazione e, in coordinamento con EMIR 3.0 e CSDR, sulle condizioni di accesso e permanenza alle CCP e ai CSD, con particolare riguardo ai requisiti organizzativi e prudenziali dei partecipanti¹⁴.

Le banche che assumono il compito di *clearing members* presso le CCP si trovano esposte a rischi di controparte e di *concentration risk* che possono avere rilievo sistemico, come dimostrato da recenti episodi di *stress* sui mercati dei derivati. Il TUF riformato, recependo le spinte europee a rafforzare la resilienza delle infrastrutture, richiede a tali intermediari di dotarsi di sistemi di gestione del collaterale avanzati, di scenari di *stress test*, di procedure di *default management* coerenti con i piani delle CCP, integrando in modo stretto funzioni di *front-office* e di *risk management*¹⁵.

Per effetto di ciò, la disciplina delle infrastrutture non può più essere letta come un “corpo separato” rispetto al diritto bancario. Le scelte del TUF in tema di accesso alle CCP e ai CSD, di requisiti per i partecipanti, di poteri delle autorità di vigilanza sulle infrastrutture si riflettono

¹⁴ Per una lettura della *governance* bancaria che valorizza il ruolo delle funzioni di controllo e dei profili organizzativi, v. C. AMATUCCI, *Vigilanza, gestione dei rischi e responsabilità degli amministratori di società quotate*, in *Riv. soc.*, 2015, 363 ss.

¹⁵ Per un quadro delle elaborazioni dottrinali sviluppatesi dopo la crisi in tema di “buona *governance*” delle banche, v. K.J. HOPT, *Better Governance of Financial Institutions*, in AA.VV., *Handbuch Corporate Governance von Banken*, 2013, 190 ss.; F. VELLA, *Capitalismo e finanza*, Bologna, 2011.

direttamente sull'assetto organizzativo e patrimoniale delle banche partecipanti e vengono valutate, a loro volta, alla luce dei parametri di sana e prudente gestione e delle metriche SREP adottate dalle autorità prudenziali¹⁶.

La banca "di mercato", in questa chiave, è una banca che partecipa in modo attivo e consapevole alla vita delle infrastrutture, accettando che la propria strategia di *business* sia condizionata dalla capacità di sostenere i requisiti di capitale, di liquidità e di *governance* richiesti da tale partecipazione. Non è escluso che, in futuro, la combinazione tra TUF riformato, EMIR 3.0 e normative SREP possa guidare anche scelte di specializzazione degli intermediari: alcune banche potrebbero progressivamente ridurre il proprio coinvolgimento diretto nelle CCP, appoggiandosi ad altri intermediari, per contenere l'assorbimento di capitale e la complessità organizzativa.

5. Distribuzione di prodotti finanziari e product governance bancaria nel nuovo assetto TUF–MiFID–MiFIR

Sul fronte dei rapporti banca-clientela, il TUF riformato si inserisce in un processo già ampiamente avviato, ma tutt'altro che concluso, di rafforzamento degli obblighi di *product governance* nella distribuzione di strumenti e prodotti finanziari¹⁷. L'implementazione di MiFID II e l'adozione delle linee guida ESMA hanno reso chiaro che l'intermediario non è responsabile solo della correttezza della vendita,

¹⁶ Sul rapporto tra regole speciali di governo societario delle banche e diritto societario generale, v. A. MIRONE, *Regole di governo societario e assetti statutari delle banche tra diritto speciale e diritto generale*, in *Orizzonti*, 2017, 33 ss.

¹⁷ Sul passaggio dalla tutela informativa alla logica di *product governance* nella regolazione dei rapporti tra intermediari e clientela, v. A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Dalla tutela informativa alla product governance: nuove strategie regolatorie dei rapporti tra clientela e intermediari finanziari*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2016, 3 ss. D'altro canto, anche questo va considerato, per il consumatore, il conto corrente bancario è diventato quasi uno "strumento sociale", senza il quale non si è più in grado di porre in essere (né di continuare) rapporti economici o lavorativi; così, U. MORERA, *Sull'inesistenza di un diritto al conto corrente bancario in capo ai "non consumatori"*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, I, 539 ss.

ma anche della coerenza del prodotto rispetto alle esigenze del *target* di clientela e alla posizione complessiva del portafoglio¹⁸.

La riforma del TUF, pur non riscrivendo *ex novo* la disciplina, interviene su alcuni snodi capaci di incidere sulla responsabilità degli intermediari. Si pensi, ad esempio:

- all’esplicito collegamento tra obblighi di *product governance* e sistemi di controllo interno, con la conseguente possibilità che carenze nella progettazione o nel monitoraggio dei prodotti siano lette come indici di inadeguatezza dell’assetto organizzativo ai fini della vigilanza;
- alla razionalizzazione del quadro sanzionatorio, che può valorizzare, nelle valutazioni di illiceità, la mancata attivazione di presidi *ex ante* ed *ex post* di *product oversight*;
- al coordinamento con le regole di informativa societaria e di trasparenza sui prodotti complessi, specie nel caso in cui le banche siano, al contempo, emittenti e distributori degli strumenti offerti alla propria clientela.

Per le banche, ciò comporta la necessità di integrare ancora di più funzioni tradizionalmente distinte: la funzione di finanza strutturata (che concepisce i prodotti), la rete commerciale (che li distribuisce), la

¹⁸ In argomento v. F. BAGNI, *La gestione del rapporto banca-cliente: un’analisi (anche) empirica del contenzioso bancario fra modalità di gestione e competenze*, in *Judicium.it*, 13 settembre 2019, ove anche un’esaustiva analisi delle diverse cause che possono dare origine ai contenziosi tra cliente e banca; U. MORERA, *La banca nella “percezione” della clientela. Elementi di educazione finanziaria*, in questa *Rivista*, 2025, 447 ss. Si sottolinea, inoltre, come il Regolamento 2021/1253/UE integri le «preferenze di sostenibilità» del cliente nella «valutazione di adeguatezza finanziaria» dei servizi di investimento ad elevato valore aggiunto (consulenza finanziaria e gestione di portafogli); trattasi del Regolamento delegato 2021/1253/UE, che ha modificato il regolamento deleg. 2017/565/UE (*MiFID II*), per quanto riguarda l’integrazione di fattori di sostenibilità, rischi di sostenibilità e preferenze di sostenibilità nei requisiti organizzativi delle attività delle imprese di investimento, e ha sostituito l’art. 54, par. 9, *MiFID II*, in punto di profilo del cliente, prevedendo l’obbligo per gli intermediari di verificare i suoi obiettivi d’investimento *anche* alla luce di preferenze di sostenibilità; del Regolamento delegato 2021/1255/UE, che integra rischi e fattori di sostenibilità tra i requisiti organizzativi dei gestori di fondi di investimento alternativi; del Regolamento delegato 2021/1256/UE, che integra i rischi di sostenibilità nel governo delle impresa-assicurazione e riassicurazione; del Regolamento delegato 2021/1257/UE, che ha modificato il Regolamento delegato 2017/235/UE integrando fattori di sostenibilità, rischi di sostenibilità e preferenze di sostenibilità nei requisiti in materia di controllo e governo del prodotto per le imprese assicurative e i distributori di prodotti assicurativi.

funzione di *risk management* (che ne valuta l'impatto sui profili di rischio dell'intermediario e dei clienti), la *compliance* (che verifica l'aderenza alla normativa), l'IT (che implementa sistemi di profilazione e monitoraggio). La *product governance* diventa, così, non una mera "etichetta" di conformità, ma un processo trasversale che condiziona la stessa strategia di sviluppo prodotto della banca.

In questo quadro, la banca di mercato emerge come soggetto tenuto a bilanciare obiettivi di innovazione (pensiamo ai prodotti strutturati, agli strumenti ESG, alle soluzioni miste bancario-assicurative) con un'articolata rete di vincoli regolatori, sotto lo sguardo attento delle autorità di vigilanza e del contenzioso potenziale in caso di *misselling*.

6. Banche come emittenti di strumenti finanziari nel TUF riformato

Accanto al ruolo di intermediari e di utenti delle infrastrutture, le banche assumono una funzione sempre più rilevante come emittenti di strumenti finanziari disciplinati dal TUF: obbligazioni bancarie (anche strutturate), strumenti di capitale (azioni, strumenti ibridi), *covered bonds*, certificati e altri prodotti complessi destinati alla clientela *retail* o professionale¹⁹.

Il TUF riformato – in coordinamento con il regolamento Prospetto e con la normativa europea su requisiti di capitale e MREL/TLAC – incide su tale dimensione sotto diversi profili:

- rafforzando gli obblighi di informativa precontrattuale sugli strumenti emessi, con particolare attenzione a rischi, scenari di *performance*, struttura dei costi e impatti sul profilo di rischio dell'investitore;
- richiedendo maggiore trasparenza sulle finalità dell'emissione (*funding* ordinario, rafforzamento patrimoniale, copertura di rischi specifici) e sulle eventuali implicazioni prudenziali per la banca (ad es.

¹⁹ Sul ruolo degli strumenti di capitale ibridi e delle passività bail-in-able nella struttura finanziaria delle banche, v. E. AVGOULEAS, *Bank Resolution: A Legal and Economic Analysis*, Cambridge, 2022, 115 ss.; U. BINDSEIL – J. SCHAAF, *The Optimal Bail-in Tool and Bank Resolution*, in *J. Fin. Reg.*, 2020, 45 ss.; EBA, *Final Report on MREL and TLAC Monitoring*, 3 maggio 2024, spec. 10 ss., che evidenziano l'impatto delle nuove soglie MREL/TLAC sulla composizione del *funding* bancario e sulla progettazione degli strumenti subordinati.

strumenti computabili nel capitale regolamentare o nei cuscinetti di assorbimento perdite);

– coordinando la disciplina delle emissioni con le regole di *product governance* e di conflitti di interesse, specialmente quando la banca colloca prevalentemente presso la propria clientela i titoli di propria emissione.

Per le banche italiane – tradizionalmente molto attive nell’emissione di obbligazioni collocate al dettaglio – questo comporta una trasformazione del modello di *funding*: l’emissione di strumenti destinati alla clientela *retail* deve confrontarsi con requisiti informativi e di coerenza con il profilo degli investitori significativamente più stringenti, mentre l’accesso al mercato istituzionale, se agevolato da alcune semplificazioni della Legge Capitali, richiede al contempo livelli di trasparenza e di struttura dei poteri allineati alle aspettative degli investitori professionali.

La banca “emittente” si trova dunque a operare su un crinale delicato: da un lato, gli strumenti di debito e ibridi rappresentano una componente essenziale delle strategie di capitale e di gestione delle scadenze; dall’altro, il loro collocamento presso la clientela espone l’intermediario a rischi reputazionali e di responsabilità, ove l’informativa e la valutazione di adeguatezza non siano uniformate alle migliori prassi.

Inoltre, il coordinamento tra disciplina TUF e normativa prudenziale su strumenti di capitale e passività assorbibili (AT1, T2, strumenti *bail-in-able*) fa sì che il disegno dei prodotti emessi non sia più governato solo da considerazioni di mercato, ma anche da logiche di stabilità sistemica e di gestione delle crisi bancarie. Il TUF, in questo senso, concorre a definire le condizioni alle quali la banca può reperire capitali sul mercato in forme che soddisfino simultaneamente gli obiettivi di *funding*, di *compliance* prudenziale e di tutela degli investitori.

7. Governance delle società quotate: nuovi equilibri tra autonomia statutaria, organi sociali, azionisti e vigilanza

La riforma del TUF e delle disposizioni codicistiche sulle società di capitali incide in modo particolarmente significativo sulla *governance* delle società emittenti, e dunque, indirettamente ma in modo incisivo,

su quella delle banche che rivestono questa qualifica. L'intervento legislativo si colloca nel solco di un'evoluzione già in atto da tempo, guidata dal Codice di *Corporate Governance*, dalle raccomandazioni europee e dalla giurisprudenza di mercato, ma ne accentua alcuni tratti, traducendo in norme vincolanti regole e prassi che finora avevano natura prevalentemente *soft law*²⁰.

L'obiettivo dichiarato è quello di rafforzare la qualità degli organi sociali, l'efficacia dei sistemi di controllo interno e il ruolo degli azionisti, in un quadro di maggiore trasparenza e responsabilizzazione degli esponenti aziendali. Per le banche quotate, ciò implica un allineamento più stretto tra disciplina societaria e disciplina prudenziale, con effetti non trascurabili sul margine di discrezionalità degli azionisti e dei *board* nella definizione degli assetti di governo societario²¹.

7.1. *Composizione qualitativa dei consigli e indipendenza*

Un primo fronte di intervento riguarda la composizione dei consigli di amministrazione. La riforma, da un lato, recepisce e rafforza le indicazioni del Codice di *Corporate Governance* in tema di indipendenza, diversità e competenze dei componenti; dall'altro, introduce regole più chiare e stringenti sul numero minimo di

²⁰ Peraltro, ciò determina un ulteriore scivolamento di elementi originariamente affidati all'autoregolamentazione e al dialogo tra emittenti e investitori verso un quadro più rigidamente normato, con conseguente riduzione, almeno potenziale, degli spazi di adattamento flessibile degli assetti di *governance* alle specificità di ciascuna impresa, in particolare bancaria. Cfr. P. VALENSISE, *Brevi cenni sull'universo, ovvero spunti su tendenze e problematiche fluidità rivenienti da esperienze applicative di corporate governance, dal Codice civile al TUF, passando per il Codice della crisi*, in *Giur. Comm.*, 2025, I, 711 ss.

²¹ Per una lettura d'insieme, con particolare riferimento al ruolo delle minoranze, v. A. MAZZONI, *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, in *Giur. Comm.*, 1998, I, 486 ss.; A. MAZZONI – A. CERRAI, *La tutela del socio e delle minoranze*, in *Riv. soc.*, 1993, 1 ss.; C. ANGELICI, *Le minoranze nel decreto 58/1998: "tutela" e "poteri"*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, I, 207 ss.; F. BARACHINI, *Tutela delle minoranze e funzione gestoria*, in AA.VV., *La tutela del socio e delle minoranze. Studi in onore di Alberto Mazzoni*, Torino, 2018, 91 ss.

amministratori indipendenti, sui criteri per la valutazione dell'indipendenza e sui limiti al cumulo di incarichi²².

Nel caso delle banche, questi profili assumono una rilevanza particolare. Da tempo la normativa prudenziale richiede che il *board* nel suo complesso presenti una composizione adeguata in termini di competenze tecnico-professionali (finanza, rischi, IT, ESG, *compliance*), esperienza, indipendenza di giudizio, disponibilità di tempo. Il TUF riformato e le modifiche al Codice civile accentuano questa linea, spostando l'attenzione dal mero rispetto formale di requisiti minimi alla qualità complessiva del consiglio come organo in grado di comprendere la complessità dell'attività svolta, di interrogare criticamente il *management* e di dialogare con le autorità e con il mercato²³.

L'indipendenza, in particolare, non viene più concepita solo come assenza di legami economici o familiari con l'emittente o i suoi azionisti di controllo, ma anche come effettiva capacità di esercitare un giudizio autonomo, non condizionato dalle strutture interne o da interessi esterni²⁴. Ciò richiede che i processi di autovalutazione del *board* e di selezione dei candidati (specie nelle liste presentate dal consiglio uscente) siano sostanziali e non meramente formali, e che siano

²² Sul versante della composizione qualitativa dei consigli e dell'indipendenza, per un inquadramento dei criteri dettati dal Codice di *corporate governance* e della loro applicazione pratica, v. M. IRRERA, *Profili di corporate governance della società per azioni tra responsabilità, controlli e bilancio*, Milano, 2009, 140 ss.; P. VALENSISE, *Indipendenza, indipendenze degli amministratori di società per azioni quotate: essere e/o agire?*, in *Analisi giur. econ.*, 2022, 419 ss.; U. TOMBARI, *Riflessioni sulle "funzioni" degli amministratori "non esecutivi" e sull'"amministrazione" nella S.p.a. quotata*, in *Riv. dir. soc.*, 2020, 323 ss.

²³ Sul ruolo degli amministratori indipendenti e sulla loro funzione di presidio nell'ambito del sistema dei controlli, v. U. TOMBARI, *Amministratori indipendenti, "sistema dei controlli" e corporate governance: quale futuro?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, I, 519 ss.

²⁴ Per una prospettiva generale sui doveri fiduciari, T. FRANKEL, *Fiduciary Law*, in *Cal. L. Rev.*, 1983, 795 ss.; D.A. DEMOTT, *Breach of Fiduciary Duty: On Justifiable Expectations of Loyalty and Their Consequences*, in *Ariz. L. Rev.*, 2006, 925 ss.; R. FLANNIGAN, *The Economics of Fiduciary Accountability*, in *Del. J. Corp. L.*, 2007, 393 ss.; G. TEUBNER, *Corporate Fiduciary Duties and their Beneficiaries*, in K.J. HOPT – G. TEUBNER (a cura di), *Corporate Governance and Directors' Liabilities*, Berlin–New York, 1985, 166 ss.

documentate le ragioni per cui si ritiene che il consiglio nel suo complesso sia “idoneo” a svolgere le proprie funzioni.

Per le banche quotate, che spesso operano in gruppi complessi e in contesti internazionali, ciò implica una revisione non episodica, ma continuativa, della composizione del consiglio di amministrazione, valorizzando profili con esperienza in materia di rischi, di innovazione tecnologica e digitale, di sostenibilità, di gestione delle crisi, in coerenza con gli orientamenti delle autorità di vigilanza²⁵.

7.2. *Modelli di amministrazione e controllo e specificità bancarie*

Un secondo profilo riguarda i modelli di amministrazione e controllo. Il nostro ordinamento, com'è noto, consente da tempo la scelta tra modello tradizionale, monistico e dualistico. La riforma del 2026 non introduce alcun nuovo modello, ma interviene per chiarire alcuni aspetti del funzionamento dei modelli alternativi, in particolare del dualistico, al fine di rendere più agevole la loro adozione da parte di emittenti complessi, tra cui le banche.

Per le banche, il tema dei modelli non è meramente formale. Il sistema tradizionale, ancora largamente prevalente, presenta – come è noto – una chiara ripartizione di ruoli tra consiglio di amministrazione e collegio sindacale (e comitati interni), ma può risultare meno flessibile nel caso di gruppi di grandi dimensioni, nei quali la distinzione tra funzioni gestionali e funzioni di supervisione strategica tende a sfumare²⁶. L'assetto dualistico, invece, offre una separazione più netta tra organo di gestione (consiglio di gestione) e organo di sorveglianza (consiglio di sorveglianza), avvicinandosi a schemi più diffusi in altri

²⁵ Sull'evoluzione della disciplina dell'equilibrio di genere negli organi delle società quotate e pubbliche v. U. MORERA, *Sulle ragioni dell'equilibrio di genere negli organi delle società quotate e pubbliche*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, II, 155 ss.; nonché AA.VV., *Speriamo che sia femmina: l'equilibrio fra i generi nelle società quotate e a controllo pubblico nell'esperienza italiana e comparata*, a cura di M. CALLEGARI – E. DESANA – M. SARALE, Torino, 2021. Per gli sviluppi europei, cfr. C. GARILLI, *La direttiva sull'equilibrio di genere negli organi amministrativi delle società quotate*, nota diffusa dall'Associazione Orizzonti del Diritto Commerciale, 14 dicembre 2022.

²⁶ Cfr. S. ALVARO – D. D'ERAMO – G. GASPARRI, *Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate. Aspetti comparatistici e linee evolutive*, in *Quaderni giuridici Consob*, n. 7, 2015, 9 ss., disponibile su consob.it.

Paesi europei (Germania) e potendo risultare in astratto più coerente con il disegno dell'Unione bancaria, che attribuisce grande rilievo alle funzioni di supervisione della strategia e dei rischi²⁷.

La riforma, chiarendo ruoli, responsabilità e flussi informativi tra i due organi del modello dualistico e coordinandoli con la disciplina di vigilanza bancaria, rende più praticabile questa opzione, che sinora aveva trovato scarso successo tra le banche italiane. Resta tuttavia aperta la questione se il passaggio a un sistema alternativo debba essere incentivato, soprattutto per gli intermediari di maggiori dimensioni, o se sia preferibile lasciare piena libertà agli azionisti, confidando nella capacità del diritto societario e della vigilanza prudenziale di correggere le eventuali disfunzioni del modello tradizionale.

7.3. Sistemi di controllo interno, comitati e organo di controllo

Un terzo fronte riguarda i sistemi di controllo interno e il ruolo dei comitati endoconsiliari²⁸. La riforma del TUF rafforza la posizione del comitato controllo e rischi, chiamato non solo a esaminare le principali aree di rischio e i sistemi di controllo, ma anche a interagire in modo strutturato con le funzioni di controllo interno (*risk management*, *compliance*, *internal audit*) e con l'organo di controllo²⁹.

²⁷ Sul maggiore grado di separazione tra gestione e sorveglianza nel sistema dualistico e sulla prossimità agli schemi tedeschi, cfr. F.M. MUCCIARELLI – A. POMELLI, *Sistemi dualistico e monistico di amministrazione e controllo nelle società per azioni*, Torino, 2024, spec. 75 ss. Per un'applicazione specifica al settore bancario, v. M. BROGLI, *Corporate governance e sistema dualistico per banche e assicurazioni*, Roma, 2008, spec. 45 ss., anche alla luce delle disposizioni di vigilanza prudenziale. Sul sistema monistico v., *ex plurimis*, N. ABRIANI, *Corporate governance e sistema monistico: linee evolutive*, in *Riv. soc.*, 2019, 527 ss.; G. BARBARA, *Il sistema monistico: controllo e amministrazione sono sovrapponibili?*, in *Nuovo dir. soc.*, 2024, 4, 540 ss.

²⁸ In argomento cfr. U. TOMBARI, *Amministratori indipendenti, "sistema dei controlli" e corporate governance: quale futuro?*, cit., 519 ss.; G. BARBARA, *Il valore dell'informazione nella governance delle S.p.A., I. Il consiglio di amministrazione*, Torino, 2019.

²⁹ Sul tema cfr. P. MARCHETTI, *Sull'informativa preconsigliare e la sua possibile complessità*, in P. MARCHETTI – F. GHEZZI – R. SACCHI (a cura di), *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati. In ricordo di Guido Rossi*, Milano, 2020, 105 ss.; C. MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, 29 ss.; A. ZOPPINI,

Nelle banche, il comitato rischi – talora distinto dal comitato controllo e rischi – rappresenta da tempo un presidio centrale, alla luce delle disposizioni prudenziali che richiedono un coinvolgimento attivo del *board* nella definizione del profilo di rischio, dell'appetito al rischio (RAF) e delle politiche di gestione dei rischi. La riforma del TUF, allineandosi a tali indicazioni, rende più chiara la responsabilità del *board* e dei comitati nel presidiare i rischi di mercato, di credito, operativi, reputazionali, di *compliance* e, sempre più spesso, i rischi ESG.

L'organo di controllo – collegio sindacale nel modello tradizionale, comitato per il controllo sulla gestione nel monistico, consiglio di sorveglianza nel dualistico – è chiamato ad una cooperazione più intensa con i comitati consiliari e con il revisore legale, in un'ottica di presidio integrato. Per le banche, ciò implica un coordinamento ravvicinato tra funzioni societarie e funzioni di controllo richieste dalla vigilanza bancaria, al fine di evitare duplicazioni o, al contrario, “zone grigie” non presidiate. Anche in questo caso, il TUF tende a farsi veicolo di *standard* prudenziali, incorporando nel diritto societario concetti e strumenti (RAF, ICAAP, ILAAP, *stress test*) originariamente elaborati in sede di vigilanza³⁰.

7.4. *Assemblee, azionisti e attivismo*

La riforma incide anche sulla disciplina delle assemblee e sul ruolo degli azionisti, con l'intento di favorire una partecipazione più consapevole e di rafforzare il dialogo tra emittenti e investitori, specie istituzionali.

Da un lato, vengono semplificate le modalità di intervento a distanza, di rappresentanza e di voto, alla luce dell'esperienza maturata durante la pandemia e della crescente internazionalizzazione dell'azionariato³¹.

Informazione societaria e corporate governance: il dialogo tra l'organo di gestione e il socio di controllo, in U. TOMBARI (a cura di), *Informazione societaria e corporate governance nella società quotata*, Torino, 2018, 85 ss.

³⁰ Sul punto, con specifico riguardo agli intermediari finanziari, v. C. AMATUCCI, *op. cit.*, 363 ss.

³¹ In questa prospettiva si inserisce l'art. 11 della Legge 5 marzo 2024, n. 21 (c.d. Legge Capitali), che ha introdotto nel TUF il nuovo art. 135-*undecies*.1, consentendo alle società con azioni quotate di prevedere statutariamente lo svolgimento delle

Ciò è particolarmente rilevante per le banche, che spesso hanno basi azionarie diffuse e geograficamente disperse, e per le quali la possibilità di coinvolgere attivamente investitori istituzionali e soggetti di *stewardship* (fondi, *asset managers*, fondi pensione) diventa essenziale per la legittimazione delle scelte di *governance*³².

Dall'altro lato, la disciplina delle liste presentate dal consiglio uscente viene meglio coordinata con i meccanismi di voto di lista e con la posizione delle minoranze. La prassi delle "liste del CdA" – divenuta ormai generale nelle grandi quotate e nelle banche – viene riconosciuta e regolata in modo più trasparente, con l'obiettivo di coniugare continuità e responsabilizzazione degli organi uscenti, da un lato, e spazi di rappresentanza per le minoranze, dall'altro³³. Non è però privo di rilievo il fatto che tale soluzione, pur muovendo da esigenze condivisibili, accentui ulteriormente la centralità del consiglio uscente

assemblee con intervento e voto esclusivamente tramite rappresentante designato, anche mediante conferimento di deleghe ai sensi dell'art. 135-*novies* TUF in deroga al limite ordinario posto dall'art. 135-*undecies*, comma 4. Peraltro, il rafforzamento del ruolo del rappresentante designato si inserisce nel più ampio contesto delle politiche di *stewardship* degli investitori istituzionali, segnato – a livello europeo – dalla *Shareholder Rights Directive II* (Direttiva UE 2017/828) e, sul piano domestico, dall'adozione dei Principi italiani di *stewardship* da parte di Assogestioni, che promuovono un esercizio attivo, informato e di lungo periodo dei diritti di voto nelle società quotate. In argomento cfr. S. TURELLI, *Il caleidoscopio del procedimento assembleare: dall'assemblea "a dibattito anticipato" allo schema di riforma del TUF ed oltre*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2025, I, 720 ss.; G. BALP, «Competitività dei capitali» e procedimento assembleare nelle società con azioni quotate, in *Riv. soc.*, 2024, 4, 768 ss.

³² Sulla trasparenza degli azionisti istituzionali e sulle implicazioni per la *governance* delle quotate, v. C. PRESCIANI, *La trasparenza degli azionisti istituzionali di società quotate*, Torino, 2020.

³³ Sul nuovo art. 147-*ter*.1 TUF e sulla lista del consiglio uscente, v. G. MOLLO, *La clausola statutaria che consente al c.d.a. di presentare una propria lista per il suo stesso rinnovo è legittima?*, in *Giur. Comm.*, 2022, I, 520 ss.; M. VENTORUZZO, *L'art. 12 della Legge Capitali: lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate*, in *Riv. soc.*, 2023, 1096 ss.; Cacchi Pessani, *Il voto di lista per la nomina degli amministratori nelle società a controllo "fluido": prassi, problemi interpretativi*, in *Riv. soc.*, 2021, 705 ss. Sui rischi di autoperpetuazione e autoreferenzialità della lista del CdA, nonché sulla possibile opacità delle modalità di formazione (anche alla luce del Richiamo di attenzione Consob 21 gennaio 2022), v. M. IRRERA, *Presentazione di liste di candidati da parte dei consigli di amministrazione uscenti delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2022, 574 ss.

nei processi di selezione dei futuri amministratori, con il rischio di irrigidire gli equilibri interni e di ridurre, in concreto, il grado di contendibilità degli assetti di governo, specie nelle banche a controllo “fluidi”³⁴.

In detti sistemi, divenuti ormai *board-centric*, si consolida quindi l’idea che debba essere lo stesso consiglio a valutare in modo continuo l’idoneità del CEO e della propria composizione rispetto alla strategia e al profilo di rischio della società, anche attraverso meccanismi strutturati di *self-assessment*, traducendo tali esiti nella lista presentata ai soci³⁵.

In questo contesto, il ruolo degli investitori istituzionali e dei *proxy advisors* assume crescente rilievo³⁶. Le loro politiche di voto e di *engagement* possono influenzare in modo significativo la composizione dei *board* bancari, le politiche di remunerazione e le scelte strategiche, spingendo le banche verso assetti di governo societario più allineati alle migliori prassi internazionali, ma anche introducendo possibili tensioni tra logiche di breve e lungo periodo³⁷. Non va trascurato, peraltro, che

³⁴ Cfr. L. SCHIUMA, *L’assemblea in via esclusivamente telematica nel diritto ante e post emergenza Covid 19*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, 431; C. MARCHETTI – M. VENTORUZZO, *Note sulle assemblee tramite rappresentante designato*, in *Società*, 2024, 826 ss.

³⁵ Cfr. D.J. DENIS – D.K. DENIS – M.D. WALKER, *CEO Assessment and the Structure of Newly Formed Boards*, in *The Review of Financial Studies*, vol. 28, n. 12, 2015, 3338 ss.

³⁶ Per una critica complessiva del nuovo sistema di voto di lista, che viene giudicato «non chiaro, non semplice, non neutro, non correttamente bilanciato e idoneo a indurre a comportamenti strategici», v. G. PRESTI, *Elezione degli amministratori e lista del cda: peggio il rammendo del buco*, in *Riv. soc.*, 2023, 1078 ss.; ID., *La norma sulla lista del CdA: ombre e buio*, in *Analisi giur. econ.*, 2024, I, 45 ss. Cfr., inoltre, M. IRRERA, *Luci e (molte) ombre sulla lista del CdA per la nomina degli amministratori nelle società quotate: brevi appunti*, in *www.ilcaso.it*, 11 ottobre 2021.

³⁷ V. A. SACCO GINEVRI, *Nuovi equilibri fra soci e amministratori nelle banche italiane quotate*, in AA.VV., *Liber Amicorum Guido Alpa*, a cura di F. CAPRIGLIONE, Padova, 2020, 291 ss. Cfr., inoltre, A. IRACE, *Il ruolo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate*, Milano, 2001; A. DACCÒ, *Il ruolo degli investitori istituzionali nella governance delle società*, in M. CERA – G. PRESTI (a cura di), *Il testo unico finanziario*, cit., 1782 ss.; C. PRESCIANI, *op. cit.*; M. MAUGERI, *Sostenibilità ed engagement degli azionisti istituzionali*, cit.; G. STRAMPELLI, *I dialoghi tra amministratori e investitori istituzionali*, in U. TOMBARI (a cura di), *Informazione societaria e corporate governance nella società quotata*, cit., 209 ss. Per

l'incidenza crescente dei *proxy advisors* nei processi di formazione del consenso assembleare può finire per spostare il baricentro effettivo delle decisioni di *governance* al di fuori dell'assemblea, accentuando il rischio di una "tecnicizzazione" del voto non sempre trasparente per la platea degli azionisti *retail*³⁸. In ogni caso, il TUF riformato, pur non disciplinando in modo puntuale tali soggetti, si pone in continuità con le iniziative europee in materia di *stewardship* e trasparenza delle politiche di voto degli investitori istituzionali³⁹.

7.5. Politiche di remunerazione e allineamento con la disciplina prudenziale

Infine, un ambito particolarmente delicato per le banche è quello delle politiche di remunerazione. La riforma TUF/Codice civile si coordina con la disciplina europea (CRD/CRR) che, sin dalla crisi finanziaria, ha posto limiti stringenti alle remunerazioni variabili nel settore bancario (*cap sui bonus*, meccanismi di *deferred pay*, *malus* e *clawback*)⁴⁰.

una prima verifica empirica degli effetti della novella sull'assetto dei CdA, v. M. BELCREDI – S. BOZZI, *Lista del CdA e legge capitali: un'analisi quantitativa*, in *Riv. soc.*, 2024, 819 ss. Su un recente caso in cui i *proxy advisor* hanno fondamentale rilievo, v. M. IRRERA, *Banco BPM e MPS: lista del consiglio e ruolo dei proxy advisors. Tensioni sistemiche e criticità applicative*, in *dirittobancario.it*, 13 aprile 2026.

³⁸ Cfr. M. MAUGERI, *Proxy Advisors, esercizio del voto e doveri*, in *Orizzonti*, 2016, 12 ss.; F. VELLA – G. BOSI, *Diritto ed economia delle società*, Bologna, 2015, 39 ss.; V., sulle ragioni alla base della comparsa sul mercato dei *proxy advisors*, S. EDELMAN, *Proxy Advisory Firms: A Guide for Regulatory Reform*, in 62 *Emory L. J.*, 2012-2013, 1369 ss.; G.W. DENT JR., *A Defense of Proxy Advisors*, in *Mich. St. L. Rev.*, 2014, 1287 ss.

³⁹ Sul tema v. R.J. GILSON – J.N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, in *Colum. L. Rev.*, 2013, 863 ss.; M. KAHAN – E.B. ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in *U. PA. L. Rev.*, 2007, 1021 ss.; S. EREDE – G. SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term*, in *Riv. soc.*, 2013, 931 ss.; M. STELLA RICHTER JR., *Long-termism*, in *Riv. soc.*, 2021, 24 ss.; G. STRAMPELLI, *ESG, disclosure di sostenibilità e stewardship degli investitori istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2023, 4, 828 ss.

⁴⁰ Con riferimento alle principali novità introdotte nelle disposizioni di vigilanza Banca d'Italia in materia di governo societario delle banche, v. F. CIVALE, *Governo*

Il TUF rafforza il ruolo dell'assemblea nell'esprimere un giudizio – almeno consultivo, talora vincolante – sulle politiche retributive e sui piani di incentivazione, e insiste sulla necessità che tali politiche siano coerenti con il profilo di rischio dell'intermediario, con la sostenibilità di lungo periodo e con l'interesse degli azionisti e degli altri *stakeholder*. In particolare, si sottolinea l'esigenza di evitare strutture retributive che incentivino comportamenti eccessivamente rischiosi o orientati al breve termine, specie in aree sensibili come la negoziazione per conto proprio, la finanza strutturata, la distribuzione di prodotti complessi.

Per le banche, ciò comporta un esercizio continuo di bilanciamento tra attrattività del pacchetto retributivo – necessario per reclutare e trattenere figure chiave in un mercato del lavoro sempre più competitivo – e rispetto di vincoli regolatori e aspettative di vigilanza. Il comitato remunerazioni, in sinergia con il comitato rischi e il *board* nel suo complesso, diventa il luogo in cui si conciliano tali istanze, sotto lo sguardo attento degli azionisti e delle autorità⁴¹.

In conclusione, la riforma della *governance* delle società che ricorrono al mercato del capitale di rischio contribuisce a ridisegnare il quadro entro cui si muovono le banche come società per azioni quotate, integrando in modo più stretto discipline che, fino a pochi anni fa, erano percepite come appartenenti a comparti separati. L'esito è un modello di governo societario più strutturato e presidiato, ma anche più complesso, nel quale il margine di autonomia statutaria deve confrontarsi con una pluralità di vincoli e di aspettative, provenienti dal legislatore, dalle autorità di vigilanza, dagli investitori e dai codici di autoregolamentazione.

societario delle banche: le novità introdotte nelle disposizioni di vigilanza, in *dirittobancario.it*, 12 ottobre 2021.

⁴¹ Sull'evoluzione delle politiche di remunerazione per i vertici aziendali nelle società quotate v. S. FORTUNATO, *Say on Pay e remunerazione degli amministratori nelle società quotate*, in *Giur. Comm.*, 2026, I, 186 ss.

8. *Idoneità degli esponenti bancari e intreccio TUF–CRD–soft law europea*

La disciplina dell' idoneità degli esponenti bancari – già da tempo oggetto di una normativa articolata – è destinata a integrarsi sempre più con il quadro societario risultante dalla riforma del TUF e del Codice civile. Le norme europee (CRD/CRR), le linee guida EBA ed ESMA sulla *fit & proper* e sulla *governance* interna, le disposizioni Banca d'Italia in materia di organizzazione e controlli interni delle banche, delineano un sistema di requisiti di onorabilità, professionalità, indipendenza e correttezza, accompagnati da procedure di valutazione iniziale e continua degli esponenti⁴².

Il TUF riformato e le nuove regole sulle società quotate rafforzano il legame tra tali requisiti prudenziali e la composizione degli organi societari. Le banche devono assicurare che i consigli di amministrazione e gli organi di controllo siano composti in modo da soddisfare simultaneamente le esigenze societarie (equilibrio tra *executive* e non *executive*, presenza di indipendenti, competenze

⁴² Per una lettura d'insieme dell'evoluzione europea in tema di governo societario delle banche e di requisiti degli esponenti, v. F. BERNERI – A. LA MANTIA, *CRD VI: le novità per le succursali di banche di paesi terzi*, in *dirittobancario.it*, 30 ottobre 2025, che mette in luce il rafforzamento dei profili di governance anche nel segmento *cross-border*. Sul quadro interno, cfr. M. IRRERA, *La valutazione dei requisiti di onorabilità e dei criteri di correttezza degli esponenti bancari*, in *Nuovo dir. soc.*, 2021, 694 ss., che analizza in chiave sistematica il D.M. MEF 23 novembre 2020, n. 169 (*Fit & Proper*), distinguendo tra requisiti di onorabilità – la cui assenza comporta la decadenza automatica dell'esponente – e criteri di correttezza rimessi a valutazione discrezionale degli organi competenti. Il DM n. 169/2020 si colloca peraltro all'interno degli orientamenti internazionali successivamente emanati da varie Autorità; cfr. EBA, *Final Report on Guidelines on internal governance under Directive 2013/36/E*, 2 luglio 2021; ESMA, *Final report on joint ESMA and EBA Guidelines on the assessment of the suitability of members of the management body and key function holders under Directive 2013/36/EU*, 2 luglio 2021; BCE, *Guide to fit and proper assessments*, dicembre 2021. Cfr., inoltre, BANCA D'ITALIA, *Orientamenti in materia di valutazione dei requisiti e criteri di idoneità allo svolgimento dell'incarico degli esponenti aziendali delle banche LSI, degli intermediari finanziari, dei confidi, degli IBLOR e degli IMEL*, emanati il 13 novembre 2023, che enfatizzano la centralità delle procedure di valutazione iniziale e continua e il ruolo degli Orientamenti stessi quali parametri di sana e prudente gestione.

diversificate) e quelle prudenziali (idoneità complessiva dell'organo, presidio dei rischi, capacità di dialogo con la vigilanza)⁴³.

Le procedure di selezione e nomina degli esponenti assumono un rilievo centrale: non è più sufficiente verificare *ex post* la compatibilità del candidato con i requisiti di legge, ma occorre costruire processi interni che tengano conto delle aspettative di vigilanza fin dall'origine. La *soft law* – linee guida, orientamenti, Q&A delle autorità – funge da parametro di valutazione anche in assenza di vincoli formalmente cogenti, nella misura in cui la loro inosservanza può essere letta come indizio di carenze organizzative o di *governance*.

Ne risulta una progressiva “pubblicizzazione” delle scelte relative agli organi: la nomina o la conferma di un esponente non è più solo il frutto dell'autonomia degli azionisti o di equilibri interni, ma deve essere compatibile con un quadro di requisiti e aspettative definito a livello sovranazionale e nazionale. Ciò pone interrogativi sulla tenuta del modello tradizionale di società per azioni, soprattutto quando si tratti di banche sistemicamente rilevanti, in cui le autorità di vigilanza possono esercitare pressioni significative al fine di ottenere adeguamenti nella composizione degli organi.

9. Considerazioni conclusive: verso quale modello di banca “di mercato” vigilata?

La riforma del TUF e della disciplina delle società di capitali attuata nel 2026 si inserisce in un percorso di lungo periodo, che ha visto un progressivo avvicinamento tra diritto dei mercati, diritto bancario e diritto societario delle quotate. Il quadro che emerge è quello di un modello di banca sempre più “di mercato” – nel senso di intermediario profondamente inserito nelle dinamiche dei mercati dei capitali – e, al contempo, sempre più “vigilata” – nel senso di soggetto la cui operatività è sottoposta a un reticolo di regole, controlli e aspettative che incidono su strategie, organizzazione e *governance*.

⁴³ Sul progressivo spostamento dell'asse decisionale in tema di composizione degli organi bancari dal solo piano dell'autonomia societaria a quello delle aspettative delle autorità di vigilanza, v. G. GALLUCCIO, *La verifica di idoneità degli amministratori delle banche quotate “alla prova” del nuovo voto di lista*, in *Questa Rivista*, 2024, I, 169 ss., che mette in evidenza come le valutazioni di vigilanza possano incidere in concreto sulla nomina e sulla permanenza in carica degli esponenti.

La banca è chiamata a svolgere un ruolo attivo nella costruzione di mercati dei capitali efficienti e competitivi: accompagna le imprese nella quotazione, struttura OPA e altre operazioni straordinarie, partecipa alle infrastrutture di mercato, emette una gamma articolata di strumenti finanziari, innova l'offerta di prodotti e servizi per la clientela. Allo stesso tempo, deve garantire la protezione del risparmio, la stabilità dei propri bilanci, la resilienza dei sistemi di controllo e l'adeguatezza della governance, sotto la vigilanza di autorità nazionali ed europee che dispongono di poteri incisivi⁴⁴.

I *trade-off* che ne derivano sono evidenti:

- la spinta alla competitività e alla semplificazione delle regole per favorire l'accesso al mercato si confronta con la tendenza, difficilmente reversibile, verso una regolazione crescente e multi-livello dell'attività bancaria;

- l'autonomia statutaria delle società quotate si confronta con l'espansione delle aspettative regolatorie in materia di *governance*, composizione degli organi, remunerazioni, controlli interni⁴⁵;

- l'innovazione di prodotto e di canali distributivi si confronta con un quadro di *product governance* che, pur giustificato da esigenze di tutela, può determinare un irrigidimento delle scelte commerciali e una crescita dei costi di *compliance*⁴⁶.

Nel complesso, il modello che si delinea è quello di un operatore bancario strutturalmente chiamato a operare sul crinale tra spinta alla concorrenza sui mercati e intensificazione dei vincoli regolatori, con il rischio che l'accumulo di livelli normativi e di presidi di vigilanza

⁴⁴ Sul nesso tra riforma dei mercati dei capitali e obiettivi di stabilità e tutela del risparmio, v. P. ANGELINI, *Il risparmio gestito nel nuovo Testo unico della finanza*, intervento Banca d'Italia, 30 gennaio 2026, disponibile su www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio; G. VENEZIANO – D. MINNITI – C. GIOVETTI, *La riforma del TUF: le novità proposte per i mercati dei capitali*, in *dirittobancario.it*, 20 ottobre 2025.

⁴⁵ Cfr. L. SCHIUMA, *La disciplina dell'organo societario di controllo e il sistema dei controlli interni*, in AA.VV., *Il Testo Unico Finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, vol. II, Bologna, 2020, 2017 ss.

⁴⁶ Per una lettura critica dei *trade-off* tra disciplina di mercato e regolazione, M. KLAUSNER, *Fact and Fiction in Corporate Law and Governance*, in *Stan. L. Rev.*, 2013, 1325 ss.; A.R. PALMITER, *Securities Regulation*, New York, 2014, spec. 13 ss.; P. MONTALENTI, *Società quotate, mercati finanziari e tecniche di regolazione*, cit., 12 ss.

finisca per comprimere gli spazi di effettiva autonomia strategica e di flessibilità operativa.

Sul piano dogmatico, resta aperta la questione se il nuovo TUF, letto in combinazione con il TUB e con la Legge Capitali, consenta di individuare un modello coerente di banca “di mercato”, ragionevolmente prevedibile e gestibile, o se, al contrario, la stratificazione di livelli normativi e regolatori rischi di accentuare la frammentazione e l’incertezza⁴⁷.

La risposta dipenderà in larga misura dalla capacità di dottrina, giurisprudenza e autorità di vigilanza di fornire chiavi interpretative che diano coerenza al sistema, nonché dalla capacità degli stessi istituti bancari di tradurre le prescrizioni in assetti organizzativi e prassi operative sostanziali, evitando approcci puramente formali. In questo quadro, il ruolo della riflessione scientifica appare cruciale: non solo per descrivere il nuovo assetto, ma per valutarne criticamente l’impatto sul modello di banca e, più in generale, sul rapporto tra mercati, intermediari e protezione del risparmio, suggerendo, ove necessario, linee di correzione di rotta al legislatore e alle autorità.

⁴⁷ Per una riflessione sul rapporto tra regole speciali delle banche e diritto societario – e, più in generale, sulla difficoltà di ricondurre ad unità un quadro di *governance* bancaria segnato da diritto europeo, vigilanza prudenziale e disciplina codicistica – v. A. MIRONE, *op. cit.*, 35 ss.

Sul rispetto del limite di finanziabilità quale requisito di accesso ai benefici fondiari

SOMMARIO: 1. Ragioni di un rinnovato interesse per il finanziamento eccedentario. – 2. Sforamento del limite di finanziabilità: il dibattito e la decisione delle Sezioni Unite. – 3. Sulla imperatività dell'art. 38 Tub. – 4. Sulla riqualificazione del contratto oltre soglia.

1. Ragioni di un rinnovato interesse per il finanziamento eccedentario.

Il credito fondiario è disciplinato dagli artt. 38 ss. del Testo Unico delle leggi in materia bancaria (d'ora in poi TUB) e integra una operazione di credito definita «particolare»¹. Si tratta di un finanziamento a medio o lungo termine garantito da ipoteca di primo grado su immobili, il cui massimo ammontare è predeterminato dallo stesso art. 38, Tub, il quale, al secondo comma, prescrive che il limite deve essere individuato in rapporto al valore dei beni ipotecati o al costo delle opere da eseguire sugli stessi. In concreto detto limite è stabilito dalla delibera CICR del 22 aprile 1995, la quale prevede che, per le operazioni di tal genere, l'importo massimo erogabile è pari all'80% del valore dell'immobile o delle opere da eseguire.

La disciplina del credito fondiario è caratterizzata da un regime di favore per il creditore e per il debitore. La qualificazione di un finanziamento quale credito fondiario comporta infatti l'applicazione di specifici vantaggi e benefici per entrambe le parti del rapporto contrattuale.

Dal lato del creditore, assumono particolare rilievo: i) la garanzia costituita da ipoteca di primo grado su beni immobili; ii) il consolidamento dell'ipoteca fondiaria in un termine breve, con conseguente sottrazione dell'iscrizione all'azione revocatoria fallimentare qualora essa sia stata effettuata almeno dieci giorni prima della sentenza dichiarativa di fallimento; iii) la possibilità di procedere all'iscrizione ipotecaria presso la sede della banca mutuante; iv)

¹ Per una analisi sulla evoluzione storica della disciplina del credito fondiario v. E. PESCE, *Alle radici di un'imperatività ingiustamente negata: ancora sulla sorte del mutuo fondiario sovrafinanziato*, in *Riv. dir. comm.*, 2023, 433 ss.

l'esenzione dall'azione revocatoria fallimentare dei pagamenti effettuati dal debitore in esecuzione del finanziamento; v) l'esonero dall'obbligo di preventiva notifica del titolo esecutivo; vi) la facoltà di iniziare o proseguire l'azione esecutiva individuale anche in caso di apertura della procedura fallimentare.

Dal lato del debitore, sono accordati parimenti alcuni significativi vantaggi, tra i quali: i) la facoltà di estinguere anticipatamente il finanziamento mediante il pagamento del compenso omnicomprensivo eventualmente previsto dal contratto; ii) l'applicazione della disciplina di favore dettata dall'art. 40, secondo comma, Tub, in materia di inadempimento; iii) il diritto alla riduzione proporzionale dell'ipoteca quando sia stato estinto almeno un quinto del debito originario ovvero quando le garanzie residue risultino comunque sufficienti a presidiare il credito.

Nel corso del tempo, la disciplina del credito fondiario ha sollevato numerosi problemi interpretativi, ai quali dottrina e giurisprudenza hanno offerto soluzioni non sempre convergenti. A mo' di esempio possono essere ricordate le discussioni sulla validità del mutuo fondiario c.d. solutorio² e sulla sua natura reale³, sulla riconducibilità

² Di recente sul punto si sono pronunciate le Sezioni unite sostenendo la validità del mutuo fondiario solutorio, cfr. Cass., sez. un., 5 marzo 2025, n. 5841, in *Foro it.*, 2025, 1396, con nota di S. PAGLIANTINI, *Tanto rumor per nulla: la parabola legalizzante del mutuo solutorio e di quello condizionato nel canone nomofilattico della Cassazione*. Sul tema, senza pretese di esaustività v. S. PAGLIANTINI, *Il mutuo fondiario solutorio e l'ambaradan delle categorie civilistiche*, in *Corr. Giur.*, 2016, 952 ss.; A. PURPURA, *La controversa validità del mutuo fondiario eccedente il limite di finanziabilità*, in *Giur. it.*, 2023, 532 ss., spec. 537 ss.; P. BONTEMPI, *Valido il mutuo fondiario per estinguere debiti pregressi del mutuatario verso la banca mutuante*, in *Giur. Comm.*, 2015, 752 ss.

³ Sulla conclusione del contratto di mutuo fondiario e sulla effettiva disponibilità giuridica delle somme in favore del mutuatario v. M. SEMERARO, *Rapporti di mutuo. Moneta, credito, tempo*, Milano, 2026, 30 ss.; in argomento v. anche D. MARCELLO, *Mutuo fondiario e consegna di danaro*, in questa *Rivista*, 2022, 197 ss.; T. MAUCERI, *Realità del mutuo e oneri probatori nei confronti del fallimento del mutuatario*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, 161 ss.; ID., *Sulla controversa natura del mutuo solutorio*, in *Giur. civ. comm.*, 2025, 188 ss.; A.A. DOLMETTA, *Sulle prassi bancarie dei mutui con «dazione» e contestuale «contro dazione» di somme: consegna, distantia temporis e causa concreta*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2024, 693 ss.

del fondiario al mutuo di scopo⁴, sulla natura imperativa dell'art. 38 TUB e sulle conseguenze derivanti dal superamento del limite di finanziabilità in quest'ultimo contenuto.

Da ultimo, la giurisprudenza si è occupata della questione relativa alla applicabilità dei benefici processuali previsti dall'art. 41, comma 2, Tub anche a procedure diverse da quelle espressamente richiamate dalla norma (il fallimento): ossia la liquidazione giudiziale e la liquidazione controllata⁵. La pronuncia riveste particolare interesse poiché, come si vedrà, l'ampliamento della tutela creditoria sembra riportare al centro del dibattito il tema del rispetto dei presupposti necessari affinché gli effetti del fondiario si realizzino.

Procediamo con ordine.

L'art. 41, comma secondo, TUB prevede che «l'azione esecutiva sui beni ipotecati a garanzia di finanziamenti fondiari può essere iniziata o proseguita dalla banca anche dopo la dichiarazione di fallimento del debitore». La disposizione deroga al principio generale del divieto di azioni esecutive individuali, già sancito nell'art. 51 l. fall. e oggi riprodotto nell'art. 150 CCII, secondo il quale, salva diversa disposizione di legge, dall'apertura della liquidazione giudiziale, nessuna azione esecutiva o cautelare individuale può essere iniziata o proseguita sui beni compresi nella procedura.

A seguito della entrata in vigore del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza sono stati sollevati dubbi circa la persistente applicabilità del privilegio processuale previsto dall'art. 41 TUB alla liquidazione giudiziale. Le perplessità hanno trovato fondamento principalmente nel fatto che la menzionata disposizione, a seguito della riforma, non è stata oggetto di revisione testuale, continuando perciò a fare espresso riferimento al "fallimento", e che l'art. 349 CCII - il quale ha sostituito nel codice della crisi i riferimenti al fallimento con quelli alla liquidazione giudiziale – ha omissso di modificarla.

A sostegno della tesi della inapplicabilità del privilegio processuale fondiario alla procedura di liquidazione deporrebbe anche un ulteriore elemento ricavabile dalla lettura dell'art. 7, comma 4, lett. a), della legge delega n. 155 del 2017. Tale disposizione annovera tra i criteri

⁴ In argomento v. M. TATARANO, *Mutuo di scopo e mutuo fondiario tra patologie e rimedi*, Napoli, 2022.

⁵ Cfr. Cass., 19 agosto 2024, n. 22914, in *Onelegale online*

direttivi della riforma il potenziamento della liquidazione giudiziale mediante misure dirette a «escludere l'operatività di esecuzioni speciali e di privilegi processuali, anche fondiari», consentendo tuttavia la sopravvivenza temporanea del privilegio fondiario sino al decorso di due anni dall'entrata in vigore della nuova legge. Ciò sarebbe particolarmente significativo al fine di ritenere il beneficio di cui all'art. 41 TUB operante soltanto alle procedure fallimentari ancora pendenti.

La Corte di Cassazione non ha condiviso questa ipotesi ricostruttiva per diverse ragioni⁶.

In primo luogo, i giudici di legittimità escludono che possa attribuirsi rilievo decisivo alla mancata sostituzione esplicita della parola “fallimento” all'interno dell'art. 41 TUB. L'art. 349 CCII, rubricato «Sostituzione dei termini fallimento e fallito», stabilisce infatti che, nelle disposizioni normative vigenti, i termini «fallimento», «procedura fallimentare» e «fallito» devono intendersi sostituiti, rispettivamente, con le espressioni «liquidazione giudiziale», «procedura di liquidazione giudiziale» e «debitore assoggettato alla liquidazione giudiziale», «con salvezza della continuità delle fattispecie»⁷. Ne consegue che non vi sarebbero ragioni per escludere l'applicazione di tale disposizione anche all'art. 41 TUB.

Con riferimento invece al criterio direttivo contenuto nella legge delega, rilevano che codesto criterio non sarebbe stato recepito, restando perciò aperta la questione se ciò dipenda dalla non attuazione del medesimo oppure da un possibile conflitto tra normativa delegata e criteri direttivi fissati dalla legge n. 155 del 2017⁸.

Il profilo maggiormente innovativo della decisione non riguarda, tuttavia, l'applicabilità dell'art. 41 TUB alla procedura sostitutiva del fallimento introdotta dal Codice della Crisi. Tale conclusione, infatti, appare in larga misura coerente con la sostanziale affinità, pure a seguito della novella legislativa, tra fallimento e liquidazione

⁶ Cass., 19 agosto 2024, n. 22914, cit.

⁷ Testualmente l'art. 349 Codice della crisi prevede che «Nelle disposizioni normative vigenti i termini «fallimento», «procedura fallimentare», «fallito» nonché le espressioni dagli stessi termini derivate devono intendersi sostituite, rispettivamente, con le espressioni «liquidazione giudiziale», «procedura di liquidazione giudiziale» e «debitore assoggettato a liquidazione giudiziale» e loro derivati, con salvezza della continuità delle fattispecie».

⁸ Cass., 19 agosto 2024, n. 22914, cit.

giudiziale. Riguarda, invece, l'estensione del beneficio fondiario alla liquidazione controllata, procedura destinata ai soggetti sovraindebitati, quali persone fisiche e piccoli imprenditori⁹.

Nel vigore della legge n. 3 del 2012 non sussistevano particolari dubbi circa l'inapplicabilità del privilegio processuale fondiario alla procedura di liquidazione del patrimonio del debitore sovraindebitato disciplinata dagli artt. 14 *ter* ss.¹⁰. L'art. 14 *quinqüies*, comma 2, lett. b), prevedeva il divieto assoluto di iniziare o proseguire azioni esecutive individuali a seguito dell'apertura della procedura. Da ciò derivava l'inopponibilità alla liquidazione del privilegio processuale previsto dall'art. 41 Tub.

Il Codice della crisi non ha riprodotto integralmente la disciplina previgente. L'art. 270, comma 5, CCII dispone infatti che alla liquidazione controllata si applicano, in quanto compatibili, gli artt. 143, 150 e 151 CCII.

L'art. 150 CCII in particolare stabilisce che, «salvo diversa disposizione della legge», dalla dichiarazione di apertura della liquidazione giudiziale nessuna azione esecutiva o cautelare individuale può essere iniziata o seguita sui beni compresi nella procedura, anche se relativa a crediti maturati durante la liquidazione. La norma delinea un meccanismo di regola ed eccezione destinato a operare successivamente alla apertura della procedura di liquidazione. La regola generale consiste nel divieto di iniziare o proseguire azioni esecutive individuali; l'eccezione, invece, consente la prosecuzione o l'avvio dell'esecuzione quando una disposizione di legge lo preveda espressamente. L'art. 41 TUB funge esattamente da eccezione. La norma infatti autorizza il creditore fondiario a proseguire l'azione esecutiva nonostante l'apertura della procedura concorsuale.

Muovendo da questa premessa, secondo un primo orientamento interpretativo¹¹, il rinvio operato dall'art. 270, comma 5, CCII all'art.

⁹ Sull'accostamento tra le procedure di liquidazione giudiziale e controllata v. F. ACCETTELLA, *La liquidazione controllata del sovraindebitato un primo commento*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2020, 659 ss.

¹⁰ Di recente sulla non applicabilità dell'art. 41 TUB alle procedure di liquidazione del patrimonio *ex art. 14 ter* ss. l. n. 3 del 2012 v. Trib. Tivoli, 4 giugno 2026, in *Onelegale online*.

¹¹ Per una ricostruzione delle diverse tesi v. R. COLETTA, *Il privilegio fondiario nella liquidazione controllata (o della differenza tra «rinvio» e «interpretazione*

150 CCII comporterebbe l'applicazione alla liquidazione controllata non solo del divieto di iniziare o proseguire azioni esecutive individuali, ma anche della clausola di salvezza contenuta nella norma evocata e dunque delle deroghe previste dalla legge a tale divieto. In questa prospettiva, l'art. 41 TUB, quale deroga espressa al divieto di azioni esecutive individuali, dovrebbe ritenersi operante anche nell'ambito della liquidazione controllata.

L'orientamento opposto interpreta in senso restrittivo il rinvio operato dall'art. 270, comma 5, CCII¹². Secondo questa tesi, il richiamo all'art. 150 CCII riguarderebbe esclusivamente la regola generale, dunque il divieto di azioni esecutive individuali, e non anche la relativa eccezione. Ne deriverebbe una sorta di scissione del contenuto della norma evocata, la quale sarebbe applicabile alla liquidazione controllata soltanto nella parte in cui sancisce il divieto.

Ad avallare tale ultima posizione ci sarebbe poi la circostanza che l'art. 150 CCII, in quanto norma in bianco, non individua le singole deroghe al divieto, rimandando alle singole norme eccezionali che si trovano collocate nei diversi settori dell'ordinamento. Di conseguenza, per derogare all'improcedibilità delle esecuzioni individuali nella liquidazione controllata sarebbe necessario individuare una norma espressamente riferita a tale procedura, non essendo possibile estendere in via analogica quanto stabilito dall'art. 41 TUB soltanto in relazione al fallimento e alla liquidazione giudiziale.

È noto che la Corte di Cassazione ha dato seguito all'orientamento estensivo.

Di là dalle ragioni di merito e di metodo¹³, la pronuncia assume un rilievo sistematico indubbiamente significativo. Essa, infatti, amplia

analogica», in *Esecuzione forzata*, 2024, 91 ss.. Per posizioni contrarie alla estensione dell'art. 41 Tub alla liquidazione controllata vedi tra le tante: Trib. Treviso, 19 gennaio 2023, in *ilcaso.it*; M. ATTANASIO, *Il privilegio fondiario ed il Codice della crisi*, in *Diritto della crisi*, 2023, 1 ss.

¹² Trib. Verona, 20 dicembre 2022, disponibile al seguente indirizzo: <https://www.inexecutivis.it/giurisprudenza/tribunale/verona/2022~2/trib.-verona-20122022/>; Trib. Modena, 3 marzo 2023, in *Fallimento*, 2023, 961 ss., con nota di G.B. NARDECCHIA, *Liquidazione controllata, procedure esecutive e privilegio processuale fondiario*.

¹³ Non condivisibile appare il metodo interpretativo utilizzato al fine di dirimere la questione sottoposta alla Corte. Esso infatti sembra focalizzato sul dato letterale delle disposizioni e sulla tecnica legislativa del rinvio, piuttosto che sull'analisi degli

sensibilmente l'ambito di operatività del privilegio processuale fondiario, rafforzando ulteriormente la posizione del creditore, al quale viene riconosciuta la possibilità di conservare i benefici processuali previsti dall'art. 41 TUB anche nell'ambito di una procedura diversa dalla liquidazione giudiziale.

Proprio tale ampliamento rende nuovamente centrale il tema relativo alla individuazione dei requisiti richiesti dall'art. 38 TUB per l'accesso alla disciplina speciale del credito fondiario. Quanto più, infatti, la giurisprudenza estende il perimetro applicativo dei benefici accordati al creditore fondiario, tanto più appare necessario verificare con rigore la sussistenza dei menzionati requisiti. In questa prospettiva, se il ricorso al credito fondiario continua a determinare una significativa deroga alle ordinarie regole che presidiano le procedure concorsuali, il rispetto del limite di finanziabilità previsto dall'art. 38 TUB pare destinato ad assumere un ruolo sempre più determinante quale criterio selettivo per l'accesso al regime privilegiato.

2. Sforamento del limite di finanziabilità: il dibattito e la decisione delle Sezioni Unite.

Nella direzione tracciata, la progressiva espansione delle prerogative del creditore fondiario sembra rafforzare le critiche formulate in dottrina nei confronti della lettura del limite di finanziabilità quale regola avente funzione meramente prudenziale, di rilievo esclusivo nell'ambito della relazione tra Banca e Autorità di vigilanza.

Per comprendere la portata del problema è opportuno ripercorrere, sia pure sinteticamente, le tappe giurisprudenziali che hanno preceduto l'intervento delle Sezioni unite sulle conseguenze in punto di validità dell'atto derivanti dal superamento del limite di finanziabilità.

I principali orientamenti erano due.

Il primo, più risalente, escludeva anzitutto la riconducibilità della ipotesi *de qua* all'ambito di applicazione dell'art. 117, comma 8, Tub¹⁴,

interessi protetti e sulla *ratio* sottesa alla norma. Sul metodo di interpretazione della legge v. P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, III ed., Napoli, 2006, 564; E. BETTI, *Teoria generale dell'interpretazione*, Milano, 1990 (ristampa).

¹⁴ Cfr. Cass. 28 novembre 2013, n. 26672, cit., nonché Cass. 6 dicembre 2013, n. 27380, v. in *DeJure online*; nello stesso senso v. anche Cass. 4 novembre 2015, n. 22446, *ivi*. Sulla questione attinente al superamento del limite di finanziabilità e

nella parte in cui dà alla Banca d'Italia la facoltà di imporre per determinati contratti, individuati secondo una denominazione particolare o sulla base di specifici criteri qualificativi, un contenuto determinato¹⁵. Ciò considerando, per un verso, che l'art. 117 Tub «attribuisce alla Banca d'Italia un potere conformativo o tipizzatorio del contenuto del contratto, prevedendo clausole - tipo da inserire nel regolamento negoziale a tutela del contraente debole»¹⁶ e, per altro verso, che l'art. 38 TUB si limita a delegare all'Autorità la determinazione dell'ammontare massimo dei finanziamenti, senza perciò conferirle alcun potere sul piano esattamente della determinazione della clausola del contratto di mutuo fondiario.

Tanto premesso, questo orientamento riconosceva nel limite di finanziabilità anzitutto un presidio dell'interesse alla stabilità finanziaria dei singoli istituti di credito e soltanto indirettamente del sistema bancario nel suo complesso¹⁷. Scopo della previsione sarebbe stato evitare che gli enti creditizi assumessero esposizioni elevate senza al contempo godere di adeguate contropartite e garanzie. In questa prospettiva, il limite di finanziabilità avrebbe integrato esclusivamente

all'applicabilità dell'art. 117 Tub, v. M. TATARANO, *op. cit.*, 69, il quale ritiene che il rilievo decisivo per escludere l'operatività dell'art. 117, comma ottavo, Tub, nel caso di superamento del limite sia la legittimazione attiva attribuita al solo cliente.

¹⁵ Cfr. Cass. 1° settembre 1995, n. 9219, in *OneLegale*; v. anche Trib. Cagliari, 4 aprile 2013, in *Dejure online*.

¹⁶ Cfr. Cass. 28 novembre 2013, n. 26672, cit.; in argomento v. F. ONNIS CUGIA, *La regola dell'art. 117, comma 8°, t.u.b., e il credito fondiario*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2, 2014, 145 ss.; A supporto dell'esclusione dall'alveo di operatività dell'art. 117, ottavo comma, Tub, nelle ipotesi di superamento del limite di finanziabilità, si aggiunge altresì un dato di carattere funzionale. L'art. 117 Tub sarebbe posto a tutela della corretta e rigorosa informazione del cliente e ciò emergerebbe anche dalla collocazione della norma citata, la quale è inclusa nel titolo del Testo Unico dedicato alla «trasparenza delle condizioni contrattuali».

¹⁷ Cfr. Cass. 28 novembre 2013, n. 26672, in *Dejure online*. Per i commenti alla sentenza, senza pretese di esaustività, v. A.A. DOLMETTA, *Identità del credito fondiario e «premio dell'irragionevolezza»*, in *Banca bors. tit. cred.*, 2014, 127 ss.; U. MALVAGNA, *Credito fondiario, nullità «a vantaggio del cliente» e legittimazione di altri*, *ivi*, 139 ss.; U. MINNECI, *Mutui fondiari e interesse del cliente: est modus in rebus*, *ivi*, 134 ss.; M. PIAZZA, *Sul superamento dei limiti di finanziabilità nel mutuo fondiario*, in *Corr. giur.*, 2014, 926 ss.; M. MARTINO, *Sulla sorte del mutuo fondiario che viola i limiti di finanziabilità: un recente, criticabile arresto della Cassazione*, *ivi*, 936 ss.

una regola di buona condotta, volta a disciplinare il comportamento della banca a vantaggio della sua stabilità patrimoniale.

Sul piano dell'individuazione del rimedio in ipotesi di sua violazione, seguiva il riferimento alle sanzioni amministrative e al risarcimento del danno¹⁸. Ciò sul presupposto della nota distinzione tra regole di fattispecie e regole di comportamento¹⁹.

Il secondo orientamento, inaugurato nel 2017²⁰, pur escludendo l'applicabilità dell'art. 117 Tub, giungeva a conclusioni opposte rispetto alla natura dell'art. 38 Tub e alle conseguenze della sua violazione²¹. Riconosciuto che il limite di finanziabilità sarebbe stato posto a presidio di interessi pubblici generali, in particolare di quello alla tutela della stabilità economica nazionale, individuava in detto limite uno strumento diretto a «regolare il *quantum* della prestazione creditizia»²². La sua previsione avrebbe perciò risposto a una «necessità di analitica regolamentazione dettata da obiettivi economici generali»²³ in ragione della ripercussione che le operazioni di questo genere

¹⁸ In questa ottica, il limite di finanziabilità avrebbe lo scopo di impedire che le banche, nell'erogare credito, si esponano oltre un limite di ragionevolezza, rischiando, in ipotesi di mancato adempimento del debitore, di generare delle perdite di esercizio. In tal guisa, la violazione da parte della banca del limite prudenziale, attenendo al comportamento dell'istituto stesso, comporterebbe soltanto l'irrogazione delle sanzioni amministrative e potrebbe eventualmente essere fonte di responsabilità. In definitiva, la violazione del limite non avrebbe alcuna ricaduta sulla validità del contratto.

¹⁹ Il riferimento è assai noto, cfr. Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724, in *Onelegale*.

²⁰ Cfr. Cass. 13 luglio 2017, n. 17352, in *Dejure Online*. Senza pretese di esaustività, per i commenti alla sentenza, v. G. MIGLIORATI, *Mutuo fondiario: la rilevanza costituzionale del limite di finanziabilità*, in *Notariato*, 1, 2018, 193 ss.; M. FARINA, *Attività creditizia e violazione dell'art. 38, comma 2, TUB*, in *Contratti*, 2, 2018, 169 ss.; M. PIAZZA, *Ancora sul superamento del limite di finanziabilità nel credito fondiario*, in *Corr. Giur.*, 2018, 161 ss.

²¹ Nella giurisprudenza di merito, ancor prima della rimessione della questione alle Sezioni unite, non sono mancate pronunce che hanno disatteso l'orientamento maggioritario, che predicava la nullità del finanziamento eccedentario, e hanno aderito ad una diversa soluzione, la quale si fondava sulla valutazione del limite di finanziabilità quale presupposto necessario al fine dell'applicazione della disciplina speciale, tra le tante v. Trib. Napoli, 5 giugno 2019, in *Il caso.it*; Trib. Livorno, 16 dicembre 2021, in *OneLegale*; Trib. Torre Annunziata, 10 febbraio 2021, *ivi*.

²² Cass., 13 luglio 2017, n. 17352, cit.

²³ Cass., 13 luglio 2017, n. 17352, cit.

potrebbero avere sull'economia nazionale. Da ciò la scelta di ricorrere alla nullità per contrarietà a norma imperativa nell'ipotesi di mutuo eccedentario²⁴, salva la possibilità, ove ne ricorressero i presupposti, di conversione in ordinario mutuo ipotecario²⁵.

La posizione, definitiva, delle Sezioni Unite è nota²⁶.

Il Collegio ha negato che il limite di finanziabilità previsto dall'art. 38 TUB abbia natura imperativa, escludendo così che il suo superamento determini la nullità del contratto²⁷. Al tempo stesso, ha escluso che il mutuo fondiario eccedentario possa essere riqualificato come ordinario mutuo ipotecario²⁸. Nella direzione tracciata dalle

²⁴ L'ordinanza di rimessione 9 febbraio 2022, n. 4117, in *DeJure Online*, ha rilevato che la decisione alla quale è pervenuta la Corte nel 2017 è conforme all'insegnamento racchiuso in Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724 e 26725, *ivi*, ove è sostenuto che la violazione di una norma imperativa determina la nullità del contratto tutte le volte che si ripercuote sulla regola negoziale e sia dunque ravvisabile un contrasto tra regolamento negoziale e norma violata.

²⁵ L'orientamento inaugurato da Cass. 13 luglio 2017, n. 17352, *cit.*, è stato seguito dalle pronunce successive di legittimità, senza pretese di esaustività v. Cass. 6 marzo 2018, n. 6586; Cass. 28 giugno 2019 n. 17439, Cass. 14 giugno 2021, n. 16776, in *DeJure Online*, non sempre, invece, da quelle di merito, in proposito v. Trib. Avezano, 1 settembre 2022, n. 241; Corte di Appello di Catania, 5 maggio 2022, n. 915, in *DeJure Online*.

²⁶ Cass., Sez. un., 16 novembre 2022, n. 33719, in *Dejure Online*.

²⁷ Testualmente «in tema di mutuo fondiario, il limite di finanziabilità di cui all'articolo 38, secondo comma, del d.lgs. n. 385 del 1993, non è elemento essenziale del contenuto del contratto, non trattandosi di norma determinativa del contenuto del contratto o posta a presidio della validità dello stesso, ma di un elemento meramente specificativo o integrativo dell'oggetto del contratto; non integra norma imperativa la disposizione – qual è quella con la quale il legislatore ha demandato all'Autorità di vigilanza sul sistema bancario di fissare il limite di finanziabilità nell'ambito della «vigilanza prudenziale» (cfr. articoli 51 ss. e 53 t.u.b.) – la cui violazione, se posta a fondamento della nullità (e del travolgimento) del contratto (nella specie, del mutuo ormai erogato cui dovrebbe conseguire anche il venir meno della connessa garanzia ipotecaria), condurrebbe al risultato di pregiudicare proprio l'interesse che la norma intendeva proteggere, che è quello alla stabilità patrimoniale della banca e al contenimento dei rischi nella concessione del credito», cfr. Cass., Sez. un., 16 novembre 2022, n. 33719, *cit.*

²⁸ Testualmente: «qualora i contraenti abbiano inteso stipulare un mutuo fondiario corrispondente al modello legale (finanziamento a medio o lungo termine concesso da una banca garantito da ipoteca di primo grado su immobili), essendo la loro volontà comune in tal senso incontestata (o, quando contestata, accertata dal giudice di merito), non è consentito al giudice riqualificare d'ufficio il contratto, al

Sezioni unite, la rilevanza della violazione del limite resta pertanto confinata al piano dei rapporti tra la banca e l'autorità di vigilanza, senza produrre conseguenze sul rapporto contrattuale.

3. Sulla imperatività dell'art. 38 Tub

L'opzione interpretativa prescelta dalle Sezioni unite sulla natura non imperativa della norma contenuta nell'art. 38 TUB è condivisibile²⁹. Non lo sono, invece, alcuni passaggi argomentativi presenti a sostegno di questa soluzione nel corpo della decisione.

Segnatamente, secondo i giudici di legittimità il primo comma dell'art. 38 individuerrebbe gli elementi essenziali del credito fondiario, mentre il secondo comma si limiterebbe a demandare all'Autorità di vigilanza la determinazione dell'ammontare massimo finanziabile. Proprio la tecnica legislativa utilizzata nel secondo comma costituirebbe, in questa direzione, un indice della natura non imperativa della disposizione: la violazione del limite di finanziabilità avrebbe rilevanza sul piano della relazione tra banca e Autorità di vigilanza.

A sostegno di tale conclusione, la Corte richiama inoltre la circostanza che il limite ordinario dell'80% possa essere elevato sino al

fine di neutralizzarne gli effetti legali propri del tipo o sottotipo negoziale validamente prescelto dai contraenti per ricondurlo al tipo generale di appartenenza (mutuo ordinario) o a tipi contrattuali diversi, pure in presenza di una contestazione della validità sotto il profilo del superamento del limite di finanziabilità, la quale implicitamente postula la corretta qualificazione del contratto in termini di mutuo fondiario». Cass., Sez. un., 16 novembre 2022, n. 33719, cit.

²⁹ La giurisprudenza successiva si è uniformata al principio di diritto delle Sezioni unite, tra le tante v. Cass. civ., 22 gennaio 2025, n. 1515; Cass. civ., 5 gennaio 2025, n. 139, entrambe in *Dejure online*. La dottrina invece, pur apprezzando per larga parte l'esclusione della imperatività della norma e del rimedio demolitorio (v. tuttavia E. PESCE, *Alle radici di un'imperatività ingiustamente negata: ancora sulla sorte del mutuo fondiario sovrafinanziato*, cit., 433 ss.; U. SALANITRO, *Dopo le Sezioni Unite, quale disciplina per il credito fondiario eccedente il limite di finanziabilità*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, 338 ss.), è stata critica con riferimento alla negazione della riqualificazione del contratto sovrafinanziato, in argomento v. S. PAGLIANTINI, *La validità secca del mutuo fondiario sovrafinanziato: un the end (più) agro (che) dolce*, in *Giur. it.*, 2023, 530 ss.; F. PIRAINO, *Il mutuo fondiario e la violazione del limite di importo massimo finanziabile: "scotismo" e onnipotenza delle etichette*, in *Contratti*, 2023, 154 ss., spec. 163 ss. Da ultimo R. NATOLI, *Problema e sistema nel diritto dell'economia*, in questa *Rivista*, 2025, 67 ss., spec. 75 s.

100% in presenza di garanzie integrative³⁰, elemento che deporrebbe contro la configurabilità di un limite rigido e inderogabile.

Il rilievo secondo il quale la determinazione quantitativa del limite è rimessa all'Autorità di vigilanza non sembra tuttavia di per sé incompatibile con la natura imperativa della norma. Il limite, infatti, è stabilito direttamente dal legislatore, mentre all'Autorità amministrativa è demandato soltanto il compito di specificarne tecnicamente la misura concreta³¹. La fonte secondaria non conforma, dunque, il potere di autonomia negoziale, ma si limita a rendere oggettivamente determinabile un parametro già previsto dalla legge. È infatti l'art. 38 TUB a prescrivere un limite quantitativo al finanziamento, rinviando alla Banca d'Italia esclusivamente la sua precisa quantificazione in ragione dell'elevato contenuto tecnico della materia³².

Ne consegue che non è la Banca d'Italia a imporre un determinato contenuto del contratto, ma il legislatore stesso, attraverso una norma primaria che demanda all'Autorità una funzione integrativa di carattere tecnico³³. Per tale ragione, il rinvio contenuto nel secondo comma

³⁰ In generale sulle garanzie integrative richieste per elevare l'importo finanziato v. F. ONNIS CUGIA, *Le operazioni «particolari» di finanziamento con garanzia immobiliare*, Napoli, 2022, 178 ss.

³¹ Per alcune considerazioni sul potere attribuito alla Banca d'Italia v. G. GAROFALO, *Finanziamento fondiario: superamento del limite di finanziabilità e «giusto rimedio»*, in *Rass. dir. civ.*, 2020, 55, il quale sostiene che la Banca d'Italia è vincolata sia con riferimento all'*an*, sia al *quomodo*, perché non ha alcuna libertà valutativa con riferimento alla scelta del tipo contrattuale sul quale intervenire e neppure sulla clausola da inserire. Per una diversa prospettiva v. A. DAVOLA, *Eteronomia e contratti nel mercato finanziario. I poteri di condizionamento delle autorità di vigilanza*, Bari, 2025, 195.

³² Le ragioni per le quali è demandato all'Autorità di vigilanza questo compito sono facilmente intuibili. Oltre al carattere tecnico della individuazione della misura della soglia, una tale metodologia consente un tempestivo intervento sulla quantificazione della soglia nell'eventualità entro la quale cambino le condizioni del mercato di riferimento. Sull'ultimo aspetto v. F. ONNIS CUGIA, *op. ult. cit.*, 166. In generale sulla possibilità che i regolamenti delle autorità indipendenti possano contenere norme imperative come tali idonee ad incidere sulla validità del contratto v. G. BERTI DE MARINIS, *Contratti dei mercati regolamentati: norme imperative e conformazione*, Napoli, 2019, 123 ss.

³³ Si tratta di una tecnica peraltro largamente utilizzata dal legislatore. Si pensi alla legislazione in materia di usura, laddove la legge individua quale limite oggettivo oltre il quale il contratto si qualifica usurario il tasso soglia, ma la rilevazione di

dell'art. 38 Tub non sembra dirimente al fine di escludere la natura imperativa della disposizione.

Parimenti, non appare decisivo il rilievo secondo cui il limite possa essere elevato sino al 100% in presenza di garanzie integrative. Tale possibilità, infatti, non elimina il rapporto di proporzionalità tra credito erogato e garanzie prestate, ma presuppone, al contrario, un rafforzamento del sistema delle garanzie. Non si è dunque in presenza di una deroga al limite di finanziabilità, bensì della conferma della sua funzione: all'aumento dell'importo finanziato deve corrispondere un incremento delle garanzie, così da mantenere invariato il rapporto proporzionale tra credito e valore della garanzia.

Venendo poi al rilievo della natura dell'interesse veicolato, sembra avere valore assorbente la seguente considerazione. Se l'imperatività della disciplina evocata dipendesse dalla necessità di proteggere la stabilità dell'intero sistema bancario, non ci sarebbe ragione per imporre una determinata proporzionalità soltanto in una delle svariate forme di concessione del credito. All'interno dell'ordinamento non vi sono norme che impongono agli operatori economici di prestare credito soltanto se si ottengono in contropartita adeguate garanzie. Ci sono norme invece che impongono di selezionare prudentemente i soggetti meritevoli della fiducia creditizia, valutandone adeguatamente e attentamente la solvibilità prima di concedere il credito. In questo solco si inseriscono le regole sulla valutazione del merito creditizio.

La normativa sul credito fondiario non è indirizzata a vietare ai privati di concedere prestiti non assistiti da garanzie proporzionate rispetto all'importo erogato³⁴. La circostanza che i contraenti siano liberi di concludere la medesima operazione di finanziamento anche senza avvalersi della disciplina speciale rafforza il convincimento che non si tratti di una disciplina imperativa. La presenza dello scarto di garanzia, infatti, è soltanto ciò che consente di godere dei privilegi della disciplina fondiaria.

Neppure può sostenersi l'imperatività della norma contenuta nell'art. 38 Tub in ragione della tutela della concorrenza nel mercato

quest'ultimo è demandata al Ministero dell'Economia e delle Finanze che a sua volta delega all'operazione la Banca d'Italia.

³⁴ A.A. DOLMETTA, *Identità del credito fondiario e «premio dell'irragionevolezza»*, cit., 129

creditizio o degli interessi del debitore³⁵. Invero, per un verso, la tutela della concorrenzialità del mercato si realizza offrendo alla platea maggiori possibilità di accesso al credito e un'ampia gamma di alternative nella scelta dei prodotti. E, per altro verso, la prospettiva che ritiene che il limite di finanziabilità tuteli il debitore dall'eventuale esproprio della parte restante del suo patrimonio manca di considerare che ad esporre il debitore al rischio di espoliazione è l'inadempimento³⁶.

In ultimo, ma non per importanza, la qualificazione in termini di imperatività della norma non sembra potere trovare il suo presupposto nell'esigenza di tutelare gli altri creditori, considerato l'eventuale pregiudizio che potrebbe derivargli dalla conclusione di un contratto fondiario sovrafinanziato. La validità o invalidità del contratto, infatti, non dipende dalle conseguenze sfavorevoli che possono ripercuotersi sugli altri creditori nel caso di apertura di una procedura concorsuale. La tutela della parità di trattamento dei creditori non è affidata al rimedio dell'invalidità contrattuale, ma a forme di protezione differenti. È pacifico che gli atti lesivi della posizione dei terzi, per abusiva erogazione del credito o in frode ai creditori, non sono illeciti o nulli. Laddove, in ipotesi di colpevole concorso dell'istituto di credito nel dissesto del debitore, resta ferma la tutela risarcitoria³⁷.

4. Sulla riqualificazione del contratto oltre soglia

Assodata la validità del contratto oltre soglia, l'indagine può spostarsi sul piano degli effetti del negozio, al fine di verificare se il contratto sovrafinanziato, dunque irrispettoso del limite prescritto dall'art. 38 TUB, possa comunque produrre gli effetti del fondiario. Vengono così in rilievo i temi della difformità dell'operazione negoziale dal tipo e della possibile riqualificazione del credito fondiario oltre soglia in ordinario mutuo ipotecario³⁸.

³⁵ Per una prospettiva che ritiene che il superamento del limite di finanziabilità pregiudichi la posizione debitoria v. F. ONNIS CUGIA, *Le operazioni «particolari» di finanziamento con garanzia immobiliare*, cit., 168 ss.

³⁶ Cfr. Cass. sez. un., 16 novembre 2022, n. 33719, cit.

³⁷ Cfr. Cass., sez. un., 16 novembre 2022, n. 33719, cit.

³⁸ Sembra opportuno chiarire che la questione relativa agli effetti prodotti dal contratto e alla sua riqualificazione si colloca su di un piano logicamente successivo

È noto che, già prima dell'intervento delle Sezioni unite, alcune costruzioni sostennero che il contratto eccedentario dovesse essere riqualificato, poiché il mancato rispetto del limite di finanziabilità non avrebbe consentito di ricollegare la fattispecie concreta allo schema legale, impedendo così la produzione dei relativi effetti tipici³⁹. Il contratto, seppur sterilizzato dalla peculiare disciplina di favore, si sarebbe nondimeno conservato come ordinario prestito ipotecario.

È altresì noto che le Sezioni unite hanno disatteso detto orientamento osservando che: i) qualora vi sia difformità dello schema utilizzato dalle parti rispetto al tipo descritto nell'art. 38 TUB, potrebbero ravvisarsi i caratteri di un contratto misto, specificamente mutuo fondiario e mutuo ordinario ipotecario; sicché la disciplina dovrebbe individuarsi in base al criterio della prevalenza e, dunque, a trovare applicazione dovrebbero essere le regole del fondiario poiché le parti, pur non essendosi attenute al criterio di proporzionalità prescritto dall'art. 38 TUB, ne avrebbero richiamato gli effetti; ii) in ogni caso, il giudice non potrebbe riqualificare il contratto poiché non sarebbe a lui permesso intervenire d'ufficio applicando un diverso modello negoziale, non voluto dalle parti, al fine di neutralizzare gli effetti del contratto fondiario. All'interprete infatti non sarebbe consentito correggere o integrare il regolamento «volutamente e validamente assunto dai contraenti secondo un determinato tipo o sottotipo negoziale per

a quello della valutazione di validità del medesimo. Occorre infatti evitare l'equivoco di considerare la riqualificazione quale strumento alternativo alla conversione del contratto nullo³⁸. La riqualificazione ha quale presupposto la validità del negozio e rappresenta il procedimento attraverso il quale si individua la funzione dell'operazione negoziale e, conseguentemente, il regime normativo a essa applicabile. Cfr. S. PAGLIANTINI, *La validità secca del mutuo fondiario sovrafinanziato: un the end (più) agro (che) dolce*, cit., 530 ss., il quale esattamente a proposito delle tesi inerenti alle conseguenze del superamento del limite di finanziabilità nel credito fondiario chiarisce che «diversamente dalla conversione del contratto, la riqualificazione non è uno strumento di recupero del contratto nullo, il giudice che la disponga, accertata la validità del contratto, si limita a sussumere il finanziamento nella fattispecie legale che gli compete».

³⁹ In giurisprudenza v. Cass. 28 giugno 2019, n. 17439; nonché l'ordinanza di rimessione alle Sez. un. 9 febbraio 2022, n. 4117; in dottrina v. G. D'AMICO, *Sull'ambito di applicazione della disciplina del credito fondiario*, in *Contratti*, 2014, 439 ss.

adeguarlo d'autorità ad un diverso tipo o sottotipo legale non corrispondente alla loro volontà comune»⁴⁰.

In questa prospettiva, la riqualificazione d'ufficio del mutuo fondiario in ordinario mutuo ipotecario si risolverebbe in una «manipolazione» del regolamento contrattuale finalizzata a spogliarlo degli effetti legali. Riqualificare il fondiario in un ordinario finanziamento ipotecario significherebbe in definitiva profanare, comprimere ingiustificatamente, il voluto delle parti con una ingerenza sul potere di autonomia che al giudice non sarebbe consentita⁴¹.

La soluzione adottata dalle Sezioni unite ha suscitato diffuse critiche in dottrina⁴². L'obiezione principale riguarda la scelta di riconoscere la permanenza dei benefici fondiari anche quando il finanziamento non presenta i requisiti richiesti dall'art. 38 TUB. Sembra infatti che l'eccessiva valorizzazione della volontà dei contraenti abbia indotto la

⁴⁰ Cfr. Cass., Sez. un., 16 novembre 2022, n. 33719, cit., 38.

⁴¹ L'interprete, in definitiva, non potrebbe intervenire sulla qualificazione del contratto al fine di neutralizzare gli effetti voluti facendo applicazione di un diverso modello negoziale, in argomento v. anche Cass., 5 gennaio 2025, n. 139, cit., la quale, aderendo al principio di diritto emesso dalle Sezioni unite ha sostenuto che «se i contraenti hanno inteso stipulare un mutuo fondiario e la loro volontà in tal senso è chiara, il giudice non può riqualificare d'ufficio il contratto per neutralizzarne gli effetti legali, anche in presenza di contestazioni sulla validità del contratto». Con riferimento alla soluzione adottata dalle Sezioni unite in materia di superamento del limite di finanziabilità v. U. SALANITRO, *Dopo le Sezioni Unite, quale disciplina per il credito fondiario eccedente il limite di finanziabilità*, cit., 338 ss. il quale condivisibilmente rileva che le argomentazioni utilizzate dalle sezioni unite per negare la riqualificazione del contratto non sono insuperabili «[...] a fronte di una fattispecie legale, quella del credito fondiario, caratterizzata soltanto dalla concessione di un credito a medio lungo termine, garantito da un'ipoteca per la quale, in forza della delibera CICR, non è più caratterizzante il grado di iscrizione: in presenza di requisiti così generici, la volontà delle parti, nel caso di superamento del limite di finanziabilità, andrebbe desunta principalmente dalla formalizzazione del nomen, ossia proprio da quell'elemento al quale tradizionalmente si nega una specifica rilevanza in sede di qualificazione».

⁴² Moltissime le note critiche alla sentenza, senza pretese di esaustività v. F. MACARIO, *Mutuo fondiario e superamento del limite di finanziabilità*, in *Contratti*, 2023, 5 ss.; S. PAGLIANTINI, *La validità secca del mutuo fondiario sovrafinanziato: un the end (più) agro (che) dolce*, cit., 530 ss.; F. PIRAINO, *Il mutuo fondiario e la violazione del limite di importo massimo finanziabile: "scotismo" e onnipotenza delle etichette*, cit., 154 ss.; R. NATOLI, *Problema e sistema nel diritto dell'economia*, cit., 67 ss., spec. 75 s.

Corte a trascurare che gli effetti che il contratto può realizzare non dipendono soltanto da ciò che le parti desiderano, ma anche dalla disciplina applicabile alla fattispecie concretamente realizzata⁴³.

Il nodo centrale della questione risiede dunque nello stabilire quale regime giuridico debba applicarsi a un contratto che richiama gli effetti del fondiario ma è privo dei requisiti necessari per accedere allo statuto premiale. Su questo punto, le principali ricostruzioni dottrinali convergono sulla soluzione che esclude la tenuta dei benefici fondiari in assenza della prescritta proporzionalità tra credito e garanzie e optano per l'applicazione dello statuto negoziale relativo al mutuo ipotecario ordinario.

Le opzioni interpretative sono legate da un filo conduttore comune. A monte vi è la presa d'atto della disomogeneità tra schema negoziale adoperato ed effetti evocati dalle parti. Assumendo che l'art. 38 configuri una norma di fattispecie, il cui rispetto garantisce l'accesso a uno statuto negoziale di favore, si osserva che se è vero che le parti sono libere di determinare il contenuto del regolamento negoziale e dunque sistemare, specificare, il loro assetto di interessi secondo la via che ritengono più conveniente, è vero anche che lo spazio di questa libertà si snoda all'interno dei limiti imposti dall'ordinamento. Ciò significa che tra più soluzioni eventuali, le parti possono scegliere quale sia la più acconcia alla soddisfazione dei loro interessi, ma nei margini delle alternative possibili⁴⁴. La precisazione vale a ribadire che gli effetti del contratto non dipendono soltanto dalla volontà dei contraenti e, soprattutto, che taluni di detti effetti possono prodursi soltanto in presenza dei presupposti cui l'ordinamento ne ricollega il relativo dispiegamento.

⁴³ Sembra questa la base dalla quale muovono le critiche alla soluzione proposta dalle sezioni unite. Ciò in ragione del fatto che l'operatività dei privilegi fondiari sembra essere ricollegata alla ricorrenza dei presupposti di cui all'art. 38 Tub piuttosto che al voluto delle parti. In questa prospettiva, l'assenza dei richiamati presupposti non consentirebbe la produzione degli effetti di favore.

⁴⁴ v. S. PAGLIANTINI, *La validità secca del mutuo fondiario sovrafinanziato: un the end (più) agro (che) dolce*, cit., 530 s., il quale, nel richiamare V. PUGLIATTI, A. FALZEA, *I fatti giuridici*, Milano, 1996, 43 ss., evidenzia che «se l'autonomia è libertà di programmare tra scelta di schemi e potere di specificazione, tanto lo schema che gli effetti specificati sono tuttavia pur sempre creature offerte dalla legge». Sulla consequenzialità tra fatto ed effetti e sul potere delle parti di specificare i secondi v. A. FALZEA, *Voci di teoria generale del diritto*, Milano, 1970, 244.

A valle vi è la seguente constatazione: se non tutti gli effetti del mutuo fondiario – in particolare quelli che irrobustiscono, tramite significative deroghe al diritto comune, la posizione creditoria – possono costituirsi in via convenzionale, allora il difetto di un requisito necessario a integrare la fattispecie impedirebbe l'applicazione dello statuto speciale, anche ove questo sia stato espressamente richiamato dai contraenti. In tal caso, il contratto, pur restando valido, verrebbe sterilizzato degli effetti premiali non producibili dall'operazione diversa e resterebbe nondimeno assoggettato alla disciplina dettata per il mutuo ordinario⁴⁵.

Nella prospettiva indicata, la riqualificazione del contratto, essendo limitata alla corretta individuazione della disciplina cui soggiace l'operazione negoziale, non integrerebbe un intervento autoritativo sul voluto delle parti e non comprimerebbe la loro autonomia negoziale, ma garantirebbe soltanto l'applicazione del corretto regime giuridico a un contratto che non presenta tutti gli elementi richiesti per accedere ai benefici propri della disciplina del fondiario.

L'opzione è pienamente condivisibile sia nella premessa dalla quale muove, sia nella soluzione cui giunge.

In particolare, convince la lettura dell'art. 38 TUB quale norma non solo prudenziale, ma anche qualificatoria: essa descrive nient'altro che uno schema contrattuale che le parti possono utilizzare al fine di ottenere la disciplina premiale a esso connessa⁴⁶. Ai contraenti è dunque

⁴⁵ Rileva R. NATOLI, *Problema e sistema nel diritto dell'economia*, cit., 76, che qualora non sia rispettato il limite di finanziabilità, «il mutuo perde quell'elemento tipologico che consente di qualificarlo come “fondiario”: resta un nudo mutuo, certamente non nullo, ma privo di ormai ingiustificati privilegi fondiari».

⁴⁶ Ciò che caratterizza l'operazione di credito fondiario e che la distingue, sotto il profilo strutturale, dal contratto di mutuo ordinario è esattamente il rapporto di proporzionalità tra l'importo finanziato e il valore delle garanzie prestate. Su tale aspetto sembrano esservi pochi dubbi. È stato osservato, infatti, che i *Chiarimenti sul Testo unico bancario* del febbraio 1994 evidenziano che le operazioni di finanziamento possono beneficiare della disciplina dettata dagli artt. 39 ss. TUB soltanto ove risultino conformi ai requisiti previsti dall'art. 38 TUB, tra i quali rientra il rispetto del limite di finanziabilità. Nella medesima direzione depone anche il dato letterale dell'art. 38 TUB, significativamente rubricato «Nozione di credito fondiario». Tale elemento induce a ritenere che la nozione di credito fondiario debba essere ricostruita attraverso una lettura unitaria dell'intera disposizione e non sulla base del solo primo comma. Ne consegue che anche il limite di finanziabilità concorre a delineare la fattispecie tipica del credito fondiario, costituendone un elemento

lasciata la facoltà di avvalersi di uno strumento il cui utilizzo comporta dei benefici, ma per ottenerli l'operazione deve possedere i requisiti previsti dalla legge. È vero infatti che l'ordinamento offre diversi schemi contrattuali idonei a realizzare la medesima funzione - il finanziamento -, ma è vero anche che soltanto ad alcuni di essi lo stesso ordinamento riserva una disciplina particolarmente favorevole⁴⁷.

In questa direzione, il rispetto del limite di finanziabilità costituirebbe la condizione cui l'ordinamento subordina l'accesso agli effetti premiali collegati al tipo. Di conseguenza, il superamento dell'evocato limite opererebbe quale fatto impeditivo della (o rinuncia alla)⁴⁸ applicazione dello statuto speciale previsto dagli artt. 39 ss. TUB⁴⁹.

Da queste premesse discende coerentemente la soluzione, vale a dire l'applicazione della disciplina del mutuo ordinario. Se il legislatore riserva determinati privilegi processuali e sostanziali esclusivamente ai finanziamenti che presentano i requisiti della fondiarietà, sarebbe contraddittorio consentirne l'applicazione quando uno dei relativi requisiti difetti⁵⁰. Il regime premiale infatti non pare poter essere esteso a operazioni che, pur perseguendo la medesima funzione di finanziamento, non integrano la fattispecie legale alla quale quei benefici sono espressamente collegati.

qualificante. Cfr. Banca d'Italia *Chiarimenti sul Testo unico bancario del febbraio 1994*. Sul punto v. anche A.M. BENEDETTI, E. PESCE, *Mutuo fondiario, superamento del tetto di finanziabilità e nullità strutturale*, in *Giur. it.*, 2020, 1528 ss., spec. 1530.

⁴⁷ In questa prospettiva, la disciplina del fondiario tende a promuovere la (e a incentivare gli operatori economici alla) erogazione di finanziamenti supportati da adeguate garanzie, compensandoli tramite una disciplina di favore. In proposito v. M. TATARANO, *op. cit.*, 67, il quale ritiene che all'art. 38 Tub non può essere riconosciuto altro significato se non quello di compensare con un regime di favore le banche che abbiano deciso di cautelarsi con garanzie adeguate.

⁴⁸ F. PIRAINO, *Il mutuo fondiario e la violazione del limite di importo massimo finanziabile: "scotismo" e onnipotenza delle etichette*, cit., 163.

⁴⁹ S. PAGLIANTINI, *La validità secca del mutuo fondiario sovrafinanziato: un the end (più) agro (che) dolce*, cit., 530. In questo senso v. anche G. D'AMICO, *Sull'ambito di applicazione della disciplina del credito fondiario*, cit., 439 ss.

⁵⁰ Osserva E. PESCE, *Alle radici di un'imperatività ingiustamente negata: ancora sulla sorte del mutuo fondiario sovrafinanziato*, cit., 469 ss. che finché il limite di finanziabilità permane nell'ordinamento, esso continua a svolgere, come in passato, la medesima funzione delimitativa. Ne consegue che un eventuale mutamento di tale assetto non può che essere rimesso all'intervento del legislatore.

L'opposta conclusione, secondo cui il superamento del limite di finanziabilità sarebbe privo di incidenza sul piano del rapporto negoziale, condurrebbe a un risultato difficilmente accettabile sistematicamente. Essa finirebbe, infatti, per attribuire alle banche la disponibilità della fattispecie fondiaria, consentendo loro di conseguire e conservare il regime privilegiato anche in assenza dei presupposti stabiliti dalla legge. In tal modo, le dichiarazioni dei contraenti diverrebbero da sole sufficienti a giustificare l'applicazione di una disciplina eccezionale, con la conseguenza di legittimare, di fatto, una deroga convenzionale al sistema di preclusioni e divieti che caratterizza le procedure di liquidazione giudiziale e controllata⁵¹.

È proprio per evitare tale esito che la riqualificazione del contratto rappresenta la soluzione più convincente in chiave sistematica. Essa si limita a ristabilire la necessaria corrispondenza tra fatto ed effetti, assicurando che cause di prelazione e altri benefici eccezionali trovino applicazione soltanto in presenza delle condizioni e delle ragioni che l'ordinamento individua come presupposto della loro attribuzione.

⁵¹ Gli effetti del credito fondiario che pongono il creditore in una posizione di sicuro privilegio nei confronti degli altri possono giustificarsi fintanto che esista, al momento costitutivo, il rapporto di proporzionalità tra capitale dato in prestito e garanzie ricevute, altrimenti difficilmente potrebbero continuare ad essere giustificati i vantaggi spettanti al creditore e le deroghe alla *par condicio*. Seppure seguendo un percorso argomentativo differente che alla base ritiene l'art. 38 Tub norma imperativa, interessanti sono le osservazioni di A.A. DOLMETTA, *Identità del credito fondiario e «premio dell'irragionevolezza»*, cit., 127 ss., il quale sostiene che lasciare i privilegi fondiari, nonostante il mancato rispetto del limite di finanziabilità, porrebbe la disciplina del fondiario a serio rischio di incostituzionalità.

La moneta elettronica nel *regulatory layering* del diritto UE, al bivio tra circolazione *closed-loop* e tokenizzazione.

Analisi a margine degli ultimi orientamenti della CGUE e della Commissione Europea in materia e del temporaneo regulatory relief proposto dall'EBA in relazione alla disciplina degli E-Money Tokens di cui al MiCAR.

SOMMARIO: 1. Stratificazione regolatoria e c.d. “*self-gold-plating*” nella nuova regolamentazione UE della “moneta elettronica” *tokenizzata*. – 2. L’incerta transizione della moneta elettronica nel *framework* giuridico unificato dei servizi di pagamento al dettaglio e della *tokenizzazione* delle cripto-attività. – 3. La questione del rilievo giuridico delle modalità di circolazione della “moneta elettronica” nelle ultime indicazioni della Corte di Giustizia, tra *closed-loop* e decentralizzazione. – 4. La questione dell’ambiguo collocamento della disciplina della moneta elettronica tra quella dei servizi di pagamento *retail* di cui alle EMD2/PSD2 e quella degli *E-money Tokens* di cui al MiCAR. – 5. Le misure straordinarie di gestione del *regulatory layering* delle diverse “forme” della moneta elettronica: la *no-action letter* dell’EBA e il chiarimento sul c.d. *first-party transfer* di *E-money Tokens*. – 6. Conclusioni e considerazioni *de iure condendo*, anche in vista del possibile sviluppo dei c.d. *tokenised deposits* degli enti creditizi.

1. Stratificazione regolatoria e c.d. “*self-gold-plating*” nella nuova regolamentazione UE della “moneta elettronica” *tokenizzata*

Da qualche tempo a questa parte si osserva la diffusione di un ampio consenso a favore della semplificazione dell’ordine giuridico del settore finanziario dell’Unione. Alla base delle relative istanze vi sarebbe l’idea che tale settore sia stato oggetto negli ultimi anni di un’eccessiva normazione, secondo un approccio inoltre sempre più marcatamente *rule based* e di dettagliata regolamentazione anche di aspetti molto tecnici e operativi, nonché tramite fonti giuridiche multilivello e dalla natura eterogenea. Emblematico in tal senso è in effetti, tra l’altro, il fenomeno del crescente utilizzo della delega normativa alla Commissione Europea per l’emanazione di atti delegati o di esecuzione (*ex artt. 290 o 291 TFUE*) basati sull’elaborazione di norme tecniche (di regolamentazione e di attuazione) da parte delle tre Autorità Europee di Vigilanza finanziaria (EBA, ESMA ed EIOPA,

cumulativamente le ESAs)¹, nonché la regolare adozione da parte di queste ultime di varie misure di *soft law*, quali orientamenti, raccomandazioni, pareri, e non ultime le Q&As, che contribuiscono per altro verso, a pieno titolo, alla definizione del diritto vivente dell'Unione in *subjecta materia*.

Un aspetto particolarmente significativo di tale *trend* è che la spinta verso la semplificazione non promana tanto dagli operatori o da una generale *policy stance* verso un maggior *laissez-faire*, quanto *in primis* dall'esigenza, segnalata dalle stesse Istituzioni e Autorità di settore, di rimuovere inutili o accidentali elementi di complessità dell'*acquis* UE derivanti dalla non sempre coordinata stratificazione dei numerosi e pervasivi interventi regolatori di questi ultimi anni, evitando così che questa possa determinare una *regulatory failure* che finisca per ostacolare, piuttosto che promuovere, il perseguimento dei *public policy objectives* della regolazione di settore, ovvero determinare svantaggi o distorsioni competitive nel confronto internazionale. Paradigmatica in tal senso è la posizione espressa nel 2025 dai Governatori delle Banche Centrali di Italia, Francia, Germania e Spagna nel comunicare al Commissario della Commissione Europea per i *Financial Services and the Savings and Investments Union* che «*there appears to be a broad consensus, including among public authorities, in favour of simplification*» della regolamentazione finanziaria al fine di promuovere così la competitività dell'Unione. In particolare, è stato ivi osservato che, nonostante «*simplification is not and should not be deregulation*», tuttavia «*a comprehensive analysis of the implications of all the standards produced in Europe should be carried out, including level 2 and 3 standards to ensure that they do not cumulatively add unintended layers of rules and expectations in*

¹ Cfr. Regolamento (UE) n. 1093/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 novembre 2010 che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/78/CE della Commissione; Regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 Novembre 2010 che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/77/CE della Commissione; Regolamento (UE) n. 1094/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 novembre 2010 che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/79/CE della Commissione.

addition to what is provided for in the political agreement in respect of the level 1 text»².

In effetti la prolifica produzione normativa unionale avente ad oggetto il settore finanziario ampiamente inteso ha in alcuni casi paradossalmente ingenerato incertezze in merito al disposto del risultante *framework* regolatorio, piuttosto che una coerente e uniforme applicazione delle relative disposizioni, ciò ad esempio a causa del ripetuto susseguirsi dei regimi transitori (spesso anche prorogati) necessari a regolare le questioni di diritto intertemporale, nonché dell'imperfetto coordinamento, se non di vere e proprie antinomie, tra plessi normativi aventi ambiti e tempistiche applicative diversi, da cui il ricorrente ricorso a *quick-fix* normativi, *moratorie*³ e contingenti misure di supervisione anche da parte delle ESAs.

Tra gli strumenti a tal fine a disposizione delle ESAs rileva in particolare quello delle *c.d. no-action letters* non a caso da ultimo introdotto nel relativo *toolbox* con la riforma attuata ai sensi del Regolamento (UE) 2019/2175⁴. Uno strumento questo che le stesse

² Cfr. Letter to Commissioner Maria Luís ALBUQUERQUE and Director-General John BERRIGAN, sottoscritta da Governor of the Banco de España, President of the Deutsche Bundesbank, Governor of the Banca d'Italia, Governor of the Banque de France, 5 February 2025.

³ Al riguardo si veda ad esempio l'*enforcement moratorium* promosso dall'EBA dall'applicazione della *Strong Customer Authentication* di cui alla PSD2 ai pagamenti *on-line* con carta di credito, cfr. *Opinion of the European Banking Authority on the elements of strong customer authentication under PSD2*, EBA-Op-2019-06 21 June 2019, par. 13 ss.; *Opinion of the European Banking Authority on the deadline for the migration to SCA for e-commerce cardbased payment transactions*, EBA-Op-2019-11, 16 October 2019; Banca d'Italia, comunicato sulla «Adozione delle procedure di autenticazione forte dei pagamenti online con carta», del 1° agosto 2019, e sui «Tempi di attuazione delle misure di sicurezza per i pagamenti online con carta», 29 novembre 2019.

⁴ Regolamento (UE) 2019/2175 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 dicembre 2019 che modifica il Regolamento (UE) n. 1093/2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea), il Regolamento (UE) n. 1094/2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali), il Regolamento (UE) n. 1095/2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), il Regolamento (UE) n. 600/2014, sui mercati degli strumenti finanziari, il Regolamento (UE) 2016/1011, sugli indici usati come indici di riferimento negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari o per misurare la performance di fondi di investimento, e il regolamento (UE) 2015/847, riguardante i

ESAs possono specificamente adottare⁵ solo «in circostanze eccezionali» per rispondere a «*specific and immediate market demands*»⁶ che richiedano la sospensione o una certa flessibilità dell'*enforcement* di determinate disposizioni, ovvero laddove ciascuna ESA ritenga che l'applicazione di uno degli atti legislativi unionali che definiscono il relativo ambito d'intervento (oppure un atto delegato o di esecuzione basato su tali atti legislativi unionali) possa sollevare «problemi rilevanti» per il mercato o per gli operatori in quanto idoneo a determinare: a) un «*diretto conflitto*» con un altro atto normativo pertinente; b) «*legittimi dubbi*» circa le conseguenze giuridiche dell'atto in questione o della sua applicazione corretta (specificamente a causa della mancanza di atti delegati o di esecuzione che ne integrino o precisino il contenuto); c) «*difficoltà pratiche*» circa l'applicazione dell'atto in questione, a causa della mancanza di orientamenti e raccomandazioni delle ESAs stesse⁷.

In tale contesto, i problemi di sovrapposizione e incerto coordinamento, di seguito meglio specificati, tra l'innovativa disciplina unionale delle *cripto-attività* codificata nel Regolamento MiCA (in seguito: MiCAR)⁸ e quella dei servizi di pagamento *retail* e della

dati informativi che accompagnano i trasferimenti di fondi. Cfr. European Commission, Creating a stronger and more integrated European financial supervision for the Capital Markets Union, press release, Brussels, 20 September 2017; A. MAGLIARI, *La proposta di riforma delle Autorità europee di vigilanza finanziaria. Verso un ulteriore accentramento delle funzioni di vigilanza a livello sovranazionale: prospettive e problemi*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, 2, 2018, 391 – 444.

⁵ Cfr. Articolo 9-*quater* del Regolamento (UE) n. 1093/2010 istitutivo dell'EBA, articolo 9 *bis* del Regolamento (UE) n. 1094/2010 istitutivo dell'EIOPA e articolo 9 *bis* del Regolamento (UE) n. 1095/2010 istitutivo dell'ESMA.

⁶ H. MARJOSOLA, *Shadow Rulemaking: Governing Regulatory Innovation in the EU Financial Markets*, in *German Law Journal* (2022), n. 23, 190.

⁷ Come evidenziato tali *no-action letters* essenzialmente «*seek non-enforcement by national competent authorities of particular provisions within a level one Directive or Regulation or a level two delegated or implementing act causing some form of market disruption or other difficulties for market participants*» al verificarsi di uno dei tre scenari tassativamente codificati, cfr. M. VAN RIJSBERGEN, E. ROGGE, *Changes to the European Financial Supervisory Agencies' Soft Law Powers: Legitimacy Problems Solved or New Puzzles Created?*, in *European Journal of Legal Studies (EJLS)*, Vol. 14 (2022), Issue 1 - Summer 2022, 241.

⁸ Sul relativo contenuto e assetto di fondo *ex multis* cfr. D.A. ZETSCHE, F. ANNUNZIATA, D.W. ARNER, R.P. BUCKLEY, *The Markets in Crypto-Assets*

moneta elettronica di cui al *framework* EMD2/PSD2⁹, offrono un paradigmatico riferimento di diritto positivo utile a cogliere la manifestazione plastica delle questioni giuridiche derivanti da un fenomeno che si potrebbe definire come di “*regulatory multi-layering*” evolutivo, specificamente rispetto alla disciplina della *moneta elettronica* introdotta a suo tempo con la EMD1¹⁰ del 2000, tale da determinare una sorta di “*self-gold-plating*” del diritto unionale in materia.

Un’espressione quest’ultima con cui si vuole qui intendere un effetto di superfetazione normativa che, a differenza del “*gold-plating*” tradizionalmente inteso, non interessa la dialettica tra fonti del diritto dell’Unione e degli Stati Membri, bensì tra norme promananti tutte da fonti UE per effetto dell’evoluzione diacronica di regimi regolatori con ambiti di applicazione variamente configurati e dal contenuto sempre più dettagliato, col conseguente rischio di sproporzionata e incontrollata stratificazione (totale o parziale) all’interno dello stesso ordinamento dell’Unione di molteplici norme di varia fonte, foriera d’inefficienze applicative, traslazione di istituti tra ambiti differenti, vere e proprie antinomie o eterogenesi dei fini rispetto agli obiettivi di tutela degli interessi pubblici di volta in volta perseguiti. Le problematiche derivanti dal *self-gold-plating* unionale non attengono

Regulation (MiCA) and the EU Digital Finance Strategy, in *European Banking Institute Working Paper Series*, 2020 – n. 77; G. GASPARRI, *L’ouverture della MiCAR in Italia: tra antiche incertezze classificatorie e nuovi poteri di vigilanza*, in www.dirittobancario.it, approfondimenti, settembre 2024; V. LEMMA, *The public intervention on cryptocurrencies between innovation and regulation*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, (<https://wp.me/p5r4Oe-pN>), Aprile 2022; G. GIMIGLIANO, *Payment Tokens and the Path Towards MiCA*, in *The Italian Law Journal*, 1, 2022, 354 ss.

⁹ Cfr. rispettivamente: a) Direttiva 2009/110/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 settembre 2009 concernente l’avvio, l’esercizio e la vigilanza prudenziale dell’attività degli istituti di moneta elettronica, che modifica le direttive 2005/60/CE e 2006/48/CE e che abroga la direttiva 2000/46/CE; b) 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.

¹⁰ Cfr. Direttiva 2000/46/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 18 settembre 2000, riguardante l’avvio, l’esercizio e la vigilanza prudenziale dell’attività degli istituti di moneta elettronica.

quindi alla frammentazione del mercato interno a causa di disarmonie normative introdotte a livello nazionale, quanto all'iper-densificazione del diritto UE che incide negativamente sull'ordinato funzionamento del mercato interno.

2. *L'incerta transizione della moneta elettronica nel framework giuridico unificato dei servizi di pagamento al dettaglio e della tokenizzazione delle cripto-attività*

Come accennato, fattispecie e disciplina della moneta elettronica sono state inizialmente codificate nel diritto positivo unionale con la EMD1 del 2000¹¹, poi sostituita dalla EMD2 del 2009 soprattutto per aggiornarne alcuni aspetti tecnici e meglio esplicitare la vocazione della moneta stessa ad essere utilizzata per operazioni di pagamento al dettaglio¹². Un ulteriore plesso normativo UE che interagisce infatti strutturalmente con tale disciplina è proprio quello avente ad oggetto i servizi di pagamento *retail* di cui alla vigente PSD2 del 2015, destinato ad essere a sua volta profondamente aggiornato per effetto dell'approvazione, verosimilmente prossima, del pacchetto legislativo

¹¹ Al riguardo si rinvia *ex multis* a V. TROIANO, *Gli istituti di moneta elettronica*, in *Banca d'Italia, Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale*, n. 53 - Luglio 2001, 12 ss.; G. LEMME, *Moneta scritturale e moneta elettronica*, Torino, 2003, 163-166; G. OLIVIERI, *Appunti sulla moneta elettronica*, in *Banca borsa tit. cred.*, 6, 2001, 809 ss.; P. PACILEO, *La disciplina della moneta elettronica a seguito del recepimento delle direttive 2000/46/CE e 2000/28/CE nell'ordinamento italiano*, in *Il diritto dell'informazione e dell'informatica*, 2, 2005, 307 ss.; V. SANTORO, *Appunti sulla moneta elettronica*, in *Riv. not.*, 1986, 879 ss.; D. SICLARI, *Legislazione della nuova economia e disciplina codicistica: la moneta elettronica*, in *Banca borsa tit. cred.*, 4, 2005, 466 ss.; S. MEZZACAPO, *Commento sub art. 114-bis al Testo Unico Bancario. Emissione di moneta elettronica*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, F. Capriglione (diretto da), Cedam, Padova, 2012, 1522 ss.

¹² In tal senso è evidenziato tra l'altro il collegamento espressamente effettuato nella EMD2 del «concetto delle operazioni di pagamento cui è correlata funzionalmente la emissione della moneta [... elettronica ...] alla definizione che di queste è fornita medio tempore dalla PSD», V. TROIANO, *Moneta elettronica e token utilizzabili come mezzo di pagamento tra MICAR, proposta di PSD 3 e adattamento dell'ordinamento interno*, in *Riv. trim. dir. econ.*, *Supplemento* al n. 4, 2023, 155.

PSD3/PSR¹³ che, nel voler dare ulteriore impulso ai modelli di *Open Banking*¹⁴, intende non a caso realizzare finalmente anche l'auspicata integrazione della PSD2 e dell'EMD2 in un *corpus* normativo unitario composto da una direttiva recante la nuova disciplina dei servizi di pagamento e di quelli di moneta elettronica (*Payment Service Directive 3 – PSD3*)¹⁵, e da un complementare regolamento sugli obblighi in materia di prestazione dei servizi medesimi (*Payment Services Regulation – PSR*)¹⁶. Una sistematizzazione questa da accogliere con favore, visto che la distinzione lungamente preservata tra disciplina UE dei servizi di pagamento *retail* e della moneta elettronica risulta in

¹³ Per una prima disamina cfr. F. CASCINELLI e L. BETTINELLI, *Verso la PSD3 e il nuovo Regolamento sui Servizi di Pagamento*, in www.dirittobancario.it, approfondimenti, ottobre 2023.

¹⁴ Espressione questa che indica tipicamente il fenomeno dello «*sharing and leveraging of customer-permissioned data by banks with third party developers and firms to build applications and services, such as those that provide real time payments, greater financial transparency options for account holders, and marketing and cross-selling opportunities*», BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Report on open banking and application programming interfaces*, November 2019, 19. Sulle relative caratteristiche e implicazioni regolatorie *ex multis* cfr. M. RABITTI, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *I servizi di pagamento tra PSD2 e GDPR: Open Banking e conseguenze per la clientela*, in AA.VV., *Liber Amicorum Guido Alpa*, F. Capriglione (a cura di), Padova, 2019, 711 ss.; F. CIRAULO, *Open Banking, Open Problems. Aspetti controversi del nuovo modello dei "sistemi bancari aperti"*, in questa Rivista, 4, 2020, 611 ss.; D. MILANESI, *A New Banking Paradigm: The State of Open Banking in Europe, the United Kingdom, and the United States*, in *TTLF Working Papers No. 29, Stanford-Vienna Transatlantic Technology Law Forum*; A. ARGENTATI, *Le banche nel nuovo scenario competitivo. FinTech, il paradigma dell'Open banking e la minaccia delle big tech companies*, in *Merc. conc. reg.*, 3, 397 ss.; S. MEZZACAPO, *L'accesso ai dati dei conti di pagamento: innovazione digitale e tutela degli utenti nell'evoluzione della regolamentazione UE dell'Open Banking*, in *Dir. banc. fin.*, 4, 2025, 663 ss.; ID., *Competition policy issues in EU retail payment business: the new PSD 2 regulatory principle of open online access to information from "payment accounts" and associated "payment transactions"*, in *European Competition Law Review*, Vol. 39, Issue 12 (2018), 534 ss.

¹⁵ 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).

¹⁶ 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).

effetti già da qualche tempo non più funzionale¹⁷, e anzi foriera di incertezze applicative, rischi di arbitraggio e disparità di trattamento¹⁸.

Al riguardo, rileva ad esempio, *in primis* che mentre la EMD2 ha ad oggetto il solo «esercizio dell'attività di emissione di moneta elettronica» (cfr. art. 1, par. 1, EMD2), nel prossimo *framework* PSD3/PSR è prevista, invece, la definizione e disciplina di una nuova categoria di «servizi di moneta elettronica» comprendenti: i) la «emissione di moneta elettronica»; ii) la «amministrazione di conti di pagamento su cui sono memorizzate unità di moneta elettronica»; iii) il «trasferimento di unità di moneta elettronica» (cfr. art. 2, punto 37, e Allegato II della PSD3 e art. 3, punto 52, e Allegato II del PSR). Allo stesso tempo, la nozione giuridica di «fondi» oggetto di «operazioni di pagamento» verrebbe espressamente ad includere tutte le forme di «moneta di banca centrale» emessa per l'uso al dettaglio (*i.e.* banconote, monete e prossimamente l'Euro Digitale¹⁹) e la moneta scritturale, nonché appunto la «moneta elettronica» (cfr. art. 2, punto 23), PSD3 e art. 3, punto 30, PSR).

Ciò posto, non può mancare qui di rilevare che anche nel nuovo *framework* unitario di cui al PSD3/PSR residuerebbero comunque taluni dubbi circa la chiarezza e coerenza complessiva del quadro normativo, nonché sulla funzione e sulla collocazione che la fattispecie giuridica della *moneta elettronica*, per come fin ora intesa ai sensi della EMD2, potrà continuare ad avere nell'ordine giuridico del mercato interno.

¹⁷ In tal senso anche R. FREITAG, *PSD2 and other EU-directives in the banking and financial sector, The Case of the Directives on Electronic money and on the Distance Marketing of Financial Services*, in AA.VV., *L'attuazione della seconda direttiva sui servizi di pagamento e "open banking" (The transposition of PSD2 and open banking)*, E. Bani, V. De Stasio e A. Sciarrone Alibrandi (a cura di), Bergamo, 2021, 62.

¹⁸ Cfr. considerando n. 5 della proposta di PSD3. Si pensi al riguardo ad esempio che, come osservato, a causa di una certa circolarità ed eccessiva ampiezza e ambiguità delle nozioni giuridiche "codificate" in materia "any debit card linked to a traditional bank could be considered e-money", cfr. T. VANDER LINDEN & T. SHIRAZI, *Markets in crypto-assets regulation: Does it provide legal certainty and increase adoption of crypto-assets?*, in *Financial Innovation*, 22, 2023, 12.

¹⁹ Al riguardo cfr. BANCA CENTRALE EUROPEA, *Report on a digital euro, October 2020*; ID., *Update on the work of the digital euro scheme's Rulebook Development Group*, 9 April 2025.

Due sono gli elementi maggiormente rilevanti in tal senso.

Il primo è costituito dalla (forse disattenta) intervenuta parificazione *ex lege* alla moneta elettronica “tradizionale” di cui alla EMD2 della nuova fattispecie della cripto-attività qualificata nel MiCAR come «token di moneta elettronica» (*Electronic Money Tokens – EMT*) e caratterizzata *in primis* dal fatto di «mantenere un valore stabile facendo riferimento al valore di una valuta ufficiale» (cfr. rispettivamente art. 48, par. 2, e art. 3, par. 1, punto 7), del MiCAR)²⁰. Una delle connesse principali questioni sistemiche è che in questo modo gli EMT vengono sussunti *di diritto* anche nella definizione di «fondi» di cui alla disciplina dei servizi di pagamento *retail* (cfr. art. 4, punto 25), della PSD2)²¹, in mancanza però di un chiaro coordinamento tra quest’ultima e quella dei mercati delle cripto-attività di cui al MiCAR²², con conseguenti rischi di sovrapposizioni e antinomie²³, che potrebbero però essere evitati stabilendo, ad esempio nel nuovo PSR, che detta equiparazione è in linea di principio funzionale alla sola applicazione del MiCAR alla moneta elettronica ove tokenizzata, ed elencando quindi in modo specifico casi tassativi in cui agli EMT si deve invece

²⁰ Sul punto cfr. V. TROIANO, *Moneta elettronica e token utilizzabili come mezzo di pagamento tra MiCAR, proposta di PSD 3 e adattamento dell’ordinamento interno*, cit., 161 ss.. In particolare, l’ancoraggio ad una determinate «hard currency» varrebbe a distinguerebbe gli EMT rispetto dagli ART i quali pure sono sostanzialmente delle stablecoins che però «reference baskets of currencies or commodities», K. LANNOO, *The EU’s new crypto and cyber rules*, in *European Capital Markets Institute ECMI Policy Brief*, n. 38, July 2023, 7.

²¹ Sul punto cfr. considerando n. 16 della proposta di PSD3 e considerando n. 29 della proposta di PSR. In senso conforme anche cfr. R. FERRETTI, L. MONECHI, *Il complesso rapporto tra MiCAR e PSD2*, in www.dirittobancario.it, 22 ottobre 2025.

²² Per una prima analisi sul punto cfr. F. CIRAIOLO, *La disciplina degli e-money tokens tra proposta di Regolamento MiCA e normativa sui servizi di pagamento. Problematiche regolatorie e possibili soluzioni*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 1, 2022, 239 ss. Sulle implicazioni operative e di vigilanza cfr. BANCA D’ITALIA, *Regolamento (UE) 2023/1114 relativo ai mercati delle cripto-attività (“MiCAR”). Comunicazione della Banca d’Italia*, luglio 2024.

²³ Con specifico riferimento alle questioni relative alla incerta sistematizzazione del combinato disposto del MiCAR e della PSD2 cfr. A. MINTO, *Token di moneta elettronica e problemi di coordinamento tra il Market in Crypto Assets Regulation (“MiCAR”) e la disciplina sulla prestazione dei servizi di pagamento*, in AA. VV., *A 30 anni dal Testo unico bancario (1993-2023): The Test of Time*, Banca d’Italia, Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale, n. 99 – febbraio 2024, 90 ss.

applicare anche la disciplina dei servizi di pagamento *retail* e della moneta elettronica²⁴.

Il secondo elemento attiene invece alle implicazioni di quanto da ultimo statuito dalla Corte di Giustizia dell'Unione nel 2024 (nella causa C-661/22)²⁵ e ulteriormente elaborato dalla Commissione Europea nel 2025 (in riscontro a una Q&A dell'EBA)²⁶ circa gli elementi essenziali e caratterizzanti in punto di diritto della nozione di moneta elettronica ai sensi della EMD2, anche al fine della relativa differenziazione rispetto alla prestazione di servizi di pagamento *retail* di cui alla PSD2. Benché invero le due Istituzioni si siano limitate nell'occasione “solo” a ribadire gli elementi che definiscono, a diritto vigente, la fattispecie moneta elettronica ai sensi della EMD2, tuttavia deve rilevarsi che in questo modo sarebbe stato messo in evidenza che sarebbero coerenti con *l'acquis* dell'Unione solo quei modelli di servizio basati su sistemi *closed-loop* di trasferimento della moneta elettronica emessa.

Ne risulta così che certi modelli operativi di “spendita” della moneta elettronica di tipo invece *open-loop*, pur diffusamente implementati da tempo nel mercato, sarebbero stati quindi collocati, quanto meno, in una sorta di zona grigia dal punto di vista regolatorio, essendo allo stato dubbio che questi possano continuare ad essere inequivocabilmente considerati come implicanti una effettiva spendita di *moneta elettronica* ai sensi della EMD2²⁷. Il riferimento è, ad esempio, ai modelli alla base

²⁴ In tal senso cfr. *Risoluzione legislativa del Parlamento europeo del 23 aprile 2024 sulla proposta di PSR* (COM(2023)0367 – C9 – 0217/2023 – 2023/0210(COD)), P9_TA(2024)0298.

²⁵ Corte di Giustizia dell'Unione europea (Quinta Sezione), sentenza del 22 febbraio 2024, causa C-661/22, *ABC Projektai UAB c. Lietuvos bankas*, ECLI:EU:C:2024:165.

²⁶ EBA, *Single Rulebook, Q&A 2022_6336, Definition of electronic money*, risposta definitiva pubblicata dall'EBA il 17 gennaio 2025, ma predisposta dalla Commissione europea (in seguito: EBA, *Single Rulebook, Q&A 2022_6336*).

²⁷ L'orientamento della Corte di Giustizia, pure condiviso dalla Commissione europea e dall'EBA, pone infatti «la questione se i circuiti aperti di moneta elettronica, contraddistinti dalla circostanza che il titolare ha la possibilità di spendere il proprio credito verso l'emittente in favore di una pluralità ampia e indeterminata di potenziali beneficiari, siano compatibili con la qualificazione giuridica offerta dall'Autorità europea. Ovvero, detto in altri termini, se la caratteristica della spendibilità generalizzata, tradizionalmente riconosciuta alla moneta elettronica, meriti di essere ripensata», M. BRUNO e M. ROMANELLI, *Gli*

di taluni strumenti di pagamento prepagati (che sono anche quelli tradizionalmente prevalenti nel mercato italiano)²⁸, o quelli in cui i trasferimenti di fondi da un *wallet* di moneta elettronica a favore di altri conti sono regolati via *interbank clearing* invece che direttamente²⁹.

Deve al riguardo però tenersi al contempo presente che, per contro, i suddetti EMT, benché come detto sommariamente assimilati *ex lege* alla moneta elettronica *ex art. 48(2)* del MiCAR, sono invece intesi, e coerentemente regolamentati nel MiCAR, quali strumenti *tokenizzati* ordinariamente destinati a circolare su reti aperte, anche *permissionless*, secondo una logica quindi strutturalmente diversa da quella di una circolazione solo in sistemi *closed-loop*, che sembra essere stata invece da ultimo indicata quale elemento essenziale della fattispecie giuridica della moneta elettronica ai sensi della EMD2.

Il risultante quadro normativo si presenta quindi tutt'altro che univoco e coerente, con incertezze interpretative e incompatibilità strutturali in merito ai possibili modelli operativi che sono in larga parte imputabili proprio al suddetto fenomeno del *regulatory layering* e *self-gold-plating* nella produzione della normativa unionale in *subjecta materia*.

elementi qualificanti della moneta elettronica. Tra soft law dell'EBA e interpretazioni della Corte di Giustizia, in www.dirittobancario.it, febbraio 2025, 2.

²⁸ Come rilevato, infatti, in «*Italia la moneta elettronica si è diffusa in larga parte attraverso strumenti di pagamento prepagati basati su schema di carta "a quattro parti"*, mentre in altri paesi, soprattutto dell'Europa continentale, prevalentemente nell'ambito di schemi di pagamento cd. "*closed loop*". In tali schemi, gli utenti effettuano e ricevono pagamenti presso conti (o *wallet* digitali) radicati all'interno di una rete autonoma rispetto a quella bancaria, in cui il gestore dell'infrastruttura, l'emittente dello strumento e l'*acquirer* che ne garantisce l'accettazione sono generalmente la stessa entità», BANCA D'ITALIA, Comitato Pagamenti Italia, *Rapporto sulle operazioni di pagamento fraudolente in Italia – I semestre 2025*, Febbraio 2026, nota n. 8, 21.

²⁹ In tal senso A. YOHANNES e H. GODSCHALK, *EBA specifies e-money definition – What does this mean in practice?*, in www.paytechlaw.com, 4 February 2025.

3. *La questione del rilievo giuridico delle modalità di circolazione della “moneta elettronica” nelle ultime indicazioni della Corte di Giustizia, tra closed-loop e decentralizzazione*

Nella suddetta sentenza del 22 febbraio 2024, *causa C-661/22*, la Corte di Giustizia è stata chiamata in via principale a chiarire la distinzione tra emissione di “moneta elettronica” ai sensi della EMD2 e la diversa, benché contigua, attività di prestazione di servizi di pagamento *retail* di cui alla PSD2³⁰. Quanto ivi statuito è tuttavia di particolare utilità ermeneutica anche al di là della specifica questione esaminata, perché a fronte di un certo formante giurisprudenziale ormai della Corte stessa in materia di disciplina dei servizi di pagamento *retail*, l’unica rilevante sentenza resa dalla Corte sull’interpretazione della EMD2 risulta essere invece del 2019 (*causa C-389/17 – “Paysera LT” UAB*)³¹ e relativa inoltre, a ben vedere, al solo aspetto se due specifici servizi (di pagamento) basati su *wallet* di moneta elettronica dovessero essere o no qualificati di diritto come «servizi legati all’emissione di moneta elettronica»³².

Invece, nella più recente *causa C-661/22*, la Corte è stata chiamata in via principale³³ a pronunciarsi sulle implicazioni del fatto che un PSP

³⁰ In generale in materia cfr. E. CECCHINATO, *Sul confine fra emissione di moneta elettronica e servizi di pagamento*, in *Diritto Bancario*, 8 Aprile 2024.

³¹ In senso conforme cfr. Conclusioni dell’avvocato Generale, M. Campos Sánchez-Bordona presentate il 5 ottobre 2023, *Causa C-661/22, ABC Projektai UAB, già Bruc Bond UAB contro Lietuvos bankas*, punto 1.

³² Si trattava specificamente di: a) pagamenti verso conti terzi disposti a partire da un conto di moneta elettronica; b) riscossione di pagamenti per beni e/o servizi disposti a favore di titolari di conti di moneta elettronica da parte di terzi che non partecipano al sistema di moneta elettronica, cfr. Sentenza della Corte (Prima Sezione) del 16 gennaio 2019, *causa C-389/17, “Paysera LT” UAB*, ECLI:EU:C:2019:25, punti 13 – 16, 22, 30.

³³ Anche in questo caso il rinvio pregiudiziale alla Corte è stato promosso dalla Corte Amministrativa Suprema di Lituania, circostanza che non stupisce considerato che la Lituania si è affermata negli ultimi anni come primaria giurisdizione a livello EU per il numero di operatori di moneta elettronica e *start-up fintech* in genere, in particolare risulta che la “Lithuania is home to more than 280 start-ups, operating mostly in payments, but also in blockchain, cryptocurrencies, financial software and lending. Notably, Lithuania had issued a total of 147 payment and electronic money licences as of December 2023. This is more than in any other EU member state,

riceva dei fondi da parte di un utente di servizi di pagamento senza che tali fondi siano «*immediatamente combinati con un ordine di pagamento*»³⁴, restando piuttosto in giacenza, per un lasso di tempo indeterminato, su un conto di pagamento intestato a tale utente e radicato presso lo stesso PSP *accipiens*, in attesa di successivi impieghi o istruzioni. La questione interpretativa all'esame della Corte è stata in particolare di stabilire se tale operatività implichi una «*emissione di moneta elettronica*» di cui alla EMD2, oppure la prestazione di «*servizi di pagamento*» ai sensi della PSD2³⁵.

Tra queste due opzioni la Corte ha statuito quindi che l'operatività descritta debba qualificarsi di diritto come prestazione di un «*servizio di pagamento*» ai sensi dell'art. 4, punto 3), della PSD2 (*sub specie* di esecuzione di un'operazione connessa alla gestione di un «*conto di pagamento*» ai sensi dell'art. 4, punto 12) della PSD2)³⁶, rimanendo irrilevante rispetto a tale qualificazione giuridica la circostanza che i fondi «*ricevuti su tale conto di pagamento non sono combinati con un ordine di pagamento il giorno stesso o il giorno operativo successivo*»³⁷. A tal fine è stato valorizzato specificamente il fatto che, sebbene la PSD2 stabilisca invero vari obblighi a carico dei PSP, anche relativamente a «*il tempo di esecuzione degli ordini di pagamento o le date di riferimento da utilizzare*», tuttavia la stessa PSD2 in alcuni casi richiede e in generale «*non esclude che i fondi siano accreditati in anticipo su un conto di pagamento in vista dell'esecuzione di ordini di pagamento futuri, ivi inclusi ordini di pagamento non ancora specificati, né fissa un termine entro il quale, dopo che un tale conto è stato accreditato di un certo importo, tale importo debba essere*

although the trend has slowed down in recent years”, A. DEGELER, *Fintech in Lithuania: strength in numbers*, in www.fdiintelligence.com, 8 settembre 2025.

³⁴ Cfr. punto 31 della sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione europea nella causa C-661/22.

³⁵ In tal senso anche cfr. Conclusioni dell'avvocato Generale, M. Campos Sánchez-Bordona presentate il 5 ottobre 2023, Causa C-661/22, ABC Projekta UAB, già Bruc Bond UAB contro Lietuvos bankas, punto 2.

³⁶ Cfr. punto 34 della sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione europea nella causa C-661/22.

³⁷ Cfr. punto 35 della sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione europea nella causa C-661/22.

*utilizzato ai fini di un'operazione di pagamento»*³⁸, ferma restando ad ogni buon conto la dovuta osservanza del principio generale secondo cui «*il trasferimento di fondi su un conto di pagamento deve sempre essere effettuato per l'esecuzione di ordini di pagamento, [... a prescindere dal fatto ...] che tali ordini siano già specificati o meno»*³⁹.

Nell'escludere quindi che l'operatività in esame configuri un'emissione di moneta elettronica ai sensi della EMD2, la Corte ha però incidentalmente enunciato anche altri principi di diritto invero vieppiù rilevanti in ottica sistemica, in quanto attinenti all'individuazione degli elementi costitutivi indefettibili della «*moneta elettronica*» ai sensi della EMD2.

Innanzitutto è stato così chiarito che l'emissione di moneta elettronica ai sensi della EMD2 si distingue da una mera registrazione contabile su un conto di pagamento rappresentativa di un credito pecuniario derivante dalla ricezione di *fondi* da parte di terzi, perché invero la moneta in questione costituisce *di diritto* una nuova «*attività monetaria distinta*» dai *fondi* stessi, che per poter essere utilizzata (ovvero “spesa”) deve quindi prima esistere, evento questo che si verifica tecnicamente e giuridicamente solo per effetto della conversione, da parte del relativo emittente, dei *fondi* dallo stesso a tal fine preventivamente ricevuti in tale nuovo e autonomo *asset* monetario distinto. Ulteriore elemento necessario della fattispecie è che tale nuovo *asset* monetario sia anche accettato e circolante, direttamente nella forma in cui è stato emesso, come mezzo di pagamento presso un circuito di soggetti diversi dal relativo emittente⁴⁰.

Si ricava così che secondo l'*acquis* dell'Unione l'emissione di *moneta elettronica* ai sensi dell'art. 2, punto 2, della EMD2 richiede la sussistenza di tutti i seguenti elementi: *a)* la *conversione* di «*fondi*» preventivamente ricevuti in una «*attività monetaria*» distinta rispetto ai *fondi* stessi (*elemento oggettivo-strutturale*); *b)* uno specifico consenso, foss'anche tacito, del titolare di tale «*attività monetaria*» distinta all'emissione della stessa, fino a concorrenza del valore monetario dei

³⁸ Cfr. punti 36 e 37 della sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione europea nella causa C-661/22.

³⁹ Cfr. punto 43 della sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione europea nella causa C-661/22.

⁴⁰ Cfr. punto 47 della sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione europea nella causa C-661/22.

fondi a tal fine versati dallo stesso; sicché la mera detenzione di fondi su un conto di pagamento «senza ordinare immediatamente operazioni di pagamento fino al valore di tali fondi» non può essere considerata *ex sé* quale valido ed efficace consenso dell'utente a procedere a tale emissione (*elemento soggettivo-consensuale*); c) la «attività monetaria» distinta così emessa deve poter essere effettivamente utilizzata da una rete di utenti diversi dal relativo emittente che la accettino volontariamente e in questa stessa medesima “forma”⁴¹ (*elemento della diretta circolazione*).

Anche la Commissione Europea è poi ulteriormente intervenuta in materia, osservando che l'interpretazione resa dalla Corte implicherebbe che affinché la moneta in questione possa considerarsi giuridicamente emessa debbano contestualmente esistere anche due versanti di utenti del relativo emittente, *i.e.* quelli che ne richiedono l'emissione e quelli che l'accettano in pagamento, tutti interoperanti in un *closed-loop* di circolazione della moneta medesima (trilaterale quindi) nella sua forma di «attività monetaria distinta» rispetto ai diversi “*fondi*” ricevuti dal suo emittente per la relativa emissione⁴².

In altre parole è dato al riguardo intendere che, secondo i concordi orientamenti della Corte e della Commissione, gli elementi essenziali della fattispecie giuridica in questione includono cumulativamente: i) i requisiti relativi alla sua emissione quale autonomo «*monetary asset*» derivante dalla conversione di altri *fondi* a tal fine ricevuti dall'emittente, per la quale è *ius receptum* che ciò debba avvenire su specifica richiesta, ovvero consenso, di un utente dell'emittente medesimo, nell'ambito di un rapporto contrattuale tra gli stessi; ii) quelli relativi alle condizioni di accettazione e circolazione dell'*asset* medesimo tra soggetti terzi. La moneta elettronica di cui alla EMD2 potrebbe dirsi quindi giuridicamente emessa solo laddove il «*monetary asset*» così creato sia a sua volta anche «*used by a network of customers who would accept it voluntarily*»⁴³ direttamente in tale forma come mezzo di pagamento.

⁴¹ Cfr. punti 48 e 49 della sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione europea nella causa C-661/22.

⁴² Cfr. EBA, *Single Rulebook, Q&A 2022_6336*.

⁴³ Cfr. EBA, *Single Rulebook, Q&A 2022_6336* e sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione europea nella causa C-661/22, punto 49.

In particolare, il requisito della diretta circolazione presso *accipiens* terzi dell'*asset* in questione potrebbe altresì considerarsi soddisfatto solo a condizione che oggetto di trasferimento a terzi sia appunto l'*asset* medesimo, e non invece una diversa tipologia di *fondi* (es. *moneta scritturale*), ancorché derivanti dal rimborso o dalla riconversione in tale forma della moneta elettronica emessa appunto quale diverso «*monetary asset*»⁴⁴.

Secondo tale approccio l'ulteriore requisito necessario affinché si configuri un'emissione di moneta elettronica "tradizionale" ai sensi della EMD2 risulta essere allora l'esistenza anche di un *closed-loop* di soggetti *solvens* e *accipiens*, diversi dal relativo emittente, tra i quali la moneta stessa possa poi essere trasferita e accettata in pagamento (dal punto di vista tecnico e contrattuale) direttamente nella sua forma di autonomo «*monetary asset*». Con l'accettazione della moneta elettronica loro trasferita, gli *accipiens* diventano in particolare cessionari del corrispondente diritto di credito nei confronti dell'emittente della moneta stessa e rappresentato dall'*asset* così detenuto (cfr. art. 2, punto 2, della EMD2), il cui valore monetario è rimborsabile «*in qualsiasi momento e al valore nominale*» (cfr. art. 11, EMD2).

Proprio quest'ultima caratteristica implicherebbe, secondo la Commissione, la necessità di appositi «*contractual arrangements*» che regolino i rapporti tra l'emittente della moneta in questione e i vari titolari della stessa nell'ambito del suddetto *closed-loop*⁴⁵. In punto di diritto positivo rileva in tal senso soprattutto il combinato disposto dei parr. 2, 3 e 7, dell'art. 11 della EMD2, laddove nello stabilire il principio generale della rimborsabilità permanente della moneta elettronica, è altresì prescritto che «*le condizioni di rimborso*» della moneta stessa devono essere indicate «*chiaramente ed esplicitamente*»

⁴⁴ Sul punto è stato evidenziato infatti che «[a]ccording to the EBA, acceptance by third parties means that the e-money must actually be accepted and received by third parties. It is not sufficient for the payee to merely receive the (cash/virgin) funds resulting from the redemption of the e-money. Rather, the payee must accept the e-money itself and thus become the holder of the e-money. This requires a contractual agreement between the e-money issuer and the payee. In its response, the EBA also takes into account ECJ ruling C 661/22 of February 22, 2024 (*ABC Projektai UAB vs. Lietuvos bankas*). In this judgment, the ECJ points out that e-money is "a monetary asset separate from the funds received"». A. YOHANNES e H. GODSCHALK, *op. cit.*

⁴⁵ Cfr. EBA, *Single Rulebook*, Q&A 2022_6336.

in un «contratto tra l'emittente di moneta elettronica e il detentore di moneta elettronica» e che «il diritto al rimborso di un soggetto che non sia un consumatore e accetti moneta elettronica è subordinato a un accordo contrattuale tra l'emittente di moneta elettronica e tale soggetto».

Come già a suo tempo osservato, attesa la ricordata «natura della moneta elettronica essenzialmente quale credito nei confronti dell'emittente, la successiva «spendita» della moneta elettronica così emessa, è [... generalmente da inquadrare ...] nello schema civilistico della «cessione del credito», se avviene a favore di soggetti [... già ...] convenzionati con l'emittente (c.d. «spendita *infracircuito*»), [... potendo invece configurarsi una ...] «cessione del contratto» laddove il titolare della moneta elettronica la ceda invece «a terzi che non siano [... ancora ...] legati da alcun rapporto contrattuale con l'emittente»⁴⁶.

In definitiva, anche alla luce degli ultimi approdi ermeneutici della Corte di Giustizia e della Commissione Europea, risulta confermato che la mancanza di un circuito di trasferimento regolato su base contrattuale (*closed-loop*), ovvero l'emissione di un «*monetary asset*» elettronico però non volontariamente accettato come mezzo di pagamento, nella medesima forma in cui è emesso, presso un novero di soggetti diversi dall'emittente dell'*asset* stesso, ha come conseguenza che tale *asset* non sarebbe da qualificare di diritto come moneta elettronica ai sensi e per gli effetti della EMD2. Non implicherebbero quindi un pagamento mediante moneta elettronica di cui alla EMD2 quelle operazioni di pagamento realizzate mediante (i) il preliminare rimborso della moneta elettronica in moneta *fiat* o scritturale, e quindi (ii) non trasferendo all'*accipiens* la moneta elettronica in quanto tale, bensì la moneta *fiat*, scritturale o altri *asset* derivanti dalla riconversione di tale «*monetary asset*». In questi casi infatti non sarebbe l'*asset* monetario in questione a «circolare» né in punto di fatto né di diritto, ma sarebbe piuttosto il suo controvalore ad essere trasferito, previa conversione, al beneficiario attraverso altri canali e tipologie di mezzi di pagamento.

Dal punto di vista operativo ciò sembra implicare che certi strumenti di pagamento prepagati le cui operazioni sono regolate in moneta *fiat* o scritturale «*should probably no longer be classified as e-money. The*

⁴⁶ Cfr. S. MEZZACAPO, *Commento sub art. 114-bis al Testo Unico Bancario. Emissione di moneta elettronica*, cit., 1532.

same applies to transfers from an e-money IBAN account via interbank clearing to an account held at another institution»⁴⁷. Tale conclusione appare essere altresì corroborata anche da quanto riportato nell'ultimo report congiunto dell'EBA e della BCE sulle frodi nei pagamenti, secondo cui alla luce dei suddetti orientamenti della Corte di Giustizia e della Commissione europea potrebbe essere necessario rettificare degli errori di classificazione nei dati riportati nelle pertinenti segnalazioni di vigilanza riferiti alla moneta elettronica invece che ai servizi di pagamento⁴⁸.

Sotto il profilo strettamente giuridico ne conseguono inoltre rilevanti implicazioni in punto di accertamento dell'*an*, del *dove* e del *quando* debba considerarsi effettivamente avvenuta un'emissione di moneta elettronica, oppure lo svolgimento di «attività meramente operative, connesse e strumentali rispetto alla vera e propria emissione di moneta elettronica» come tali non sottoposte però a riserva legale. Ad esempio, nel caso di ricezione di *fondi* e loro conversione in un separato «monetary asset» elettronico, ma ancora non tecnicamente o giuridicamente “spendibile” presso terzi, dovrebbe ritenersi *di diritto* ancora non integrata alcuna emissione di moneta elettronica e così ontologicamente esclusa anche l'eventuale commissione del reato di sua abusiva emissione⁴⁹.

⁴⁷ A. YOHANNES e H. GODSCHALK, *op. cit.* Per contro è stato al riguardo osservato che alla luce della definizione di “operazioni di pagamento” e di “fondi” di cui alla PSD2 potrebbe invece affermarsi «che la moneta elettronica possa essere “spesa” anche mediante trasferimento di moneta scritturale, ad esempio mediante l'utilizzo della carta di pagamento che la incorpora ovvero mediante l'impartizione di un ordine di bonifico dal wallet sul quale essa è precaricata», M. BRUNO e M. ROMANELLI, *op. cit.*, 4.

⁴⁸ EBA – ECB, 2025 Report on payment fraud, EBA/REP/2025/40, December 2025, 9.

⁴⁹ Cfr. S. MEZZACAPO, *Commento sub art. 114-bis al Testo Unico Bancario. Emissione di moneta elettronica*, cit., 1532.

4. *La questione dell'ambiguo collocamento della disciplina della moneta elettronica tra quella dei servizi di pagamento retail di cui alle EMD2/PSD2 e quella degli E-money Tokens di cui al MiCA*

Nell'attuale epoca di sviluppo dell'*Open Finance*⁵⁰ e della *Finanza Decentralizzata (DeFi)*⁵¹, la suddetta individuazione degli elementi costitutivi della fattispecie moneta elettronica ai sensi dell'art. 2(2) della EMD2, tra cui *in primis* quello della circolazione in un sistema *closed-loop*, appare restringere notevolmente i possibili *use cases* della moneta stessa, col rischio di relegarla ad oggetto giuridico dalla limitata utilità nel settore bancario e finanziario dell'Unione. Ne risulta il delinearsi di un possibile *tramonto funzionale*, o comunque marginalizzazione, della moneta elettronica di cui alla EMD2 a favore della diffusione di nuovi sistemi di pagamento digitali aperti e decentralizzati basati su *asset monetari tokenizzati*.

⁵⁰ In generale sul punto cfr. V. FALCE, *Verso l'Open Finance. Open finance. The way forward*, in *Assicurazioni*, 2, 2024, 253 – 254; A. BURCHI, S. MEZZACAPO, P. MUSILE TANZI, T.N. POLI, G. QUARESIMA, V. TROIANO, *L'aggregazione di dati finanziari nella prospettiva dell'open finance. Profili di mercato e regolatori*, in *Quaderni Fintech della Consob*, n. 17 – dicembre 2025; F. ANNUNZIATA, *Open Finance e cripto-attività*, in AA.VV., *Dall'open banking all'open finance. Profili di diritto dell'economia*, V. Falce e U. Morera (a cura di), Torino, 2024, 113 ss.; L. FRATINI PASSI, B. RAGANELLI, *Open Finance e innovazione finanziaria: opportunità, questioni e sfide*, AA.VV., *Dall'open banking all'open finance. Profili di diritto dell'economia*, cit., 133 ss.; N. REMOLINA LEON, *Open finance: Regulatory challenges of the evolution of data sharing arrangements in the financial sector* (2023), in *Banking and Finance Law Review*, 40, (1), 35 - 66 (https://ink.library.smu.edu.sg/sol_research/4611); C. MARTINS PEREIRA, *The uncertain path towards open finance: mutual lessons from the United Kingdom and European Union regulatory approaches*, in AA.VV., *A Research Agenda for Financial Law and Regulation*, edited by J. Lee and A. Darbellay, Edward Elgar Publishing, 2025, 83 ss.

⁵¹ *Ex multis* in materia cfr. A. BORN, Z. GATI, C. LAMBERT, M. NAEEM, A. PELLICANI, *Who to regulate? Identifying actors within DeFi's governance*, in European Central Bank, *Working Paper Series*, n. 3208; I. MAKAROV e A. SCHOAR, *Cryptocurrencies and Decentralized Finance*, in *BIS Working Papers*, No 1061, December 2022; R. AUER, B. HASLHOFER, S. KITZLER, P. SAGGESE, F. VICTOR, *The Technology of Decentralized Finance (DeFi)*, in *BIS Working Papers*, No 1066, January 2023; G. MAIA, J. VIEIRA DOS SANTOS, *MiCA and DeFi ("Proposal for a Regulation on Market in Cryptoassets" and "Decentralised Finance")*, in *Revista Electrónica De Direito*, 2, 2022.

Ciò posto, è dato però al contempo rilevare che proprio la codificazione ai sensi del MiCAR delle fattispecie e disciplina uniforme degli EMT (specificamente in materia di loro emissione, offerta al pubblico e ammissione alla negoziazione) e la relativa equiparazione *di diritto* (ex art. 48(2), del MiCAR) degli EMT stessi alla moneta elettronica “tradizionale” di cui alla EMD2, invece che allineare la regolazione delle due fattispecie all’evoluzione delle dinamiche dei pagamenti digitali, sembrano piuttosto alimentare ulteriormente le questioni esegetiche in materia⁵². Si determina infatti in questo modo un articolato sistema di plurimi *layers* regolatori per fattispecie però fortemente affini o fungibili dal punto di vista degli utenti, recanti oltretutto disposizioni in parte aggiuntive e in parte derogatorie (sia nell’ambito dello stesso MiCAR sia rispetto a quelle di cui alle EMD2 e PSD2), secondo il fenomeno sopra denominato di *self-gold-plating* e *regulatory layering* del diritto unionale.

Ad esempio, vale considerare al riguardo che anche gli *Asset-Referenced Tokens* (ART), di cui all’art. 2, punto 6, del MiCAR, benché siano *crypto-assets* diversamente definiti e disciplinati nell’ambito del MiCAR stesso rispetto agli EMT⁵³, tuttavia a ben vedere «*can also be*

⁵² Come infatti puntualmente osservato, nel diritto dell’Unione gli EMT «assumono una duplice veste, essendo qualificabili, al contempo, sia come prodotti di e-money (attratti quindi come tali, nel relativo regime disciplinare) che come crypto-attività (soggette pertanto alle disposizioni MiCA, per assicurare la tutela dei consumatori e l’integrità del mercato). Proprio tale ambivalenza, tuttavia, si pone all’origine di alcune difficoltà nell’individuazione del regime normativo agli stessi applicabile, occorrendo coniugare le vigenti disposizioni eurounitarie in materia di moneta elettronica e di servizi di pagamento (EMD e PSD2) con le regole di futura adozione contenute nella proposta di Regolamento sui mercati di crypto-assets. Ed invero, la coesistenza di corpi normativi distinti, non sempre facilmente coordinabili tra di loro, frapponne numerosi ostacoli di ordine esegetico all’opera dell’interprete che voglia tentare una ricostruzione coerente del complessivo quadro normativo di riferimento», F. CIRAULO, *La disciplina degli e-money tokens tra proposta di Regolamento MiCA e normativa sui servizi di pagamento. Problematiche regolatorie e possibili soluzioni*, cit., 252 e 253.

⁵³ Trattasi specificamente dei c.d. «token collegati ad attività», ossia di «un tipo di crypto-attività che non è un token di moneta elettronica e che mira a mantenere un valore stabile facendo riferimento a un altro valore o diritto o a una combinazione dei due, comprese una o più valute ufficiali».

used for payment purposes»⁵⁴, finendo allora per costituire insieme agli EMT un più ampio *genus* dei *payment tokens*⁵⁵, ovvero essere entrambi assimilabili alle delle *stablecoins*⁵⁶.

Quanto alla suddetta equiparazione tra EMT e la moneta elettronica “tradizionale” di cui alla EMD2, questa risulta innanzitutto vieppiù eccentrica ove si consideri che la stessa determina una singolare eccezione al principio generale secondo cui il MiCAR reca una disciplina speciale uniforme delle sole tre tipologie di cripto-attività ivi indicate (ossia EMT, ART e i *crypto-assets* “other than” EMT e ART – cfr. art. 1, par. 1, del MiCAR), ispirata inoltre, almeno in teoria, ad un approccio di «*neutralità tecnologica*»⁵⁷, che comporta l’esclusione dall’applicazione delle disposizioni del MiCAR stesso ad eventuali *crypto-asset* (come definiti all’art. 3, par. 1, n. 5, del MiCAR) che rientrano anche in fattispecie giuridiche già disciplinate da altre norme UE, le quali continuano pertanto ad applicarsi a tali diversi *crypto-assets* «indipendentemente dalla tecnologia utilizzata per la loro emissione o il loro trasferimento»⁵⁸.

Proprio in ossequio a tale principio nel MiCAR è disposta infatti la testuale esclusione dal proprio ambito di applicazione (cfr. art. 2, par.

⁵⁴ In generale sul punto cfr. PETER FREY e AWET YOHANNES, *Payment tokens in the regulatory crossfire between MiCAR & PSD2/EMD2 (upcoming PSD3/PSR)*, in *paytechlaw.com*, 8 ottobre 2024.

⁵⁵ In particolare in linea di principio «*Asset-referenced and e-money tokens are respectively subsumable within the category of off-chain collateralised tokens and tokenised funds. [...] MiCA covers asset-referenced tokens and electronic (or e-money) tokens and deals with them (also) as a means of payment*», cfr. G. GIMIGLIANO, *Payment Tokens and the Path Towards MiCA*, cit., 366. In senso conforme è stato osservato che, nella logica del MiCAR, ARTs ed EMTs congiuntamente considerati vengono a delineare «*la macro-categoria dei payment tokens, al cui interno spiccano, per la loro prevalente funzione di pagamento, gli EMTs, così denominati in quanto assimilabili, sotto il profilo funzionale, alla moneta elettronica disciplinata dalla dir. 2009/110/CE*», cfr. F. CIRAIOLO, *La disciplina degli e-money tokens tra proposta di Regolamento MiCA e normativa sui servizi di pagamento. Problematiche regolatorie e possibili soluzioni*, cit., 251 e 252.

⁵⁶ In tal senso cfr. K. LANNOO, *op. cit.*, 7.

⁵⁷ Sull’applicazione di tale principio nello specifico ambito della disciplina di cui al MiCAR cfr. F. MATTASSOGLIO, *Le proposte europee in tema di crypto-assets e DLT. Prime prove di regolazione del mondo crypto o tentativo di tokenizzazione del mercato finanziario (ignorando bitcoin)?*, in questa Rivista, 2, 2021, 422 ss.

⁵⁸ Cfr. considerando n. 9 del MiCAR.

4) di quei *crypto-assets* che rientrano in una o più delle seguenti fattispecie: *a)* strumenti finanziari di cui alla MiFID2⁵⁹; *b)* depositi di cui alla Direttiva sui sistemi di garanzia dei depositi⁶⁰, compresi i depositi strutturati di cui alla MiFID2 (determinante sul punto è quindi la distinzione tra EMT e i c.d. «*tokenized deposits*»⁶¹); *c)* posizioni verso la cartolarizzazione, di cui al Regolamento UE sulle cartolarizzazioni⁶²; *d)* contratti di assicurazione non vita o vita; *e)* prodotti pensionistici o regimi di sicurezza sociale.

Per lo stesso motivo sono altresì esclusi dall'applicazione del MiCAR anche quei *crypto-assets* qualificabili come “fondi” ai sensi della disciplina dei servizi di pagamento *retail* (cfr. combinato disposto degli artt. 2, par. 4, lett. c), e 3, par. 1, n. 14, MiCAR), salvo che tali *fondi*, e quindi se del caso anche la *moneta elettronica* di cui alla EMD2 (cfr. art. 4, punto 25, PSD2), siano però qualificabili come EMT, nel qual caso è preservata l'applicazione delle disposizioni del MiCAR.

In particolare, la disciplina speciale degli EMT è contenuta nel Titolo IV del MiCAR, il cui art. 48, par. 3, dispone che un ampio novero di disposizioni della EMD2 si applicano anche agli EMT (*i.e.* quelle di cui ai Titoli II e III della stessa), salvo quanto diversamente specificato nel medesimo Titolo IV del MiCAR, il quale costituisce pertanto da questo punto di vista *lex specialis* rispetto alla disciplina della EMD2 altrimenti applicabile⁶³. La *ratio* di tale approccio normativo appare

⁵⁹ Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE.

⁶⁰ Direttiva 2014/49/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativa ai sistemi di garanzia dei depositi.

⁶¹ Sul punto cfr. EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Report on Tokenised Deposits*, December 2024, EBA/REP/2024/24.

⁶² Regolamento (UE) 2017/2402 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 12 dicembre 2017, che stabilisce un quadro generale per la cartolarizzazione, instaura un quadro specifico per cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate e modifica le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE e 2011/61/UE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 648/2012.

⁶³ In senso conforme è stato osservato che in definitiva l'intero impianto normativo del Titolo IV di MiCAR si costruisce intorno alla disposta equiparazione di diritto tra moneta elettronica “tradizionale” e EMT e ciò fa «*sì che la disciplina degli EMT del regolamento MiCA si presenti come livello di regolamentazione in parte aggiuntivo e in parte derogatorio rispetto alle normative in materia di emissione di moneta elettronica e servizi di pagamento, in ogni caso postulando che l'emittente sia*

essere verosimilmente proprio quella di tenere conto delle specificità tecniche della *moneta elettronica* allorché venga *tokenizzata*, con conseguente deviazione però *in parte qua* dal principio di *neutralità tecnologica* a cui la disciplina del MiCAR sarebbe invece, come detto, idealmente ispirata⁶⁴.

Ciò posto, è dato ad esempio rilevare che proprio per quanto riguarda le condizioni di emissione e rimborsabilità degli EMT, quest'ultimi sono soggetti all'apposito regime speciale di cui all'art. 49 del MiCAR derogatorio di quello stabilito in materia dall'art. 11 della EMD2 per la *moneta elettronica* tradizionale e che costituisce uno degli aspetti più qualificanti della relativa disciplina. La principale differenza da rilevare è il fatto che nel MiCAR scompare ogni riferimento alla necessaria esistenza di un contratto tra emittente e possessori degli EMT, invece centrale nella disciplina della EMD2, essendo per contro previsto l'obbligo di redigere e notificare all'autorità competente un «*White Paper*» avente la funzione di documento informativo a favore degli «acquirenti» di EMT⁶⁵, e contenente a tal fine una serie d'informazioni

previamente autorizzato come banca o IMEL. In questa prospettiva, un elemento di evidente distinzione è l'obbligo – previsto in linea generale per l'offerta di cryptoattività – di pubblicazione di un White paper prima dell'offerta (anche) degli EMT», U. MALVAGNA, Asset-referenced tokens (ART) ed e money tokens (EMT): caratteristiche ed elementi qualificanti, in AA.VV., Il Regolamento MiCA nel contesto della disciplina bancaria e dei servizi di pagamento, in Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale, n. 103, gennaio 2025, 63.

⁶⁴ In senso conforme è stato infatti osservato al riguardo che «[s]embra proprio la peculiare tecnologia sottostante agli EMTs a sottrarli dalla loro sede disciplinare d'elezione (“poiché i token di moneta elettronica sono crypto-attività...”), per assoggettarli, invece, alle regole contenute nel regolamento sul mercato delle crypto-attività. Ne deriva pertanto un quadro disciplinare composito, dove il MiCAR subentra al regime EMD2, integrandolo con norme che rendono conto delle caratteristiche “tecnologiche” della moneta elettronica tokenizzata», A. MINTO, Token di moneta elettronica e problemi di coordinamento tra il Market in Crypto Assets Regulation (“MiCAR”) e la disciplina sulla prestazione dei servizi di pagamento, *op. cit.*, 94. Nello stesso senso cfr. M. POLASIK, P. WIDAWSKI, G. KELER, V. MARELLA, *The role of stablecoins in the European payments market under MiCA regulation*, in *Ekonomia I Prawo. Economics And Law*, 4, 2025, 539.

⁶⁵ In generale sulla disciplina e funzioni del *White paper* per i *payment tokens* ai sensi del MiCAR, cfr. G. FERRARINI, *L'offerta sul mercato di token di pagamento: White paper e controlli preventivi*, in AA.VV., *Il Regolamento MiCA nel contesto della disciplina bancaria e dei servizi di pagamento*, in *Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale*, n. 103, gennaio 2025, 65 ss.

obbligatorie sulle caratteristiche e i rischi degli EMT⁶⁶, tra cui anche quelle sulle relative condizioni di rimborso (cfr. art. 49, par. 5, e art. 51, par. 1, primo comma, lettera d), MiCAR).

Un'altra significativa differenza attiene al fatto che la facoltà d'imporre il «pagamento di una commissione» in relazione al rimborso della moneta elettronica (a condizione che sia proporzionata e commisurata ai costi, e che ciò sia contrattualmente regolamentato – cfr. art. 11, par. 3, 4 e 5, della EMD2) è stata invece di norma esclusa nel caso di rimborso degli EMT⁶⁷. Il principio generale in materia è infatti che il rimborso degli EMT non è mai soggetto a commissioni (a prescindere dalla natura *business* o *consumer* del titolare degli EMT)⁶⁸, salva la facoltà di prevedere delle «*commissioni di liquidità sui rimborsi*» applicabili però, se del caso, solo quale «*misura di risanamento*» necessaria a ripristinarne la conformità dell'emittente degli EMT in questione ai requisiti in materia di c.d. *riserva di attività* o *asset-backing reserve*⁶⁹ di cui all'art. 58, par. 1, lett. a), del MiCAR (che sostituiscono quelli di tutela dei fondi ricevuti di cui all'art. 7 della EMD2).

Queste differenze in punto di diritto di rimborso risultano essere particolarmente indicative di un regime di emissione, circolazione e rimborso degli EMT strutturato, in punto di diritto, secondo un approccio sostanzialmente diverso da quello della moneta elettronica, e specificamente conformato dalla natura *token-based* del valore monetario corrispondente agli EMT e dalla relativa vocazione, anche

⁶⁶ Cfr. considerando 24 e 66 del MiCAR.

⁶⁷ Cfr. considerando 67 del MiCAR.

⁶⁸ Come specificamente evidenziato al riguardo, il MiCAR supera in questo modo il più articolato approccio e «i limiti della EMD2 in punto di gratuità del rimborso: essa fa venir meno i distinguo introdotti a tal fine da detta Direttiva in relazione tanto al momento in cui il rimborso viene richiesto (art. 11, paragrafi 4, 5, 6, EMD2), quanto alla natura *business* o *consumer* del titolare della moneta elettronica (art. 11, paragrafo 7, EMD2), circostanze che ai sensi della citata direttiva sono [...] rilevanti sotto il profilo della regolazione tariffaria del rimborso della moneta elettronica “tradizionale”», cfr. V. PROFETA, *Profili giuridici dell'e-money token (EMT)*, in AA.VV., *Il Regolamento MiCA nel contesto della disciplina bancaria e dei servizi di pagamento*, in *Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale*, n. 103, gennaio 2025, 116.

⁶⁹ Tale riserva costituisce specificamente il paniere di attività di riserva che garantisce il credito dei detentori degli EMT nei confronti dell'emittente rappresentato dagli EMT stessi.

per tale caratteristica, ad essere ordinariamente utilizzabile anche in circuiti *open-loop*, decentralizzati e nel caso anche *permissionless*, piuttosto che solo in reti chiuse e centralizzate (*closed-loop*) di utilizzatori, da cui le connesse esigenze di maggior uniformità e stabilità anche del relativo valore di rimborso.

Indicativo in tal senso è, tra gli altri, proprio il fatto che, come detto, ai sensi del MiCAR anche il «*diritto al rimborso da parte dell'utente che non riveste la qualifica di consumatore, diversamente da quanto previsto dall'art. 11, par. 7, della EMD2, non è [... più ...] subordinato ad una apposita previsione contrattuale tra l'emittente di moneta elettronica e tale soggetto*»⁷⁰, essendo il rimborso degli EMT tassativamente disciplinato *ex lege* dall'art. 49, MiCAR, in deroga alle corrispondenti disposizioni della EMD2, per garantire così a favore di qualunque possessore di EMT un diritto di rimborso permanente e uniforme.

Ciò posto, vale per contro rilevare che le disposizioni dell'art. 48, par. 1, del MiCAR in materia di *White Paper sulle cripto-attività* per i casi di offerta al pubblico o ammissione alla negoziazione di un EMT all'interno dell'Unione non si applicano agli emittenti di EMT che beneficino di una deroga ai requisiti prudenziali degli Istituti di Moneta Elettronica a norma dell'art. 9, par. 1, della EMD2 (cfr. art. 48, par. 4, MiCAR). Inoltre, anche le altre disposizioni del Titolo IV del MiCAR sugli EMT (ad eccezione di quelle in materia di *White Paper* di cui agli artt. 48(7) e 51 del MiCAR), non si applicano agli EMT che sono esentati dall'applicazione della EMD2 a norma del relativo art. 1, par. 4 e 5, in quanto qualificabili come strumenti rientranti a loro volta nell'ambito del c.d. "*negative scope*"⁷¹ della disciplina sui servizi di pagamento *retail* di cui alla PSD2 a motivo dell'applicazione della c.d. "*Limited Network Exemption*"⁷² o della c.d. "*Telecom Exclusion*" o

⁷⁰ V. PROFETA, *op. cit.*, 117.

⁷¹ In generale sul punto cfr. S. MEZZACAPO, *L'inquadramento normativo della PSD2, tra 'dark side' del nuovo framework regolamentare UE dei servizi di pagamento e 'singolarità' dei pagamenti delle Pubbliche Amministrazioni*, in AA.VV., *Innovazione e regole nei pagamenti digitali. Il bilanciamento degli interessi nella PSD2*, M.C. Paglietti e M.I. Vangelisti (a cura di), Rome TrE-Press, 2020, 114 e ss.

⁷² Trattasi in particolare dei casi di servizi basati su strumenti di pagamento a "spendibilità limitata" perché utilizzabili solo presso l'emittente o in una rete limitata di prestatori di servizi, oppure unicamente per acquistare una gamma molto limitata

“*Direct Carrier Billing exemption*”⁷³ di cui all’art. 3, lett. k) ed l), della stessa PSD2 (cfr. art. 48(5), MiCAR).

5. *Le misure straordinarie di gestione del regulatory layering delle diverse “forme” della moneta elettronica: la no-action letter dell’EBA e il chiarimento sul c.d. first-party transfer di E-money Tokens*

Il *regulatory layering* sopra analizzato fa sì quindi che, allo stato, gli EMT abbiano in definitiva una natura giuridica multiforme nell’ambito dell’ordinamento del mercato interno dell’Unione, ossia quella di moneta elettronica – e quindi anche di *fondi* ai sensi della disciplina dei servizi di pagamento *retail* di cui alle EMD2/PSD2 – e quella di cripto-attività ai sensi della pertinente disciplina di cui al MiCAR⁷⁴.

Tra le varie questioni derivanti da tale circostanza vi è quella dell’ambiguità circa l’*an* e il *quomodo* dell’applicazione del doppio *framework* regolatorio di cui al MiCAR e alle EMD2/PSD2 ai «*prestatori di servizi per le cripto-attività*» (o CASP di cui all’art. 3, n.

di beni o servizi, o validi solo in un unico Stato Membro e regolamentati per specifici scopi sociali o fiscali. Per una dettagliata analisi anche alla luce delle linee guida adottate dall’EBA in materia si rinvia a: S. MEZZACAPO e V. TROIANO, *La maggiore convergenza nel negative scope della PSD2: i nuovi criteri applicativi della “limited network exclusion”*, in questa *Rivista*, 3, 2022, 481 ss.; C. IACOMINI e S. MEZZACAPO, *The Transposition of The PSD2 in Italy: Policies And Rules*, in AA.VV., *The Payment Services Directive II. A Commentary*, edited by G. Gimigliano and M. Božina Beroš, Edward Elgar Publishing, 2021, 402 – 403; S. MEZZACAPO, *PSD2, Online And Mobile Payments: What Transparency For The Future Of Payments?*, in AA. VV., *L’attuazione della seconda direttiva sui servizi di pagamento e “Open Banking” (The Transposition of PSD2 And Open Banking)*, E. Bani, V. De Stasio, A. Sciarrone Alibrandi (a cura di), Bergamo, 2021, 79 – 81.

⁷³ In questo caso l’esclusione dall’applicazione della PSD2 riguarda invece le operazioni di pagamento da parte di un fornitore di reti o servizi di comunicazione elettronica realizzate in aggiunta a servizi di comunicazione elettronica per un abbonato alla rete o ai servizi per l’acquisto di contenuti digitali e servizi a tecnologia vocale (e addebitate alla relativa fattura), o nel quadro di un’attività di beneficenza o per l’acquisto di biglietti (c.d. mobile ticketing), a condizione che il valore di ogni singola operazione di pagamento della specie non ecceda determinate soglie quantitative, in materia cfr. C. IACOMINI e S. MEZZACAPO, *The Transposition of The PSD2 in Italy: Policies And Rules*, cit., 401; S. MEZZACAPO, *PSD2, Online And Mobile Payments: What Transparency For The Future Of Payments?*, cit., 81 – 82.

⁷⁴ Cfr. Commissione Europea, DGFISMA, *Interplay between MiCA and PSD2 – Possible “no action letter” by the EBA*, ref. Ares(2024)8713368 – 06/12/2024.

15, del MiCAR)⁷⁵, ovvero ai «servizi per le cripto-attività» dagli stessi prestati, soprattutto laddove tali servizi abbiano ad oggetto EMT. In questo caso infatti i servizi della specie sono altamente suscettibili di sovrapporsi in tutto o in parte ai servizi di pagamento *retail* di cui alla PSD2⁷⁶, tanto da poter essere non «distinguibili»⁷⁷, o addirittura «equivalenti»⁷⁸, rispetto a quest'ultimi; sicché la prestazione da parte di un CASP di servizi aventi ad oggetto EMT può integrare – secondo l'assetto tecnico-giuridico implementato – la “accidentale” contestuale prestazione anche di uno dei *servizi di pagamento* riservata però a soggetti a ciò autorizzati quali *Prestatori di Servizi di Pagamento* (PSP), o comunque la prestazione di *servizi di pagamento* che siano connessi ai servizi per le cripto-attività, da cui, tra l'altro, la necessità ai sensi dell'art. 70, par. 4, del MiCAR di una doppia autorizzazione ai sensi del MiCAR e della PSD2⁷⁹.

Ad esempio, rilevano specificamente al riguardo i servizi di «esecuzione di operazioni di pagamento» e quelli di trasferimento di EMT, oppure quello di «gestione di un conto di pagamento» nel caso in cui un CASP offra servizi di «custodial wallet» di EMT (cfr. art. 3,

⁷⁵ Sulla relativa disciplina si rinvia a M.T. PARACAMPO, *I prestatori di servizi per le cripto-attività. Tra mifidizzazione della MICA e tokenizzazione della Mifid*, Torino, 2023, in particolare 69 ss.

⁷⁶ Si tratta in particolare dei servizi di «custodia e amministrazione di cripto-attività per conto dei clienti», «collocamento di cripto-attività» e «trasferimento di cripto-attività per conto di clienti», in tal senso cfr. considerando nn. 90 – 93 del MiCAR.

⁷⁷ Cfr. considerando 91 del MiCAR.

⁷⁸ Cfr. considerando 92 del MiCAR.

⁷⁹ Come chiarito al riguardo, un CASP «dovrebbe essere un soggetto che fornisce il trasferimento, per conto di un cliente, di cripto-attività da un indirizzo di registro distribuito o conto a un altro. Tale servizio di trasferimento non dovrebbe includere i validatori, i nodi o i miner che potrebbero partecipare alla conferma di un'operazione e all'aggiornamento dello stato del registro distribuito sottostante. Molti [...] CASP [...] offrono anche qualche tipo di servizio di trasferimento di cripto-attività nell'ambito, ad esempio, del servizio di prestazione di custodia e amministrazione delle cripto-attività per conto dei clienti, dello scambio di cripto-attività con fondi o altre cripto-attività o dell'esecuzione di ordini di cripto-attività per conto dei clienti. In funzione delle caratteristiche precise dei servizi connessi al trasferimento di token di moneta elettronica, tali servizi potrebbero rientrare nella definizione di servizi di pagamento di cui alla [...] PSD2 [...]]. In tali casi, tali trasferimenti dovrebbero essere effettuati da un'entità autorizzata a prestare detti servizi di pagamento conformemente a tale direttiva», considerando 93 del MiCAR.

par. 1, n. 17 del MiCAR), ben potendo infatti i *wallet* della specie che consentono l'invio e la ricezione di tali EMT da e verso terzi configurarsi *di diritto* anche quale “conto di pagamento” ai sensi della PSD2 (art. 4, n. 12), nonché della meno famosa, ma invero pivotale in materia, *Payment Accounts Directive* del 2014 (PAD)⁸⁰, considerati gli specifici elementi essenziali individuati al riguardo dalla Corte di Giustizia⁸¹.

Analoghe questioni si pongono inoltre con riguardo all'applicazione agli enti creditizi che emettono EMT anche dei requisiti della EMD2 (es. in materia di tutela dei fondi), oppure dell'obbligo di *Strong Customer Authentication* di cui alla PSD2 (cfr. artt. 4, n. 30, e 97) anche alle transazioni con EMT⁸².

La situazione d'incerto coordinamento, se non di vero e proprio *regulatory gridlock*, tra detti interconnessi *layers* normativi è stata plasticamente confermata dalla formalizzazione da parte dell'EBA di una «*no-action letter*» adottata (a giugno 2025)⁸³, in coordinamento con l'ESMA⁸⁴, in riscontro ad una specifica richiesta della Commissione europea (di dicembre 2024) di elaborare una pronta soluzione ai vari rischi, e sproporzionati oneri regolamentari, derivanti dalle divergenti interpretazioni riscontrate tra gli Stati Membri circa il tutt'altro che

⁸⁰ Direttiva 2014/92/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 23.7.2014, sulla comparabilità delle spese relative al conto di pagamento, sul trasferimento del conto di pagamento e sull'accesso al conto di pagamento con caratteristiche di base. Al riguardo si rinvia a S. MEZZACAPO, *La nuova disciplina nazionale dei “conti di pagamento” alla luce dell'armonizzazione attuata con la Payment Accounts Directive*, in *Banca borsa tit. cred.*, 6, 2017, 787 ss.

⁸¹ Cfr. S. MEZZACAPO, *La vexata quaestio della qualificazione della fattispecie giuridica del “conto di pagamento” ai sensi e per gli effetti del diritto UE sui servizi di pagamento nel mercato interno*, in *Dir. banc. finan.*, 4, 2019, 695 – 715.

⁸² In tal senso cfr. P. FREY e A. YOHANNES, *op. cit.*; R. FERRETTI, L. MONECHI, *op. cit.*, 10.

⁸³ Cfr. *Opinion of the European Banking Authority on the interplay between Directive EU 2015/2366 (PSD2) and Regulation (EU) 2023/1114 (MiCA) in relation to crypto-asset service providers that transact electronic money tokens*, EBA/Op/2025/08, 10/06/2025.

⁸⁴ In generale al riguardo cfr. A. MINTO e T. DE ARRUDA, *Regulating E-Money Tokens at the Intersection of MiCAR and PSD2: Legal Ambiguities and the EBA's No-Action Letter*, in *EU Law Live*, 4 luglio 2025.

chiaro «*interplay between MiCA and PSD2*»⁸⁵ (soprattutto rispetto ai requisiti di autorizzazione per taluni servizi prestati da CASP aventi ad oggetto EMT), in attesa di una possibile modifica normativa in materia, ad esempio in sede di emanazione del pacchetto PSD3/PSR.

Uno degli aspetti più sensibili, rilevati anche dalla Commissione, è ad esempio che in tale contesto disciplinare uno scambio di EMT con altri *fondi* o cripto-attività, e viceversa, per finalità d'investimento o di negoziazione, e non quindi di pagamento, può dar luogo ad una *eterogenesi* regolatoria, potendo essere «*inadvertently covered by the broad definition of a "payment transaction" in Article 4, point (5) of PSD2*» con la conseguente simultanea applicazione del doppio regime normativo di cui al MiCAR e alla PSD2⁸⁶.

Ciò posto, nella suddetta «*no-action letter*» di giugno 2025, l'EBA ha confermato innanzitutto che sarebbe opportuno modificare le disposizioni del MiCAR sugli EMT (piuttosto che quelle sui servizi di pagamento *retail*)⁸⁷ per allinearle a quelle più stringenti stabilite per

⁸⁵ Cfr. Commissione Europea (DGFISMA), *Interplay between MiCA and PSD2 – Possible "no action letter" by the EBA*, ref. Ares(2024)8713368 – 06/12/2024.

⁸⁶ Cfr. Commissione Europea, DGFISMA, *Interplay between MiCA and PSD2 – Possible "no action letter" by the EBA*, ref. Ares(2024)8713368 – 06/12/2024.

⁸⁷ Al riguardo l'EBA ha indicato infatti che il rafforzamento dei requisiti di cui al MiCAR per allinearli a quelli della PSD2 e EMD2 dovrebbe essere preferibilmente realizzato «*by MiCA re-producing, or cross referring to, the relevant requirements set out in the forthcoming PSD3/PSR, with the amendments or derogations deemed necessary to take into account the technical specificities of the EMTs and of the DLT, so that users of crypto-asset services qualifying as payment services are provided with a level of protection that is adequate and comparable to that of users of payment services. Using this approach, PSD3/PSR would not apply to CASPs, nor would an additional authorisation be needed. Should the strengthening of MiCA not be feasible, a second approach would be for the PSD3 and PSR to set out to which types of services entailing EMTs PSD3 and PSR apply and how they apply [...]. However, to achieve this in a way that avoids an undesirable second authorisation under PSD3/PSR, the PSD3/R would have to set out requirements for CASPs without requiring CASPs to be authorised under PSD3/PSR. This would be an unusual approach and would also require NCAs under MiCA to develop expertise in the supervision of payments-related requirements that would then be included in MiCAR, but it is the needed if a double authorisation is to be avoided. What the EBA considers to be unsatisfactory and inconceivable is a third approach, which is for EMTs not to be brought into the scope of the future PSD3 and PSR (for example through an exclusion), and for MiCA not to be strengthened, either. Such an approach would create the distortion and unlevel playing field in the payments market mentioned*

taluni aspetti nella disciplina dei servizi di pagamento *retail* (es. in materia di protezione dei consumatori, sicurezza dei pagamenti, calcolo dei fondi propri e segnalazione delle frodi), pur tenendo conto delle specificità degli stessi EMT, tra cui *in primis* l'utilizzo della tecnologia a registro distribuito o DLT⁸⁸. Questo renderebbe possibile stabilire al contempo che – nonostante la suddetta duplice natura degli EMT – in ogni caso anche la prestazione di servizi aventi ad oggetto EMT resti a tutti i fini esclusivamente disciplinata dalla *lex specialis* di cui al MiCAR stesso, novellata come sopra, risolvendo così *in nuce* le problematiche derivanti dal fatto che, a diritto vigente, la prestazione di tali servizi può richiedere una doppia autorizzazione ai sensi del MiCAR e del *framework* PSD2/EMD2⁸⁹, ovvero più in generale al fatto

earlier and would create undesirable opportunities for regulatory arbitrage», Opinion of the European Banking Authority on the interplay between Directive EU 2015/2366 (PSD2) and Regulation (EU) 2023/1114 (MiCA), cit., EBA/Op/2025/08, 10/06/2025, par. 13 – 15. Sul punto anche cfr. R. FERRETTI, L. MONECHI, op. cit.

⁸⁸ Sulla relativa definizione ai sensi del diritto italiano (i.e. art. 8-ter del decreto-legge 14 dicembre 2018, n. 135) cfr. *ex multis* F. CASCINELLI, C. BERNASCONI, M. MONACO, *Distributed Ledger Technology e Smart Contract: finalmente è Legge. Prime riflessioni su una rivoluzione tecnologico-giuridica*, in *www.dirittobancario*, *approfondimenti*, marzo 2019.

⁸⁹ In particolare l'EBA ha raccomandato di modificare il contenuto del MiCAR allo scopo di «*clarify in MiCA that crypto-assets services are only subject to the provisions laid down in MiCA, and that this is despite EMTs having a dual nature of being at the same time a crypto-asset (as defined in MiCA) and funds (as defined in PSD2); clarify that CASPs providing crypto-asset services with EMTs qualifying as payment services need only be authorised and supervised under MiCA, and are not required to be authorised under PSD2/PSD3; strengthen the requirements laid down in MiCA by applying to crypto-asset services with EMTs qualifying as payment services, the provisions set out by Titles III and IV of the PSD2 (or equivalent titles of the forthcoming PSD3/PSR), with the amendments or derogations deemed necessary taking into account the technical specificities of EMTs and of DLT, so that users of such crypto asset services are provided with a level of protection that is adequate and comparable to that of users of payment services*». Laddove fosse invece preferita l'alternativa di modificare la disciplina di cui alla PSD2/EMD2, sempre nell'ottica di stabilire che i CASP non debbano ottenere un'ulteriore autorizzazione ai sensi di quest'ultima, l'EBA ha suggerito di «*clarify if and to what extent the PAD applies to custodial wallets; to state explicitly that the qualification of certain crypto-assets services as payment services implies that the forthcoming PSD3/PSR apply to such services; and to clarify which, if any, provisions of the forthcoming PSD3/PSR should not apply to crypto-asset services qualifying as payment services, by way of explicit derogation or exclusion*», *Opinion of the European Banking Authority on the*

che la vigente disciplina degli EMT non è stata strutturata in modo da tener conto in modo efficiente di possibili modelli di business “ibridi”. In tal senso rileva emblematicamente il dato di diritto positivo della mancanza per il caso di prestazione di servizi di pagamento *retail* di un “regime di equivalenza” speculare a quello stabilito per i servizi d’investimento ai sensi dell’art. 60, par. 3, del MiCAR, il che «costringe le imprese che intendono prestare i Servizi EMT a richiedere una duplice autorizzazione»⁹⁰.

Nelle more dell’eventuale attuazione di tale strutturale modifica normativa, è stato però altresì suggerito che le Autorità di vigilanza nazionali adattino fin d’ora il loro approccio di vigilanza e di *enforcement* (i) escludendo *in nuce* la qualificazione come *servizi di pagamento* di cui alla PSD2 di certi tipi di servizi basati su EMT, e (ii) applicando di fatto un parziale e temporaneo *regulatory relief* rispetto alle disposizioni della PSD2 per quei servizi o operazioni che risultassero soggetti all’applicazione del *framework* MiCAR.

Circa il primo aspetto, è ritenuto in particolare coerente con il quadro normativo complessivo che i servizi di *exchange* di cripto-attività con *fondi* o altre cripto-attività (cfr. artt. 3, par. 1, nn. 19 e 20, e 77 del MiCAR) non siano qualificati, ad alcun effetto, anche come *servizi di pagamento* ai sensi della PSD2, atteso segnatamente che i CASP prestano i servizi medesimi impiegando capitale proprio, «ossia in contropartita diretta»⁹¹. Depone in tal senso anche il riscontro che pure ai sensi del MiCAR un tale servizio di *exchange* appare inteso, benché agli specifici fini della disciplina della prestazione di servizi per le cripto-attività da parte di *imprese d’investimento*, come un servizio più che altro «*equivalente alla negoziazione per conto proprio*» ai sensi della MiFID2 (cfr. art. 60, par. 3, lett. c), del MiCAR). Allo stesso modo, è suggerito che le Autorità nazionali non considerino come *servizi di pagamento* di cui alla PSD2 la semplice intermediazione da parte dei CASP dell’acquisto di cripto-attività con EMT.

Nel caso invece di simultanea applicazione anche dei requisiti di cui alla PSD2 ai servizi su cripto-attività di trasferimento di EMT, di custodia e amministrazione degli EMT, e di gestione di *custodial*

interplay between Directive EU 2015/2366 (PSD2) and Regulation (EU) 2023/1114 (MiCA) ... cit., EBA/Op/2025/08, 10/06/2025, par. 24 e 25.

⁹⁰ R. FERRETTI, L. MONECHI, *op. cit.*, 17.

⁹¹ R. FERRETTI, L. MONECHI, *op. cit.*, 7.

wallets (in quanto qualificabili come gestione di *conti di pagamento* ai sensi della stessa PSD2), l'EBA ha suggerito di semplificare il più possibile le relative procedure autorizzative ai sensi della PSD2, attesa la parallela procedura autorizzativa ai sensi del MiCAR, e soprattutto di concedere ai soggetti intenzionati a prestare servizi aventi ad oggetto EMT cui si applichi il doppio regime regolatorio MiCAR e PSD2 «*a transition period until 1 March 2026*» per ottenere essi stessi un'autorizzazione come PSP ai sensi della PSD2 o collaborare con PSP autorizzati. L'EBA ha inoltre suggerito di considerare temporaneamente “non prioritario” l'*enforcement* di una serie di disposizioni della PSD2, tra cui quelle in materia di tutela dei fondi (*safeguarding/safekeeping*), *standard* di comunicazione e *Open Banking*⁹², evidenziando tuttavia l'importanza anche in questi casi dell'applicazione delle disposizioni in materia di requisiti di sicurezza e obbligo di *Strong Customer Authentication* (cfr. artt. 97 e 98 PSD2 e relativo regolamento delegato del 2018⁹³) anche per l'accesso ai *custodial wallets* e per l'avvio dei trasferimenti di EMT, nonché di segnalazione delle frodi (art. 96, par. 6, della PSD2) e di calcolo dei fondi propri.

L'obiettivo della *supervisory stance* così suggerita appare essere in definitiva quello di fare in modo che, nelle more dell'adozione dei suggeriti correttivi normativi, un numero il più possibile limitato di operazioni in EMT sia sottoposto alla simultanea applicazione dei requisiti di cui alla PSD2 e al MiCAR, o comunque «*significantly alleviating the burden that the dual authorisation would otherwise*

⁹² Tra le altre disposizioni specificamente elencate vi sono inoltre quelle in materia di trasparenza e *disclosure* ai consumatori sulle spese applicabili, di tempo massimo di esecuzione delle operazioni di pagamento, d'identificativo unico di cui all'art. 88 della PSD2 (es. l'IBAN) e di bonifici e addebiti diretti in euro di cui al Regolamento (UE) n. 260/2012 (c.d. Regolamento SEPA), cfr. *Opinion of the European Banking Authority on the interplay between Directive EU 2015/2366 (PSD2) and Regulation (EU) 2023/1114 (MiCA)*..., cit., EBA/Op/2025/08, 10/06/2025, par. 41, 48 – 50 e 51 – 53. Al riguardo cfr. BANCA D'ITALIA, *Comunicazione per gli operatori*, 4 settembre 2025, *Allegato 2*.

⁹³ Cfr. Regolamento delegato (UE) 2018/389 della Commissione del 27 novembre 2017 che integra la direttiva (UE) 2015/2366 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione per l'autenticazione forte del cliente e gli standard aperti di comunicazione comuni e sicuri.

impose on CASPs»⁹⁴, considerato che, in caso contrario, non solo i costi di *compliance* per gli operatori sarebbero “sproporzionati”, ma anche l’azione delle autorità competenti sarebbe «*unnecessarily complex*»⁹⁵.

Vale infine ad ogni buon conto rilevare che l’EBA, nel formalizzare la propria posizione sulle priorità di vigilanza al termine del periodo transitorio di cui alla suddetta *no-action letter*⁹⁶, ha confermato che, nel valutare se i CASP necessitino di un’autorizzazione anche ai sensi della PSD2, le Autorità nazionali competenti dovrebbero considerare che l’esecuzione di trasferimenti aventi ad oggetto EMT ben può configurarsi come un servizio di «*esecuzione di operazioni di pagamento*» ai sensi della PSD2 anche laddove i pertinenti *custodial wallets* offerti e amministrati da un CASP non dovessero qualificarsi come *conti di pagamento*. In particolare, circa il corretto trattamento di *compliance* dei c.d. «*first-party transfers*» di EMT, l’EBA ha osservato che anche i trasferimenti di EMT tra conti intestati al medesimo soggetto si qualificano comunque come *operazioni di pagamento* soggette alle norme della PSD2, esattamente come avviene per il caso di *operazioni di pagamento* eseguite da/verso diversi *conti di pagamento* detenuti da un medesimo utente di *servizi di pagamento*⁹⁷.

⁹⁴ *Opinion of the European Banking Authority on the interplay between Directive EU 2015/2366 (PSD2) and Regulation (EU) 2023/1114 (MiCA)*..., cit., EBA/Op/2025/08, 10/06/2025, 2.

⁹⁵ In particolare, secondo l’EBA, «*any given financial activity should be regulated by one piece of financial services law and that the applicability of several laws to that same activity should be avoided, in particular if it requires additional authorisations under those laws. The compliance burden that arises for legal entities from such a scenario would be disproportionate; the overlaps, gaps and inconsistencies between the requirements of those texts, while a result of the original legislative effort to ‘future-proof’ MiCA, would be confusing; and the effort required of public authorities to supervise and enforce these laws would be unnecessarily complex*», *Opinion of the European Banking Authority on the interplay between Directive EU 2015/2366 (PSD2) and Regulation (EU) 2023/1114 (MiCA)*..., cit., EBA/Op/2025/08, 10/06/2025, 5.

⁹⁶ Sul punto cfr. A. PANTALEO, *Dalla transizione all’applicazione: le priorità di vigilanza dell’EBA per i servizi EMT al termine del periodo di tolleranza*, in www.dirittodigitale.com, 23 marzo 2026.

⁹⁷ È stato specificamente osservato che «*laddove un CASP presti servizi di custodia e amministrazione di EMT ed esegua trasferimenti di EMT per conto dei clienti, inclusi i trasferimenti al medesimo cliente nell’ambito della fase di pay-out della custodia, tali trasferimenti possono costituire in quanto tali delle operazioni di pagamento che richiedono un’autorizzazione ai sensi della PSD2, a prescindere dal*

Sembra in questo modo confermata l'opportunità di applicare, anche nella risoluzione di tali questioni interpretative, quell'approccio essenzialmente funzionale rispetto alle questioni definitorie tipico del diritto dell'Unione, sicché ogni qual volta l'utilizzo «degli EMT comporta l'esecuzione di un trasferimento di fondi per conto di un cliente, entra in gioco la conformità al regime della PSD2»⁹⁸.

Ciò posto, con la fine del temporaneo *regulatory relief* suggerito con la suddetta *no-action letter* lo scenario che viene a delinearsi è quello che le ambigue, e forse inavvertitamente create, interrelazioni tra MiCAR e PSD2 vadano a sedimentarsi nella struttura del *framework* regolatorio complessivo della materia, sicché ai sensi del diritto vigente la legittima prestazione di servizi basati su EMT che abbiano natura o funzione *payment-like* richieda una doppia autorizzazione come CASP e PSP o una *partnership* tra un CASP e un PSP autorizzati, dovendosi altrimenti procedere alla cessazione dei servizi in questione e all'*offboarding* dei relativi clienti⁹⁹.

6. *Conclusioni e considerazioni de iure condendo, anche in vista del possibile sviluppo dei c.d. tokenised deposits degli enti creditizi.*

L'analisi qui svolta circa la fattispecie della *moneta elettronica* come codificata nella EMD2, alla luce della relativa interpretazione resa dalla Corte di Giustizia (caso C-661/22) e dalla Commissione europea (Q&A EBA 2022_6336), e quella delle cripto-attività qualificate come EMT ai sensi del MiCAR, consente di formulare alcune conclusioni di carattere sistematico che mettono in evidenza una divergenza normativa strutturale tra le stesse, non risolvibile però solo in via interpretativa, anche perché questa non deriva solo dalle implicazioni delle relative differenze tecnologiche (*i.e.* utilizzo della DLT o

fatto che il custodial wallet in questione si qualifichi o no come conto di pagamento», Opinion of the European Banking Authority on the supervisory priorities at the end of the transition period under the EBA's No Action letter on the interplay between PSD2 and MiCA, EBA/OP/2026/01, 12 February 2026, par. 15, traduzione propria.

⁹⁸ A. PANTALEO, *op. cit.*

⁹⁹ *Opinion of the European Banking Authority on the supervisory priorities...s, cit., EBA/OP/2026/01, 12 February 2026, par. 13. In senso conforme cfr. R. GARAVAGLIA, Interplay PSD2–MiCAR: cosa cambia per i CASP sulle transazioni in EMT dopo la NAL dell'EBA, in CloseToPay, 16 febbraio 2026.*

tecnologie analoghe), ma attiene in punto di diritto soprattutto alla differente funzione e logica di circolazione di questi due *asset* digitali.

In particolare, anche alla luce dei più recenti orientamenti elaborati dalle Istituzioni dell'Unione, i requisiti essenziali della moneta elettronica ai sensi della vigente EMD2 risultano cumulativamente i seguenti: *i)* la creazione di un nuovo e autonomo "*asset* monetario" risultante dalla conversione di *fondi* al tal fine preventivamente ricevuti da parte dell'emittente; *ii)* il consenso specifico del titolare di tale *asset* alla relativa emissione; *iii)* l'accettazione volontaria dell'*asset* stesso in una rete di circolazione chiusa (e trilaterale) composta dai soggetti aventi un rapporto contrattuale con detto emittente che regoli l'accettazione e il rimborso dell'*asset* medesimo.

Con l'introduzione della disciplina degli EMT di cui al MiCAR e la ivi disposta equiparazione degli EMT stessi alla *moneta elettronica* ai sensi della EMD2 e della PSD2, si è manifestata tuttavia una evidente tensione tra l'impostazione della EMD2 e la strutturalmente diversa natura e disciplina degli EMT, che sono intesi infatti quali *token* volti a circolare nativamente su reti DLT aperte, senza che debba necessariamente sussistere a tal fine un apposito rapporto contrattuale tra i prenditori di tali EMT e l'emittente degli EMT da questi accettati, da cui lo speciale regime giuridico stabilito per gli stessi nel MiCAR¹⁰⁰. Per altro verso, poiché gli EMT (essendo equiparati alla *moneta elettronica*) costituiscono *di diritto* anche dei *fondi* ai sensi della PSD2, i CASP che prestano servizi di trasferimento e custodia di EMT stessi sono soggetti sia al regime di autorizzazione e vigilanza cui al MiCAR sia a quello di cui alla PSD2, con conseguenti ambiguità normative e inefficienze¹⁰¹.

Ad esempio preme qui sottolineare la possibile contraddizione logica sottesa alla riferita equiparazione *ex lege* tra EMT e *moneta elettronica* (ex art. 48(2) MiCAR), in quanto se la circolazione *closed-loop* è da intendere quale elemento essenziale della moneta elettronica ai sensi della EMD2 (come sembra aver da ultimo statuito la Corte di

¹⁰⁰ In tal senso è stato osservato che gli EMT "*shall be deemed to be electronic money as defined in Article 2(2) of Directive 2009/110/EC, with the specificity of electronic money tokens being issued, transferred, and stored using a distributed ledger technology, which justified the creation of specific rules for them in MiCA*", G. MAIA e J. VIEIRA DOS SANTO. *op.cit.*, 62.

¹⁰¹ In senso conforme cfr. T. VAN DER LINDEN & T. SHIRAZI, *op. cit.*, 22 e 23.

Giustizia), allora un EMT che circola su rete *permissionless* perderebbe la qualificazione di moneta elettronica nel senso di cui alla EMD2, sicché detta equiparazione ai sensi del MiCAR assolverebbe alla funzione di mera *fictio iuris* operante solo a fini della determinazione della disciplina applicabile, dando segnatamente luogo al suddetto *layering regolatorio*, ma non di qualificazione ontologica degli elementi essenziali della relativa fattispecie.

Ad ogni buon conto, in questo modo sembra delinearsi a tendere uno scenario in cui, mentre la circolazione della *moneta elettronica* “tradizionale” potrebbe rimanere confinata nell’ambito di sistemi centralizzati e *closed-loop*, gli EMT sarebbero invece fisiologicamente destinati ad una circolazione in ecosistemi digitali *open-loop* e decentralizzati¹⁰². Per contro, non è dato però rilevare la definizione di una del tutto nuova categoria soggettiva di emittenti di EMT, atteso che l’art. 48, par. 1, del MiCAR si limita in definitiva a stabilire che l’emittente di un EMT deve essere un soggetto autorizzato quale ente creditizio o istituto di moneta elettronica, così limitando tuttavia il novero dei possibili emittenti di EMT rispetto ai possibili emittenti di *moneta elettronica* di cui alla EMD2¹⁰³.

Ciò fa sì che le caratteristiche della *moneta elettronica* per come codificata nella EMD2 potrebbero finire per determinarne un utilizzo residuale, o comunque complementare, nell’ambito di modelli di servizio *closed-loop*, a fronte invece della ben più ampia possibilità di utilizzo offerta dagli *asset monetari tokenizzati* e dai sistemi tipici della *Finanza Decentralizzata*, oppure della più semplice prestazione di

¹⁰² Come osservato in pratica «*EMTs are best understood as technologically updated e-money, circulating not through centralized systems but via distributed ledger technology DLT*). From this perspective the main novelty lies not in the legal nature of the instrument but in the infrastructural environment in which it operates [... anche se] By contrast, other legal experts argue that EMTs should be recognized as a sui generis category of digital assets, rather than assimilated into the EMD2 framework (Włoczka, 2025). Their reasoning emphasizes the distinct technological characteristics of EMTs [...] On this basis, proponents of the sui generis approach suggest that classical e-money concepts cannot fully capture EMTs. They constitute hybrid assets that combine contractual claims with technological self-execution, requiring tailored rules beyond those of EMD2», M. POLASIK, P. WIDAWSKI, G. KELER, V. MARELLA, *op. cit.*, 539

¹⁰³ Sul punto cfr. V. PROFETA, *op. cit.*, 104 e 105, G. MAIA, J. VIEIRA DOS SANTOS, *op. cit.*, 70.

servizi in regime di esenzione dall'applicazione della disciplina dei servizi di pagamento *retail* in virtù della citata “*Limited Network Exemption*” (*LNE*) di cui all'art. 3, lett. k), della PSD2.

Più in generale, l'attuale assetto dell'ordinamento dell'Unione in *subjecta materia* pare indicativo di un fenomeno qualificabile come di *self-gold-plating* del diritto unionale nel settore dei pagamenti digitali. L'avvicendamento di norme dipanatesi a partire dalla EMD1 fino a quelle del MiCAR sembra aver prodotto infatti una stratificazione di regimi disciplinari che, anziché semplificare, armonizzare e mettere a sistema regole e principi, ha moltiplicato piuttosto gli ambiti di sovrapposizione, se non di vere e proprie antinomie, ingenerando in ogni caso un incremento della “densità” regolatoria interna all'ordinamento stesso dell'Unione.

In ottica *de iure condendo*, un ulteriore scenario immaginabile, benché ancora allo stato embrionale, potrebbe essere quello della complementarietà dei servizi di *moneta elettronica* o in regime di *LNE*, rispetto al parallelo sviluppo dei c.d. “*tokenised deposits*”; questi ultimi intesi, in estrema sintesi, quali forme di *tokenizzazione* e quindi di registrazione su DLT (o tecnologia analoga), piuttosto che su un *ledger* più tradizionale, del *claim* corrispondente alla moneta scritturale (o *private money*) “emessa” dagli enti creditizi, sviluppate queste ad esempio nell'ambito dell'iniziativa strategica “Appia” lanciata dall'Eurosistema proprio per supportare lo sviluppo di un ecosistema finanziario europeo *tokenizzato*¹⁰⁴.

Benché il possibile regime giuridico dei «*tokenised deposits*» sia attualmente in fase di analisi, sembra tuttavia potersi fin d'ora ipotizzare che tale innovativo elemento tecnologico non dovrebbe alterare di per sé «*the fundamental nature of the claim and thus its regulatory qualification as a deposit*»¹⁰⁵ radicato presso enti creditizi, con la loro conseguente esclusione *in nuce* dall'applicazione del MiCAR giusto il disposto del relativo art. 2, par. 4, lett. b).

Ulteriore elemento di riflessione *de iure condendo* è costituito dall'approvazione all'orizzonte del citato pacchetto legislativo PSD3/PSR che, nell'unificare e aggiornare la disciplina della *moneta*

¹⁰⁴ Cfr. ECB, *Eurosystem Unveils Appia Roadmap for Europe's Tokenised Finance*, Press release, 11 March 2026.

¹⁰⁵ Sul punto cfr. EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Report on Tokenised Deposits*, December 2024, EBA/REP/2024/24, 4.

elettronica e quella dei servizi di pagamento *retail*, potrebbe escludere i trasferimenti diretti di EMT dall'ambito di applicazione del PSR e prevedere altre esenzioni funzionali a minimizzare i casi in cui i CASP debbano avere una doppia autorizzazione. Rimarrebbe tuttavia ferma anche nel *framework* PSD3/PSR la suddetta caratteristica *closed-loop* della circolazione della *moneta elettronica*, atteso che la PSD3 non dovrebbe modificarne in alcun modo la definizione giuridica vigente, restando così pienamente valido quanto statuito al riguardo dalla Corte di Giustizia. Incerta dovrebbe rimanere altresì la chiara distinzione tra EMT di cui al MiCAR e i suddetti «*depositi tokenizzati*», considerato specificamente che nell'ambito del MiCAR non risultano riferimenti giuridici utili a stabilire in modo univoco quando un *token* emesso da un ente creditizio su DLT debba qualificarsi come EMT piuttosto che appunto come deposito tokenizzato.

La responsabilità della banca verso terzi tra obblighi di protezione e principio di relatività del contratto

SOMMARIO: 1. Introduzione – 2. Obblighi di protezione e status professionale della banca – 3. La sentenza delle Sezioni Unite n. 14712/2007 e la contrattualizzazione della responsabilità bancaria – 4. La riemersione della relatività contrattuale: conferme e limiti – 5. Convergenze comparatistiche: affidamento professionale e tutela del terzo – 6. Questioni aperte: digitalizzazione dei servizi bancari e nuovi obblighi di protezione?

1. Introduzione

Nel sistema contemporaneo dei pagamenti, l'esigenza di rapidità delle transazioni convive con la necessità di assicurare affidabilità e sicurezza alla circolazione monetaria e cartolare¹. Al contempo il ruolo degli intermediari tradizionali è stato ridimensionato dalla diffusione delle innovazioni tecnologiche alimentando ulteriormente la ricerca di nuovi equilibri².

In questo scenario, la banca non opera come mero esecutore materiale di ordini, ma come intermediario professionale cui l'ordinamento attribuisce una funzione di garanzia del traffico giuridico, un soggetto qualificato, investito di una posizione istituzionale idonea a generare legittimo affidamento nella collettività dei consociati³. Il paradigma di tale responsabilità è rappresentato dalla disciplina dell'assegno munito di clausola di non trasferibilità (art. 43

¹ M. PICCINNO, *La responsabilità della banca e dei third aparty providers (TPPS) per operazioni fraudolente alle soglie della riforma della "PSD2"*, in *Actualidad Jurídica Iberoamericana*, febrero 2023, N° 18, 1738-1765; C. D'ELIA, *Obblighi di diligenza degli istituti di credito e profili di responsabilità nella circolazione degli assegni muniti di clausola di intrasferibilità*, in *Danno e responsabilità*, n. 5 2025, p. 609 ss.

² F. CIRAIOLO, *Open Banking, Open Problems. Aspetti controversi del nuovo modello dei "sistemi bancari aperti"*, in *Rivista di Diritto Bancario*, IV, 2020, p. 611-650.

³ Cfr. SU Sentenza del 26 giugno 2007, n. 14712; SU n. 12477/2018; F. VISMARA, *Obblighi di protezione nei rapporti tra banca e cliente*, in *i Contratti*, 1/2024, 68-72.

R.D. 1736/1933 - *c.d. legge assegni*⁴), norma che impone all'istituto un rigido dovere di identificazione, limitando la liberazione del debitore al solo pagamento effettuato in favore del legittimo prenditore⁵. La disciplina dell'assegno non trasferibile viene qui assunta non come oggetto di indagine autonoma, ma come banco di prova privilegiato per affrontare una questione più generale: quella della posizione giuridica del terzo nei rapporti contrattuali a struttura professionale asimmetrica. La specificità della fattispecie, un soggetto funzionalmente coinvolto nell'operazione bancaria ma formalmente estraneo al contratto, consente di mettere a fuoco con precisione i criteri di estensione degli obblighi di protezione oltre il perimetro negoziale e i limiti che il principio di relatività contrattuale oppone a tale estensione.

Il problema della tutela del terzo beneficiario emerge con vigore laddove la banca negoziatrice, pur operando al di fuori di un rapporto di conto corrente diretto con il prenditore, commetta errori nell'identificazione di quest'ultimo⁶. Si determina così una dissociazione tra la titolarità formale del rapporto bancario e l'interesse sostanziale del terzo interessato dall'operazione di pagamento⁷. Parte della dottrina ha posto in evidenza come la tradizionale responsabilità aquiliana in tali ipotesi apparirebbe solo parzialmente adeguata,

⁴ Per una rassegna degli orientamenti dottrinali e degli indirizzi giurisprudenziali sull'interpretazione di questa norma v., in generale, L. SALAMONE, P. SPADA (a cura di), *Commentario breve al diritto delle cambiali, degli assegni e di altri strumenti di credito e mezzi di pagamento*, Padova, 2014, V ed., 511-523.

⁵ "L'assegno non trasferibile, sebbene retaggio di una fase storica antecedente alla diffusione capillare dei

sistemi di pagamento digitali, continua evidentemente a presentare criticità sistemiche, imponendo un costante scrutinio della giurisprudenza in materia di responsabilità civile e, precipuamente, in relazione agli obblighi di diligenza professionale gravanti sugli istituti di credito nell'esecuzione degli ordini di pagamento." C. D'ELIA, *op. cit.*, p. 611.

⁶ Cfr. Sentenza Cassazione civile, sez. prima, 05.04.2016, n.6560, <https://www.expartecreditoris.it/provvedimenti/assegno-non-trasferibile-i-confini-della-responsabilita-della-banca-negoziatrice-in-caso-di-pagamento-incolpevole> ; C. D'ELIA, *op. cit.*, p. 612.

⁷ F. VISMARA, *Obblighi di protezione nei rapporti tra banca e cliente*, cit.; Cassazione civile, SS.UU., sentenza 26/06/2007 n° 14712, in *Corriere giuridico* N. 12/2007.

soprattutto in relazione al regime dell'onere probatorio e ai termini prescrizionali⁸.

La giurisprudenza di legittimità ha risposto a tale esigenza attraverso un progressivo processo di contrattualizzazione della responsabilità bancaria⁹. La sentenza delle Sezioni Unite n. 14712/2007¹⁰, ha ricondotto la responsabilità della banca negoziatrice nell'alveo contrattuale tramite la teoria del contatto sociale qualificato¹¹, inteso come fatto idoneo a produrre obbligazioni ex art. 1173 c.c.¹², che trasforma la relazione tra banchiere e prenditore in un rapporto giuridico preesistente al danno, fondato su obblighi professionali di protezione derivanti dai canoni di correttezza e buona fede¹³. Come sarà illustrato, la costruzione non è priva di rilievi critici: parte della dottrina ha contestato il rischio di una dilatazione indeterminata della responsabilità civile insita nel ricorso al contatto sociale come clausola generale, nonché la correttezza della qualificazione come meri obblighi di protezione di situazioni che integrerebbero invece vere e proprie obbligazioni di prestazione imposte *ex lege*.

L'espansione del paradigma relazionale ha tuttavia richiesto una successiva fase di razionalizzazione, emersa in modo significativo, ad esempio, con le Sezioni Unite n. 12477/2018¹⁴. Pur senza negare la configurabilità di obblighi protettivi verso terzi, la Corte ha mostrato una crescente attenzione all'esigenza di delimitare la responsabilità contrattuale entro confini compatibili con il principio di relatività del

⁸ M. FRANZONI, *Il danno ingiusto fra il giudice e la legge*, in *Questione Giustizia*, 2018, https://www.questionegiustizia.it/rivista/articolo/il-danno-ingiusto-fra-il-giudice-e-la-legge_517.php ; Cassazione civile, Sezioni unite, 26 giugno 2007, n. 14712, in *Giurisprudenza Italiana*, aprile 2008, con nota di L. BUFFONI, *Cronaca di una morte annunciata (ma che stenta a sopraggiungere): le strane sorti dell'obbligazione senza prestazione*, in *Giurisprudenza Italiana*, Aprile 2008, p. 868.

⁹ <https://www.scuoladilegge.it/le-sezioni-unite-in-tema-di-responsabilita-della-banca-per-il-pagamento-di-assegni-non-trasferibili-su-12477-2018/>.

¹⁰ Cassazione civile, SS.UU., sentenza 26/06/2007, n° 14712.

¹¹ <https://www.scuoladilegge.it/le-sezioni-unite-in-tema-di-responsabilita-della-banca-per-il-pagamento-di-assegni-non-trasferibili-su-12477-2018/>.

¹² Cassazione civile, SS.UU. 14712/2007.

¹³ F. VISMARA, *Obblighi di protezione nei rapporti tra banca e cliente*, cit. p. 69; M. FRANZONI, *Il danno ingiusto fra il giudice e la legge*, cit.

¹⁴ Cass. SS.UU. 12477/2018, si veda anche Cass. SS.UU. 12478/2018.

rapporto obbligatorio e con il modello della diligenza professionale ex art. 1176, comma 2, c.c.¹⁵.

Il presente contributo, volto a tracciare le coordinate essenziali del dibattito in vista di approfondimenti successivi, si propone di analizzare tale percorso in relazione anche al principio della relatività degli effetti del contratto, interrogandosi sulla tenuta del modello relazionale nel contesto della digitalizzazione dei servizi di pagamento, che tende progressivamente a dissolvere l'immediatezza della relazione professionale su cui il contatto sociale qualificato era stato tradizionalmente concepito ed elaborato.

2. *Obblighi di protezione e status professionale della banca*

La transizione verso una responsabilità di tipo contrattuale della banca nei confronti dei terzi si collega, in via preliminare, alla struttura del rapporto obbligatorio e alla sua evoluzione. La concezione tradizionale, di matrice romanistica e incentrata sull'esclusivo dovere di prestazione ex art. 1174 c.c.¹⁶, è stata progressivamente affiancata da un modello più complesso del vincolo obbligatorio¹⁷, nel quale la funzione del rapporto non si esaurisce nel soddisfacimento dell'interesse del creditore all'utilità patrimoniale dovuta, ma comprende anche la tutela dell'integrità della sfera giuridica delle parti

¹⁵ Cfr. V. ZERBA, *Pagamento di assegno a diverso beneficiario e responsabilità della banca*, in <https://www.dirittobancario.it/art/pagamento-di-assegno-a-diverso-beneficiario-e-responsabilita-della-banca/>; R. COSIO, *Responsabilità da contatto sociale qualificato* (tesi di dottorato - Ciclo XXXII).

¹⁶ A. NICOLUSSI, G. PORTONERA, *Buona fede e correttezza nel rapporto obbligatorio*, Torino, 2023, p. 2.

¹⁷ Come osserva Procida Mirabelli di Lauro, l'idea dell'obbligazione come rapporto complesso è già presente nel pensiero di Rudolf von Jhering (*Della culpa in contrahendo*, trad. it. F. Procchi, Napoli, 2005), A. PROCIDA MIRABELLI DI LAURO, *Obbligazione – prestazione – protezione*, in H. STOLL, R. FAVALE, M. FEOLA, A. PROCIDA MIRABELLI DI LAURO, *L'obbligazione come rapporto complesso*, Torino, 2016, p. 206 e note. In generale sulle obbligazioni si veda, tra i tanti: A. DI MAJO, *Le modalità delle obbligazioni*, Bologna, 1986; ID., *Delle obbligazioni in generale. Art. 1173-11176*, in F. GALGANO (a cura di), *Commentario del codice civile Scajola-Branca*, Bologna-Roma, 1988; F. GAMBINO, *Il rapporto obbligatorio*, in R. SACCO (a cura di), *Trattato di diritto civile*, 2015, Milano; L. GAROFALO, M. TALAMANCA, *Trattato delle obbligazioni*, Padova, 2010.

e, in determinate ipotesi, di soggetti terzi esposti ai rischi derivanti dall'esecuzione del rapporto stesso¹⁸.

In questa prospettiva, il rapporto obbligatorio non si esaurisce nella dimensione prestazionale, ma include obblighi di protezione diretti a prevenire lesioni prevedibili della sfera giuridica altrui che possano derivare dal contatto instaurato tra i soggetti del rapporto o dall'esercizio di attività professionalmente qualificate¹⁹. Il fondamento normativo di tale complessità è tradizionalmente rinvenuto nel combinato disposto dei canoni di correttezza e buona fede oggettiva di cui agli artt. 1175 e 1375 c.c., letti alla luce dei doveri di solidarietà sociale ex art. 2 Cost. Tali principi operano come fonti di integrazione del rapporto, imponendo alle parti condotte protettive che travalicano il mero perimetro del regolamento negoziale, ma anche come fonte di obblighi autonomi di protezione e salvaguardia dell'altrui sfera giuridica. Si tratta di un'evoluzione che risente in modo marcato dell'esperienza civilistica tedesca e della sua elaborazione dei doveri di protezione autonomi²⁰.

¹⁸ L. LAMBO, obblighi di protezione, Padova, 2007. Cfr. anche C. CASTRONOVO, voce *Obblighi di protezione*, in *Enciclopedia Giuridica Treccani*, XXI, Roma, 1991, p. 1 ss; C.-W. CANARIS, *Schutzgesetze – Verkehrspflichten – Schutzpflichten*, in *Festschrift für Karl Larenz zum 80*, München, 1983. Traduzione in italiano: C.-W. CANARIS *Norme di protezione, obblighi del traffico, dovere di protezione*, in *Riv. crit. dir. priv.*, trad. it. di A. DI MAJO, M.R. MARELLA, 1983, p. 569; L. NIVARRA, *Alcune precisazioni in tema di responsabilità contrattuale*, cit., p. 51; ID., *La contrattualizzazione del danno non patrimoniale: un'incompiuta*, in *Europa e diritto privato*, 2, 2012, p. 483 e nota 10.

¹⁹ F. BENATTI, *Doveri di protezione*, in *Digesto Civile*, VII, 1991; C. CASTRONOVO, voce *Obblighi di protezione*, in *Enciclopedia Giuridica Treccani*, XXI, Roma, 1991.

²⁰ La distanza dogmatica tra i due modelli risiede nella diversa tecnica di tutela: mentre il *Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte* opera una "estensione soggettiva" del contratto a terzi estranei - valorizzando la prossimità del terzo rispetto alla prestazione (*Leistungsnähe*) e l'interesse del creditore alla sua inclusione nella sfera di protezione -, la giurisprudenza italiana preferisce la via della creazione di un rapporto obbligatorio autonomo, riconducibile agli "altri atti o fatti" ex art. 1173 c.c. In questo modo, l'ordinamento italiano evita di forzare il principio di relatività del contratto (art. 1372 c.c.), fondando la responsabilità contrattuale non sul consenso, ma sull'affidamento qualificato e sulla prossimità relazionale tra le parti. Così, A. PROCIDA MIRABELLI DI LAURO, *Obbligazione – prestazione – protezione*, cit.; ID., *L'obbligazione come rapporto complesso*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2018, p. 910 ss. Sul *Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte* v. Cfr. K. LARENZ, *Lehrbuch des Schuldrechts*,

Su tali basi si colloca la nota elaborazione di Castronovo in tema di “obbligazione senza prestazione”²¹, attraverso cui la responsabilità da “contatto sociale qualificato” viene ricostruita come figura intermedia tra contratto e illecito aquiliano²². Il “contatto sociale qualificato”, pur in assenza di un vincolo contrattuale in senso tecnico, è configurato come fatto idoneo a produrre obbligazioni ex art. 1173 c.c., in quanto generatore di un affidamento qualificato nella professionalità del soggetto agente²³. Ne deriva che l’obbligo di protezione non si atteggia come mera funzione accessoria di una prestazione principale, ma come vincolo autonomo di salvaguardia della sfera giuridica di soggetti

I, München, 1987; H. STOLL, *Il contratto e i terzi*, in S. Patti (a cura di), *Annuario di diritto tedesco 1999*, Milano, 2000, p. 17 ss.

²¹ C. CASTRONOVO, *L’obbligazione senza prestazione ai confini tra contratto e torto*, in *Le ragioni del diritto. Scritti in onore di Luigi Mengoni*, I, Milano, 1995, pp. 221 ss.

²² Tale costruzione si iscrive in un più ampio movimento di circolazione dei modelli giuridici: la categoria degli obblighi di protezione affonda le proprie radici nella dottrina tedesca delle *Schutzpflichten*, elaborata da Larenz e sistematizzata nella riforma del BGB del 2002 (§ 241 Abs. 2), e ha trovato successiva rielaborazione negli ordinamenti di *civil law*, tra cui quello italiano, attraverso percorsi di adattamento che ne hanno modificato i presupposti applicativi e le conseguenze in termini di riparto dell’onere probatorio e di regime prescrizionale. Cfr. G. ALPA, A. FUSARO, *L’esperienza italiana*, in G. ALPA, A. FUSARO, M. DASSIO, A. SOMMA, F. TORIELLO (a cura di), *Effetti del contratto nei confronti dei terzi*, Milano, 2000, p. 4-5; M. FEOLA, *Il rapporto obbligatorio al confine tra contratto e torto*, in *Annali della Facoltà Giuridica dell’Università di Camerino – Studi* – n. 12/2023, p. 1-29. cit. Sulla riforma del BGB, ex multis, G. CIAN, *La riforma del BGB in materia di danno immateriale e di imputabilità dell’atto illecito*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, p. 132; G. CIAN, *Significato e lineamenti della riforma dello Schuldrecht tedesco*, in *RDC*, 2003, 1, p. 1-18. Per ulteriori riferimenti v. infra.

²³ A. NICOLUSSI, G. PORTONERA, *Buona fede e correttezza nel rapporto obbligatorio*, Torino, 2023, p. 2. V. anche, A. NICOLUSSI, *Le obbligazioni*, Padova, 2021, p. VII: «in un certo senso è sorella minore della prima, perché è priva della prestazione e fonda solo una responsabilità per la sua violazione, analogamente a quella precontrattuale. Essa rimane dunque obbligazione senza provocare una frantumazione irriducibile della categoria, ma di questa costituisce una specificazione peculiare». L. MANNA, *Le obbligazioni senza prestazione. Applicazioni pratiche*, in L. GAROFALO, TALAMANCA (a cura di), *Tratt. obbl.*, vol. I, Tomo III, Padova, 2010, p. 7.

determinabili, la cui esposizione al rischio deriva dalla posizione istituzionale assunta dal soggetto qualificato nel traffico giuridico²⁴.

In ambito bancario, tali obblighi e tale struttura assumono una specifica intensità in ragione dello status professionale dell'intermediario. La banca non è un operatore occasionale²⁵, ma un soggetto qualificato cui l'ordinamento attribuisce una funzione essenziale di presidio della sicurezza e dell'affidabilità del sistema dei pagamenti²⁶. La sua collocazione in un sistema regolato e vigilato, unita alla disponibilità di competenze tecniche e strumenti di controllo non accessibili al comune consociato, determina la formazione di un affidamento qualificato che trascende il perimetro del singolo rapporto contrattuale e si estende ai soggetti funzionalmente coinvolti nell'operazione bancaria²⁷. Tale collocazione giustifica al contempo un innalzamento dello standard di diligenza, tradizionalmente ricondotto alla figura del "banchiere accorto" ai sensi dell'art. 1176, comma 2, c.c.²⁸.

²⁴ C. CASTRONOVO, *L'obbligazione senza prestazione ai confini tra contratto e torto*, cit., p. 221 ss. In giurisprudenza, Cass. 22 gennaio 1999, n. 589, cit., punto 6.3, con nota A. DI MAJO, nota a Cass. 589/1999, in *Corriere giuridico*, 1999, 4, p. 441; L. NIVARRA, *La responsabilità dei professionisti*, cit., p. 517.

²⁵ Ex art. 2082 c.c., la banca è un'impresa che opera sulla scorta di un regime autorizzatorio e che dunque agisce in base al metodo economico e secondo il criterio della professionalità.

²⁶ A. DI MAJO, *Contratto e torto: la responsabilità per il pagamento di assegni non trasferibili*, in *Corriere giuridico*, n. 12/2007.

²⁷ Cassazione civile, SS.UU. 14712/2007.

²⁸ Come osserva Piccinno, l'evoluzione tecnologica impone uno spostamento dell'oggetto dell'affidamento: la diligenza del "banchiere accorto" non si manifesta più nel riscontro visivo umano, ma nell'adozione di protocolli di Strong Customer Authentication (SCA). Tali sistemi, basati su fattori di conoscenza, possesso e inerenza, sostituiscono la relazione personale con standard tecnici di sicurezza informatica volti a prevenire il cd. «danno da ignoto tecnologico» o frodi di *social engineering*. In tale scenario, la banca rimane individuata come il «best risk bearer» o «cheapest cost avoider», in grado di assorbire i costi dell'illecito informatico e ripartirli sulla massa degli utenti. M. PICCINNO, *La responsabilità della banca e dei third party providers (TPPS) per operazioni fraudolente alle soglie della riforma della "PSD2"*, cit.; per approfondire la prospettiva economica della responsabilità v. G. CALABRESI, *The Costs of Accidents: A Legal and Economic Analysis*, Yale University Press, New Haven, 1970. Sul versante giuridico, il regime della responsabilità (imputabilità, determinazione e quantum risarcibile) si declina nell'attività bancaria nel criterio del *bonus argentarius*, standard di imputabilità

Paradigmatico, in questa prospettiva, è il caso dell'assegno non trasferibile. Il contatto sociale che si instaura quando un titolo viene immesso nel circuito di pagamento non è un incontro casuale tra estranei, ma una relazione giuridicamente rilevante tra un professionista e una cerchia determinabile di interessati. Occorre tuttavia precisare chi sia il "terzo" cui tale protezione si estende. Nell'operazione sull'assegno non trasferibile, la figura del terzo non coincide né con il traente -che è parte del rapporto di provvista con la banca trattaria -né con un soggetto del tutto estraneo al circuito del titolo. Il terzo rilevante è il prestatore legittimo: colui che, pur non intrattenendo alcun rapporto contrattuale con la banca negoziatrice, è il destinatario finale dell'operazione di pagamento e il soggetto la cui sfera giuridica risulta direttamente esposta all'errore di identificazione dell'intermediario. È precisamente questa posizione - di estraneità formale al contratto bancario e di coinvolgimento sostanziale nell'operazione - a rendere necessaria e al tempo stesso problematica la sua tutela. La determinabilità del terzo, intesa come prevedibilità del suo coinvolgimento nell'operazione al momento dell'immissione del titolo nel circuito, costituisce il criterio selettivo che consente di distinguere la sua posizione da quella del *quisque de populo* e di giustificare l'estensione degli obblighi di protezione oltre il perimetro contrattuale²⁹. Su queste basi, la responsabilità della banca verso il terzo

parametrato sullo status professionale dell'intermediario che risponde al canone del art. 1176, comma 2, c.c., e in forza di ciò impone in capo alle banche un grado di diligenza professionale parametrata sul tipo di attività svolta dalla banca e sullo status professionale della stessa (si parla a tal proposito anche di "responsabilità da status"), sul punto *ex multis* cfr. V. MINERVINI, *Il rapporto banca/cliente-impresa tra disciplina settoriale e normative integrative concorrenti (nei 30 anni del TUB [Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia])*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, N°. 2, 2024, 301-357; M. G. IOCCA, *Ancora sulla responsabilità da status del bonus argentarius*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2024, II, 192-214I; F. CIRAIOLO, *Pagamento fraudolento con carta di credito e ripartizione della responsabilità. Dagli orientamenti attuali alla revisione della PSD*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2017, 1, 150-191. Trattano del *bonus argentarius* anche F. SARTORI, *Deviazioni dal bancario e dissociazioni dei formanti a proposito di diritto al credito*, in *Giustizia civile* 2015:3(2015), pp. 569-615; L. MODICA, *Concessione abusiva del credito ai consumatori*, in *Contratto e impresa*, 2/2012(2/2012), 492-531.

²⁹ Sul punto, A. Di Majo, *Il contatto sociale. La culpa in contrahendo tra contratto e torto*, in *Giur. it.*, 12, 2016; L. BUFFONI, *Cronaca di una morte annunciata (ma che*

non implica l'attribuzione a quest'ultimo di un diritto alla prestazione contrattuale, bensì il riconoscimento di una posizione di protezione rispetto ai rischi professionalmente generati dall'attività dell'intermediario. L'obbligo di protezione non coincide con il contenuto primario del rapporto obbligatorio, ma si collega alla necessità di preservare l'affidamento che l'esercizio dell'attività bancaria inevitabilmente produce nel sistema dei pagamenti³⁰.

Tale ricostruzione non è peraltro priva di rilievi critici, che è opportuno brevemente anticipare, prima di esaminare le ricadute giurisprudenziali. Di Majo ha evidenziato il rischio che la dissociazione tra prestazione e protezione determini un'eccessiva indeterminatezza dei confini della responsabilità civile³¹, trasformando il contatto sociale in una clausola generale suscettibile di espansione incontrollata³². Secondo questa impostazione, le fattispecie riconducibili all'art. 43 della c.d. legge assegni non integrerebbero meri obblighi di protezione, bensì vere e proprie obbligazioni di prestazione imposte ex lege, finalizzate a garantire il corretto incasso in favore del legittimo prenditore.

Nonostante i rilievi critici, la giurisprudenza di legittimità ha progressivamente consolidato l'idea che sia proprio lo *status* professionale della banca - inteso come posizione istituzionale di garanzia e competenza tecnica nel sistema dei pagamenti - a fondare un affidamento qualificato meritevole di tutela rafforzata³³. Ciò quanto

stenta a sopraggiungere): le strane sorti dell'obbligazione senza prestazione, cit.; R. COSIO, *op. cit.*, p. 161.

³⁰ M. PICCINNO, *La responsabilità della banca e dei third party providers (TPPS) per operazioni fraudolente alle soglie della riforma della "PSD2"*, cit.

³¹ "L' "obbligazione senza prestazione" ha avuto solo il valore di un espediente retorico destinato a coprire il vero *quid novi* della pronuncia". Così A. DI MAJO, *Contratto e torto: la responsabilità per il pagamento di assegni non trasferibili*, cit.,

³² "L'esigenza è di meglio circoscrivere l'area della responsabilità contrattuale come quel campo in cui si collocano situazioni soggettive dirette ad assicurare *prestazioni* e non solo "comportamenti", più o meno virtuosi verso soggetti o cerchia di soggetti determinati (6). È ciò sulla falsariga di un modello codicistico che eleva la "prestazione" ad elemento della fattispecie – obbligazione (art. 1174) mentre "comportamenti" (quello ad es. di correttezza) appaiono strumentali rispetto ad essa (art. 1175)", p. 1711. Così A. DI MAJO, *Contratto e torto: la responsabilità per il pagamento di assegni non trasferibili*, cit. Cfr. A. DI MAJO, *La responsabilità contrattuale*, Torino, 2007.

³³ C. D'ELIA, *op. cit.*

emerge nella sentenza delle Sezioni Unite n. 14712/2007, come si esaminerà nel paragrafo seguente.

3. *La sentenza delle Sezioni Unite n. 14712/2007 e la contrattualizzazione della responsabilità bancaria*

Una prima svolta nel tradizionale equilibrio tra responsabilità aquiliana e contrattuale nel diritto bancario è rappresentata dalla sentenza delle Sezioni Unite n. 14712/2007³⁴. La vicenda originava dal pagamento di alcuni assegni di traenza muniti di clausola di non trasferibilità a soggetti non legittimati, operato da una banca negoziatrice in violazione dell'art. 43, comma 2, della legge assegni (R.D. 1736/1933). La Suprema Corte è stata chiamata a comporre un contrasto nomofilattico circa la natura della responsabilità della banca girataria per l'incasso nei confronti dei soggetti interessati al buon fine dell'operazione, quali il traente, la banca trattaria o il legittimo prenditore.

Superando la tesi che qualificava la banca negoziatrice come mera mandataria o sostituta della trattaria, le Sezioni Unite hanno sancito la natura contrattuale della responsabilità bancaria. Il fulcro del ragionamento risiede nella qualificazione dell'obbligo ex art. 43 della c.d. legge assegni non come un dovere generico di *neminem laedere*, ma come un obbligo professionale di protezione³⁵. Tale obbligo,

³⁴ Cass. S.U., 26 giugno 2007, n. 14712. Le Sezioni Unite hanno qualificato come contrattuale la responsabilità della banca negoziatrice per aver consentito, in violazione dell'art. 43 legge assegni (r.d. 21 dicembre 1933, n. 1736), l'incasso di un assegno non trasferibile a persona diversa dal beneficiario, riconoscendo in capo alla banca un obbligo professionale di protezione operante nei confronti di tutti i soggetti interessati al buon fine dell'operazione. La decisione rappresenta un esempio significativo di estensione della tutela contrattuale verso soggetti estranei al contratto sulla base dello status professionale del debitore. Sul punto cfr. A. AMATUCCI, *op. cit.*, pp. 15-16, il quale richiama la prospettiva elaborata da Castronovo sulla responsabilità da status professionale, secondo cui il professionista che fornisce un'informazione deve farlo con la stessa perizia e diligenza che avrebbe dovuto impiegare nell'esecuzione dell'obbligazione contrattuale, a tutela dell'affidamento del terzo; C. CASTRONOVO, *L'obbligazione senza prestazione ai confini tra contratto e torto*, cit., pp. 221 ss.; C. SCOGNAMIGLIO, *Sulla responsabilità dell'impresa bancaria per violazione di obblighi discendenti dal proprio status*, in *Giur. it.*, 1995, IV, pp. 35 ss.

³⁵ Para 4.4.2.

secondo la Corte, è “preesistente, specifico e volontariamente assunto” dalla banca nel momento in cui essa accetta di introdurre il titolo nel circuito di pagamento³⁶. La banca, in virtù del suo *status* professionale e delle competenze tecniche superiori, assume una posizione di garanzia che genera un affidamento qualificato in tutti i soggetti coinvolti nella circolazione dello specifico titolo³⁷.

Sotto il profilo dogmatico, è stato posto in evidenza che la sentenza rappresenta una decisa adesione alla teoria del contatto sociale qualificato. Le Sezioni Unite chiariscono che l’espressione “responsabilità contrattuale” deve essere intesa come una ‘sineddoche’³⁸, atta a indicare non solo l’inadempimento di un contratto in senso stretto (ex art. 1321 c.c.), ma ogni violazione di un’obbligazione preesistente, indipendentemente dalla sua fonte³⁹. In questo modo, la banca viene accostata ad altre figure professionali già

³⁶ Para 4.4.2.

³⁷ Cfr. A. DI MAJO, *Contratto e torto: la responsabilità per il pagamento di assegni non trasferibili*, cit.; L. BUFFONI, *Cronaca di una morte annunciata (ma che stenta a sopraggiungere): le strane sorti dell’obbligazione senza prestazione*, in *Giurisprudenza Italiana*, Aprile 2008.

³⁸

Para 4.4.1., <https://www.altalex.com/documents/news/2007/09/10/responsabilita-banca-assegno-non-trasferibile-pagato-a-soggetto-non-legittimato>

³⁹ “Donde la conclusione che l’obbligo, posto a carico del banchiere dall’art. 43 l. assegno, di pagare il titolo esclusivamente all’intestatario, costituisce un’obbligazione ex lege, riconducibile, in base all’art. 1173 c.c., ad ogni altro atto o fatto idoneo a costituire fonte di obbligazione in conformità dell’ordinamento giuridico, alla cui violazione consegue il diritto al risarcimento in favore del danneggiato, soggetto alla prescrizione ordinaria decennale.” Cassazione civile, SS.UU., sentenza 26/06/2007 n° 14712.

“contrattualizzate” dalla giurisprudenza, come il medico dipendente⁴⁰ o l’insegnante⁴¹.

Sul piano rimediale, l’inquadramento contrattuale produce effetti decisivi per il danneggiato. Quanto al regime prescrizione, si applica il termine ordinario decennale ex art. 2946 c.c., in luogo del quinquennale aquiliano ex art. 2947 c.c.. Quanto all’onere della prova, in linea con i principi espressi dalle Sezioni Unite n. 13533/2001, il danneggiato deve limitarsi ad allegare l’inadempimento, mentre spetta alla banca provare di aver agito con la diligenza del banchiere accorto ex art. 1176, comma 2, c.c. Va sin d’ora segnalato che quest’ultima disposizione assumerà, nella successiva elaborazione giurisprudenziale, una valenza ulteriore e parzialmente diversa: non più soltanto come parametro dell’onere probatorio, ma come criterio autonomo di delimitazione della responsabilità entro i confini della relatività contrattuale.⁴²

La sentenza non è stata esente da critiche dottrinali⁴³. Come anticipato nel paragrafo precedente, Di Majo ha contestato la qualificazione delle fattispecie ex art. 43 l. assegni come meri obblighi di protezione, ravvisandovi invece vere e proprie obbligazioni di

⁴⁰ Cass., 22 gennaio 1999, n. 589, in *Foro it.*, 1999, I, c. 3332; in *Danno e resp.*, 1999, p. 294, con nota di Carbone, *La responsabilità del medico ospedaliero come responsabilità da contatto*; in *Corriere giur.*, 1999, p. 441, annotata da Di Majo, *L’obbligazione senza prestazione approda in cassazione*; in *Giust. civ.*, 1999, I, p. 999; in *Arch. civ.*, 1999, p. 713; in *Resp. civ.*, 1999, p. 652, con nota di Forziati, *La responsabilità contrattuale del medico dipendente: il «contatto sociale» conquista la cassazione*; e in *Contratti*, 1999, p. 999, con nota di Guerinoni, *Obbligazione da «contratto sociale» e responsabilità contrattuale nei confronti dei terzi*.

⁴¹ Cass., Sez. Un., 27 giugno 2002, n. 9346, in *Foro it.*, 2002, I, 2635 ss., con nota di F. DI CIOMMO, *La responsabilità contrattuale della scuola (pubblica) per il danno che il minore si procura da sé: verso il ridimensionamento dell’art. 2048 c.c.*

⁴² Cfr. A. GORGONI, *Obblighi di protezione e tutela del terzo rispetto alla relatività degli effetti del contratto*, in *Annali S.I.S.Di.C.*, 2022; I. L. NOCERA, *Il contratto "a danno del terzo": identificazione come categoria unitaria e necessità di una tutela effettiva*, in *Giustizia civile* - n. 3 – 2021.

⁴³ Tra gli altri si veda: G. COTTINO, *Dalle Sezioni unite alle Sezioni semplici: precisazioni (e dubbi) in tema di responsabilità per il pagamento di assegno bancario (trasferibile e non) a soggetto non legittimato a esigerlo*, in *Giur. it.*, 2008, p. 1152 che ha ritenuto “inappropriato” l’utilizzo della categoria della responsabilità da contatto sociale, in quanto, trattandosi di una responsabilità che nasce da una norma (art. 43 l. assegno), in essa troverebbe la sua fonte, senza doverla ricercare altrove.

prestazione imposte ex lege. La critica investe il fondamento stesso della costruzione: se l'obbligo della banca ha natura prestazionale e non meramente protettiva, la teoria del contatto sociale qualificato perde la propria giustificazione dogmatica e la contrattualizzazione operata dalle Sezioni Unite si rivela, nelle parole dello stesso autore, "un espediente retorico" privo di autentica coerenza sistematica⁴⁴. Ciocca, ha analizzato criticamente la legittimazione passiva della banca negoziatrice, sottolineando come la professionalità del banchiere trasformi l'obbligo legale in una condotta di adempimento che trascende la volontà delle parti⁴⁵. Buffoni ha parlato di "strane sorti dell'obbligazione senza prestazione", vedendo nel contatto sociale una sorta di escamotage per estendere la tutela oltre i limiti del torto aquiliano⁴⁶.

Tali rilievi non hanno tuttavia impedito alla pronuncia di consolidarsi come punto di riferimento del diritto bancario. La ragione è probabilmente da cercare non tanto nella solidità dogmatica della costruzione - che resta oggetto di dibattito - quanto nella sua capacità di rispondere a un'esigenza pratica reale: quella di proteggere il terzo funzionalmente coinvolto nell'operazione bancaria attraverso un regime rimediabile più favorevole di quello aquiliano. La sentenza ha così favorito il processo di contrattualizzazione dei rapporti professionali asimmetrici, valorizzando la funzione sistemica della banca come presidio della sicurezza del traffico cartolare, ma ha al tempo stesso lasciato aperta una tensione strutturale: fino a che punto il contatto sociale qualificato può espandere la cerchia dei terzi protetti senza trasformare la banca in un assicuratore universale della regolarità delle

⁴⁴ A. DI MAJO, *Contratto e torto: la responsabilità per il pagamento di assegni non trasferibili*, cit.

⁴⁵ N. CIOCCA, *Responsabilità della banca girataria per l'incasso per il pagamento di assegno (di traenza) non trasferibile*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2008, n. 5, parte II, p. 586 ss.

⁴⁶ L. BUFFONI, *Cronaca di una morte annunciata (ma che stenta a sopraggiungere): le strane sorti dell'obbligazione senza prestazione*, cit., p. 871. Scrive Buffoni riprendendo Mazzamuto: "acutamente osservato, la teoria del contatto sociale e del relativo affidamento e il conseguente corollario dell'obbligo senza prestazione sembrano essere, con riferimento alla responsabilità medica «un escamotage raffinato, volto a soddisfare l'esigenza teorica di colmare il distacco tra realtà e modello di responsabilità che tuttavia ha il costo di un distacco tra contenuto della prestazione (medica) e categoria giuridica richiamata».

operazioni di pagamento? È precisamente questa tensione che la giurisprudenza successiva si troverà a governare, attraverso un progressivo riassetto del sistema attorno al principio di relatività contrattuale.

4. *La riemersione della relatività del contratto: conferme e limiti*

L'intervento delle Sezioni Unite del 2007 ha inaugurato una fase di significativa espansione del paradigma relazionale nella responsabilità civile. La categoria del contatto sociale qualificato è stata progressivamente impiegata per ricondurre nell'alveo della responsabilità contrattuale una pluralità di situazioni nelle quali la tutela aquiliana appariva insufficiente a proteggere l'affidamento generato dall'esercizio di attività professionalmente qualificate⁴⁷. In ambito bancario, ciò ha comportato una progressiva valorizzazione della posizione istituzionale dell'intermediario, considerato non come un soggetto estraneo al danno, ma come un operatore professionale inserito stabilmente nel sistema dei pagamenti e, in quanto tale, gravato da obblighi di protezione verso una cerchia determinabile di soggetti coinvolti nell'operazione⁴⁸.

In questa fase, la professionalità della banca tende progressivamente a trasformarsi nel fondamento di un'obbligazione preesistente al danno, giustificando l'applicazione del regime prescrizione e probatorio proprio della responsabilità contrattuale. La giurisprudenza successiva al 2007 ha così consolidato l'idea che l'attività bancaria, proprio per la sua funzione sistemica, non possa essere valutata esclusivamente secondo il principio del *neminem laedere*, ma richieda standard di protezione più elevati, coerenti con il grado di affidamento che l'intermediario inevitabilmente genera nel traffico dei pagamenti⁴⁹. Tuttavia, l'espansione del paradigma relazionale ha progressivamente posto il problema della delimitazione della responsabilità protettiva. Il rischio, avvertito tanto da parte della dottrina quanto dalla giurisprudenza, era che il contatto sociale qualificato finisse per

⁴⁷ Si ricorda i già citati esempi della responsabilità del medico e dell'insegnante.

⁴⁸ C. D'ELIA, *op. cit.*; <https://www.expartecreditoris.it/provvedimenti/assegno-non-trasferibile-i-confini-della-responsabilita-della-banca-negoziatrice-in-caso-di-pagamento-incolpevole>

⁴⁹ Cfr. Cass. SU 14712/2007; R. COSIO, *op. cit.*

dissolvere il principio di relatività del rapporto obbligatorio, trasformando la banca in una sorta di garante generale della regolarità delle operazioni di pagamento⁵⁰.

È in tale contesto che si colloca la sentenza delle Sezioni Unite n. 12477/2018⁵¹, la quale segna l'elaborazione di un diverso equilibrio. Pur confermando la natura contrattuale della responsabilità della banca negoziatrice, la Corte esclude che l'art. 43 legge assegni configuri una responsabilità oggettiva o una obbligazione di garanzia assoluta. La responsabilità dell'intermediario continua, infatti, a fondarsi sulla colpa professionale e sulla violazione della diligenza qualificata richiesta al "banchiere accorto" ai sensi dell'art. 1176, comma 2, c.c.⁵². La disposizione assume così una funzione sistematica peculiare. Se nella fase espansiva del contatto sociale la diligenza professionale era stata prevalentemente valorizzata come fondamento dell'intensificazione degli obblighi protettivi, nella successiva elaborazione giurisprudenziale essa tende invece a operare come criterio di delimitazione della responsabilità. La banca non è chiamata a garantire il buon fine dell'operazione in termini assoluti, ma a dimostrare di avere adottato tutte le cautele ragionevolmente esigibili secondo gli standard professionali del settore⁵³.

In questa direzione si colloca anche la più recente Cassazione civile n. 23390/2024⁵⁴, che ha ulteriormente precisato i contorni della diligenza richiesta all'operatore bancario per l'incasso di assegno circolare. La Corte ha chiarito che, in caso di incasso di un assegno non trasferibile da parte di un soggetto diverso dal legittimo prenditore, la responsabilità dell'istituto di credito non può dirsi automatica. Alcuni commentatori ritengono che in dottrina l'obbligo di diligenza si ritenga assolto qualora, in assenza di anomalie evidenti, sia verificata la

⁵⁰ Cfr. A. DI MAJO, *Contratto e torto: la responsabilità per il pagamento di assegni non trasferibili*, cit.; L. BUFFONI, *Cronaca di una morte annunciata (ma che stenta a sopraggiungere): le strane sorti dell'obbligazione senza prestazione*, in *Giurisprudenza Italiana*, Aprile 2008.

⁵¹ Cfr. SU Cass. SU 12477/2018; R. COSIO, *op. cit.*

⁵² Cfr. F. VISMARA, *Obblighi di protezione nei rapporti tra banca e cliente*, cit.; C. D'ELIA, *op. cit.*

⁵³ Ad esempio, in ambito sanitario, le più recenti pronunce della Corte di cassazione sembrano muoversi proprio lungo questa direttrice di contenimento (cfr. le decisioni nn. 11320/2022, 2232/2024 e 15980/2024).

⁵⁴ Cassazione Civile, Sez. I, 30 agosto 2024, n. 23390.

corrispondenza formale tra i dati del titolo e quelli del documento d'identità esibito. La responsabilità sorge, pertanto, non dalla mera irregolarità dell'operazione, ma dalla violazione di uno standard professionale concretamente esigibile nelle circostanze del caso. La giurisprudenza più recente non sembra negare il paradigma del contatto sociale qualificato, quanto piuttosto tentare di impedirne un'espansione incontrollata. L'obiettivo appare quello di ricondurre la responsabilità relazionale entro confini compatibili con il principio di relatività contrattuale e con il divieto di trasformare la responsabilità professionale in una forma di assicurazione generalizzata contro ogni rischio connesso alla circolazione dei pagamenti⁵⁵. Questa tendenza alla delimitazione non riguarda peraltro il solo settore bancario. Anche in altri ambiti caratterizzati da responsabilità professionali asimmetriche, si pensi al doppio binario introdotto dalla legge Gelli-Bianco in materia di responsabilità sanitaria⁵⁶, emerge quella che sembra essere una tendenza più generale alla delimitazione delle aree di responsabilità da contatto sociale.

In tale quadro, la distinzione tra interesse del creditore alla prestazione e interesse del terzo alla mera protezione tende a riemergere come criterio selettivo fondamentale per contenere l'estensione della tutela contrattuale. Il sistema sembra dunque alla ricerca di un punto di equilibrio tra esigenze contrapposte: da un lato, la necessità di proteggere l'affidamento generato da attività professionali caratterizzate da forte asimmetria tecnica; dall'altro, l'esigenza di preservare la struttura del rapporto obbligatorio e di evitare una dilatazione incontrollata della responsabilità civile. Proprio questa

⁵⁵ Cfr. F. VISMARA, *Obblighi di protezione nei rapporti tra banca e cliente*, cit.; C. D'ELIA, *op. cit.*

⁵⁶ A. PROCIDA MIRABELLI DI LAURO, *L'obbligazione come rapporto complesso*, cit., p. 921-922.

Sul rapporto tra la legge Gelli-Bianco e i formanti giurisprudenziali e dottrinali preesistenti la dottrina è divisa. Lambo ha sottolineato criticamente come la nuova normativa appaia adottata senza adeguata considerazione degli sviluppi maturati prima della sua entrata in vigore (L. LAMBO, *La responsabilità del medico dipendente e il gioco dell'oca (obblighi di protezione c. alterum non laedere)*, in *Il Foro Italiano*, giugno 2017, vol. 140, n. 6, p. 241-249). In senso opposto, Ponzanelli ha valutato positivamente la continuità della legge con i traguardi raggiunti dalla giurisprudenza italiana (G. PONZANELLI, *La responsabilità sanitaria e i possibili contenziosi da Covid*, in *Giustizia civile*, Emergenza Covid-19, Speciale n. 3, p. 94).

tensione rappresenta oggi uno dei nodi centrali della responsabilità bancaria verso i terzi. Ai fini di una migliore comprensione, adottando una prospettiva comparatistica, appare utile soffermarsi sulle esperienze di altri ordinamenti.

5. Osservazioni comparatistiche: affidamento professionale e tutela del terzo

L'evoluzione della responsabilità bancaria italiana verso modelli di tipo relazionale non costituisce un fenomeno isolato, ma si inserisce in una più ampia tendenza volta a superare la tradizionale dicotomia tra contratto e torto nei casi in cui l'esercizio di attività professionalmente qualificate generi affidamenti meritevoli di tutela. La breve analisi comparatistica che segue consente di osservare come tanto nei sistemi di *civil law* quanto in quelli di *common law* emerga l'esigenza di predisporre forme di protezione per il terzo che, pur estraneo al contratto, risulti prevedibilmente coinvolto nell'attività del professionista.

L'esperienza tedesca rappresenta, sotto questo profilo, il laboratorio di particolare interesse. Oltre all'elaborazione degli obblighi di protezione già ricordati, il *Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte* è stato elaborato dalla giurisprudenza per estendere gli effetti protettivi del contratto a soggetti terzi che, pur non essendo parti del rapporto obbligatorio, si trovino in una posizione di prossimità qualificata rispetto all'esecuzione della prestazione⁵⁷. Attraverso la valorizzazione della buona fede ex § 242 BGB, il contratto viene così reinterpretato non soltanto come strumento di attribuzione patrimoniale, ma anche come fonte di obblighi di protezione, inizialmente verso soggetti il cui coinvolgimento risulti prevedibile secondo il criterio del *Wohl und Wehe*⁵⁸. Accanto a ciò e al concetto di prossimità della prestazione (*Leistungsnähe*), la dottrina e le corti hanno valorizzato il dovere di cura

⁵⁷ Per un approfondimento sull'istituto si rimanda a G. VARANESE, *Il contratto con effetti protettivi per i terzi*, Napoli, 2004.

⁵⁸ Il criterio del *Wohl und Wehe* postula che il terzo sia esposto agli effetti della prestazione nello stesso modo in cui vi è esposto il creditore. Sul punto v. K. LARENZ, *Lehrbuch des Schuldrechts*, cit.; G. VARANESE, *I rapporti obbligatori con effetti protettivi per i terzi*, cit.

del creditore nei confronti del terzo⁵⁹; il requisito dell'interesse del creditore all'inclusione del terzo nella sfera di protezione, nonché l'esigenza che il debitore potesse riconoscere, secondo buona fede, la prevedibilità del coinvolgimento del terzo nell'attuazione del rapporto obbligatorio, ai fini del riconoscimento della *Schutzwirkung*. Su tali basi, la giurisprudenza ha progressivamente ampliato la cerchia dei soggetti protetti, fino a ricomprendere anche ipotesi in cui il terzo, pur privo di un legame personale stretto con il creditore, facesse comunque affidamento sul corretto adempimento della prestazione⁶⁰.

In questa direzione si colloca, ad esempio, la nota decisione del *Bundesgerichtshof* nel caso *Lastschriftverfahren-Fall*⁶¹, in cui è stata riconosciuta protezione contrattuale a soggetti non riconducibili al tradizionale schema del criterio del "*Wohl und Wehe*". In tale pronuncia, il fondamento dell'estensione della protezione non viene più individuato in una relazione personale qualificata tra creditore e terzo, bensì nella considerazione dell'affidamento che l'organizzazione complessiva del rapporto contrattuale è idonea a generare nei confronti di soggetti esterni, nonché nella prevedibilità del danno che può derivare dall'esecuzione della prestazione⁶².

⁵⁹ Come ricorda Lambo questo criterio esordisce nel caso noto come *Gasuhrfall* (BGH, 15 maggio 1959), L. LAMBO, *op. cit.*, p. 266.

⁶⁰ *Ibidem*.

⁶¹ BGH il 28 febbraio 1977, in BGHZ, 69, 1978, p. 82 ss. La pronuncia, relativa alla responsabilità nell'ambito del procedimento di addebito diretto (*Lastschriftverfahren*), è generalmente considerata espressiva dell'ampliamento della cerchia dei terzi protetti oltre il tradizionale criterio del *Wohl und Wehe*: il *Bundesgerichtshof* ha riconosciuto tutela contrattuale a un soggetto terzo non legato al creditore da uno stretto rapporto personale, ritenendolo nondimeno esposto ai rischi derivanti dall'esecuzione della prestazione, con ciò valorizzando la prevedibilità del coinvolgimento del terzo come criterio autonomo di estensione della protezione. In dottrina v. A. PROCIDA-MIRABELLI DI LAURO, M. FEOLA, *Rapporto obbligatorio e tutela del terzo*, in *Studi in onore di Pasquale Stanzone – Tomo III*, Napoli, 2018, p. 1652-1653; L. LAMBO, *op. cit.*, p. 290-291; G. VARANESE, *Il contratto con effetti protettivi per i terzi*, cit., p. 97-101.

⁶² L. LAMBO, *op. cit.*, p. 267. Critico sul punto C.-W. CANARIS, *Schutzgesetze - Verkehrspflichten - Schutzpflichten*, in *Festschrift per Karl Larenz*, München, 1983, p. 817 (trad. it. *Norme di protezione, obblighi del traffico, doveri di protezione*, in *Europa e dir. privato*, 2004, p. 817), il quale evidenzia come la Corte, piuttosto che estendere l'efficacia protettiva dell'accordo interbancario oltre ogni ragionevole limite, avrebbe potuto fondare la sua decisione su un dovere autonomo della banca verso il cliente.

Questo impianto pretoriale ha trovato parziale sistemazione con la riforma dello *Schuldrecht* (*Gesetz zur Modernisierung des Schuldrechts*) del 2002⁶³. Il legislatore tedesco ha scelto di colmare le originarie lacune del BGB intervenendo principalmente nell'ambito della responsabilità contrattuale⁶⁴, lasciando sostanzialmente immutata la struttura della responsabilità aquiliana e gli sviluppi giurisprudenziali che avevano ampliato la tutela sul piano dell'obbligazione. Il ruolo degli obblighi di protezione all'interno del rapporto obbligatorio ha così trovato espresso riconoscimento nel § 241, comma 2, BGB, ai sensi del quale il rapporto obbligatorio può imporre alle parti doveri di riguardo per i diritti, i beni e gli interessi dell'altra parte⁶⁵. Il riconoscimento

⁶³ Sulla riforma in generale si veda: C.-W. CANARIS, *Contenuti fondamentali e profili sistematici del Gesetz zur Modernisierung des Schuldrechts*, in G. DE CRISTOFARO (a cura di), *La riforma del diritto tedesco delle obbligazioni*, Padova, 2003, p. 7 ss. Il processo di revisione, culminato nella riforma del 2002, ha recepito al contempo le istanze di attuazione di alcune direttive europee vertenti su taluni aspetti della vendita e delle garanzie dei beni di consumo (in particolare la Direttiva 1999/44/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 maggio 1999). Cfr. R. ZIMMERMANN, *The new German law of obligations: historical and comparative perspectives*, cit., p. 33-35; M. R. MARELLA, *Who is the contracting party? A trip around the transformation of the legal subject*, in P.-G. MONATERI (a cura di), *Comparative Contract Law*, Cheltenham, 2017, p. 205-215; C. G. PAULUS, *The German BGB: What Needs to be Changed and Why*, cit., p. 249-271.

⁶⁴ Nel diritto tedesco previgente, la responsabilità contrattuale presentava un regime significativamente più favorevole rispetto a quella aquiliana: il termine di prescrizione era di trent'anni ex § 195 BGB (contro i tre anni ex § 852 BGB), e la responsabilità per fatto degli ausiliari ex § 278 BGB non ammetteva prova liberatoria, a differenza del § 831 BGB. Tale asimmetria ha costituito uno dei principali incentivi pratici all'espansione giurisprudenziale della responsabilità contrattuale e alla formazione degli obblighi di protezione anche a favore di terzi, orientando le corti verso soluzioni che consentissero di attrarre le fattispecie nell'orbita contrattuale. V. L. LAMBO, op. cit., p. 241 nota 6; C. VON BAR, *The Common European Law of Torts*, I, p. 184; K. LARENZ, *Lehrbuch des Schuldrechts*, I, cit., p. 225.

⁶⁵ A. PROCIDA-MIRABELLI DI LAURO, M. FEOLA, *Rapporto obbligatorio e tutela del terzo*, cit., p. 1655. ove gli Autori sottolineano come l'impostazione accolta nella riforma dello *Schuldrecht* del 2002 risenta in misura significativa dell'influenza di Canaris e della sua teoria della *Vertrauenshaftung*. In quest'ottica, la riforma avrebbe determinato una riduzione del ricorso al *VmSfD*, specie nell'ambito della responsabilità professionale, a favore di un rafforzamento degli obblighi di protezione interni al rapporto obbligatori. V. G. VARANESE, *Il contratto con effetti protettivi per i terzi*, cit., p. 133; E. BARCELLONA, *Responsabilità da informazione: il caso dei*

normativo degli obblighi di protezione, unitamente alla positivizzazione della *culpa in contrahendo* nei §§ 311 e 241 BGB⁶⁶, ha permesso di ricondurre a unità sistematica le ipotesi in cui la tutela del terzo era stata in precedenza affidata al *Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte*. Di conseguenza, nei casi di responsabilità per informazioni inesatte o per consulenze professionali, la tutela può oggi fondarsi nella responsabilità da affidamento derivante dall'instaurarsi di un rapporto giuridicamente rilevante sin dalla fase delle trattative⁶⁷.

Anche il diritto inglese fornisce un interessante punto di osservazione, pur muovendo dai rigorosi presupposti della *privity of contract*, e della *consideration*⁶⁸. Questi due principi, letti congiuntamente, delineano un sistema chiuso⁶⁹, che ha storicamente generato lacune di tutela⁷⁰ che, a partire dalla fine del Novecento, le corti hanno tentato di colmare progressivamente. Con riferimento alla

revisori legali dei conti, Torino, 2003, p. 173, nota 80; A. M. GAROFALO, *Il problema del contatto sociale*, in *Teoria e Storia del Diritto Privato – XI* – 2018.

⁶⁶ G. CIAN, *Relazione introduttiva*, in ID. (a cura di) *La riforma dello Schuldrecht tedesco: un modello per il futuro europeo delle obbligazioni dei contratti?*, cit., p. 16-18, il quale osserva come abbia trovato “consacrazione legislativa sia la concezione del rapporto obbligatorio come rapporto complesso, ..., sia, ... la dilatazione della nozione stessa di detto rapporto fino a farle comprendere pure la figura dei cc.dd. Schuldverhältnisse ohne primäre Leistungspflicht”.

⁶⁷ Parallelamente al § 241 BGB, la riforma ha ristrutturato il § 311 BGB, riconoscendo che rapporti obbligatori possono sorgere anche in assenza di una prestazione primaria. A. PROCIDA-MIRABELLI DI LAURO, M. FEOLA, *Rapporto obbligatorio e tutela del terzo*, cit., p. 1656.

⁶⁸ La *consideration* opera sul piano della validità e dell'azionabilità delle promesse negoziali ritenute *enforceable*, mentre la regola della *privity* individua i soggetti che possono far valere quelle promesse in giudizio. I. MASPES, *op. cit.*, p. 29-31; S. WHITTAKER, *Contracts which Harm Third Parties: English Law*, in in L. VACCA (a cura di), *Gli effetti del contratto nei confronti dei terzi nella prospettiva storico-comparatistica. IV congresso Internazionale ARISTEC*, Torino, 2001.

⁶⁹ “...the sophisticated and artificial constructions which the courts themselves have dreamt up in their concert to keep the principle intact should evoke the admiration of Continental observers”, S. WHITTAKER, *Contracts which Harm Third Parties: English Law*, cit., p. 128; K. ZWIEGERT, H. KÖTZ, *An introduction to comparative law*, 3 ed., Oxford, 1998, p. 468.

⁷⁰ Esplicativo di tali aporie, spesso sintetizzate dalla dottrina inglese con l'espressione *legal black hole* (laddove il promissario titolare del diritto non ha subito danni e il terzo danneggiato non ha titolo per agire), è il celebre caso *Beswick v. Beswick* (1968). THE LAW REFORM COMMISSION, *Report Privity of Contract and Third Party*, cit; G. H. TREITEL, *The Battle over Privity*, cit.

responsabilità professionale, il leading case *Hedley Byrne v. Heller*⁷¹ ha superato i limiti delle lacune *privity* introducendo il principio dell'*assumption of responsibility*, ammettendo il risarcimento dei pure *economic losses* in presenza di una *special relationship* fondata sull'affidamento ragionevolmente riposto nelle dichiarazioni o nelle informazioni rese da un soggetto professionalmente qualificato⁷². L'elemento della *reliance* (affidamento) assume così una funzione centrale, strutturando una forma di responsabilità che, pur formalmente collocata nell'area del *tort*, presenta evidenti tratti di prossimità con il modello contrattuale⁷³.

La successiva decisione *White v. Jones*⁷⁴ ha accentuato tale tendenza, configurando una responsabilità verso il terzo fondata non sulla mera violazione del dovere generale di diligenza, ma sull'esistenza di una relazione intenzionale e professionalmente qualificata orientata alla protezione di interessi specifici⁷⁵. Proprio questo "*contractual flavour*"⁷⁶ della responsabilità relazionale ha indotto parte della dottrina comparatistica⁷⁷ a individuare una progressiva convergenza tra sistemi giuridici tradizionalmente distanti, imperniata su una figura intermedia di responsabilità fondata sulla relazione volontaria e sull'affidamento professionale⁷⁸.

⁷¹ *Hedley Byrne & Co. Ltd. v. Heller & Partners Ltd* [1964] A C 465 (H.L.)

⁷² M. BRIDGE, *The Overlap of Tort and Contract*, cit., p. 885, il quale richiama l'osservazione di Lord Devlin volta a circoscrivere la nascita di una *special relationship* foriera di tutela per i *pure economic losses*.

⁷³ Cfr. S. BANAKAS, *Tort Duties under Contract's Shadow: are English and German law converging?*, cit. Cfr. anche G. TEUBNER, *Expertise as Social Institution: Internalising Third Parties into the Contract*, in D. CAMPBELL, H. COLLINS, J. WIGHTMAN (a cura di), *Implicit Dimensions of Contract: Discrete, Relational and Network Contracts*, Oxford, 2003, 333-363.

⁷⁴ *White v. Jones* [1995] 2 AC 207.

⁷⁵ W. LORENZ, B. MARKESINIS, *Solicitors' Liability towards Third Parties: Back into the Troubled Waters of the Contract/Tort Divide*, cit., p. 558-563.

⁷⁶ L'espressione è di B. MARKESINIS, *Five Days in the House of Lords: Some Comparative Reflections on White v. Jones*, 1995 TLJ LEXIS 4.

⁷⁷ W. LORENZ, B. MARKESINIS, *Solicitors' Liability towards Third Parties: Back into the Troubled Waters of the Contract/Tort Divide*, cit., p. 558-563.

⁷⁸ Cfr. S. BANAKAS, *Tort Duties Under Contract's Shadow: Are English and German Law Converging?*, cit., il quale osserva che la convergenza tra i due sistemi risponde a una simmetria funzionale: mentre il diritto inglese ricorre all'*assumption of responsibility* per compensare la rigidità della *privity*, il diritto tedesco si serve dei

In tale quadro, l'esperienza italiana presenta al contempo punti di contatto con le soluzioni adottate in altri ordinamenti, ma anche alcune peculiarità. A differenza del modello tedesco, oggi maggiormente tipizzato e ancorato a requisiti relativamente selettivi riferendosi principalmente al contatto negoziale⁷⁹, la giurisprudenza italiana ha utilizzato il contatto sociale qualificato come clausola più ampia e flessibile, valorizzando il ruolo sistemico del professionista e la funzione protettiva della buona fede ex artt. 1175 e 1375 c.c. Ciò ha consentito di estendere la tutela contrattuale oltre i confini del rapporto negoziale in senso stretto, soprattutto nei settori caratterizzati da forte asimmetria tecnica e da elevato affidamento istituzionale, come quello bancario.

Proprio questa maggiore elasticità del modello italiano spiega, tuttavia, le tensioni emerse nella giurisprudenza più recente. Se la convergenza comparatistica conferma che la tutela del terzo affidante costituisce un problema strutturale comune ai moderni sistemi giuridici, resta aperta la questione relativa ai criteri di delimitazione della responsabilità relazionale e ai limiti entro i quali l'affidamento professionale possa giustificare il superamento del principio di relatività contrattuale.

6. Questioni aperte: digitalizzazione dei servizi bancari e nuovi obblighi di protezione?

La trasformazione digitale del sistema dei pagamenti genera interrogativi e sollecita riflessioni sul paradigma del contatto sociale qualificato nel diritto bancario contemporaneo. La responsabilità relazionale elaborata dalla giurisprudenza presupponeva infatti una relazione professionale caratterizzata da immediatezza, riconoscibilità del soggetto agente e centralità della competenza tecnica del banchiere. L'evoluzione dei servizi di pagamento digitali, favorita dalla PSD2 e dal modello dell'open banking, modifica profondamente tale assetto: l'ingresso dei Third Party Providers e la progressiva frammentazione della catena del pagamento attenuano infatti la centralità della banca

doveri protettivi per superare la strettezza delle fattispecie di illecito tipizzate dal BGB. In entrambi i casi, l'istituto opera come fondamento di una responsabilità che trova giustificazione nella relazione qualificata e nell'affidamento.

⁷⁹ Cfr. L. LAMBO, *Obblighi di protezione*, cit.

come unico interlocutore del cliente, sostituendo al tradizionale rapporto bilaterale una rete di relazioni tecnologicamente integrate⁸⁰.

In questo contesto, sembra mutare anche il fondamento dell'affidamento. Se nel modello tradizionale esso si radicava nella professionalità del "banchiere accorto", nel sistema digitale tende progressivamente a trasferirsi sull'affidabilità delle infrastrutture tecnologiche, dei protocolli di autenticazione e dei sistemi automatizzati di sicurezza⁸¹. L'obbligo di protezione non scompare, ma cambia oggetto: non riguarda più soltanto il comportamento del singolo operatore, bensì l'adeguatezza organizzativa e tecnologica dell'intermediario⁸².

La digitalizzazione produce così una tensione sistematica significativa. Da un lato, la disintermediazione attenua l'immediatezza della relazione professionale che aveva giustificato la costruzione del contatto sociale qualificato, dall'altro, l'ordinamento continua ad attribuire alla banca una funzione centrale di presidio della sicurezza del sistema dei pagamenti. Ne deriva il rischio di una progressiva oggettivizzazione della responsabilità bancaria, soprattutto nelle ipotesi di frodi informatiche o operazioni non autorizzate⁸³.

⁸⁰ Sul punto, M. PICCINNO, *La responsabilità della banca e dei third party providers (TPPS) per operazioni fraudolente alle soglie della riforma della "PSD2"*, cit.; F. VISMARA, *Obblighi di protezione nei rapporti tra banca e cliente*, cit. Cfr. anche A. ANTONUCCI, *Mercati dei pagamenti: le dimensioni del digitale*, in *Rivista di Diritto Bancario*, III, 2018, p. 557-565; R. LO CONTE, *I Third Providers e l'accesso ai conti bancari nella disciplina giuridica dei servizi di pagamento: problemi e prospettive*, in *Il diritto dell'economia*, 1, 2023, p. 211-250; F. CIRAOLO, *Open Banking, Open Problems. Aspetti controversi del nuovo modello dei "sistemi bancari aperti"*, cit.

⁸¹ "La consapevolezza di aumento esponenziale del rischio si palesa nella stessa direttiva al Considerando 7, nel quale la sicurezza viene elevata a «condizione fondamentale per il buon funzionamento del relativo mercato».", così M. PICCINNO, *La responsabilità della banca e dei third party providers (TPPS) per operazioni fraudolente alle soglie della riforma della "PSD2"*, cit., p. 1743.

⁸² Ibidem.

⁸³ Piccinno osserva come l'ingresso dei nuovi Third Party Providers (TPP) determini una «frantumazione della catena del valore» e una «triangolazione telematica». Questo fenomeno di disintermediazione comporta la perdita dell'esclusività del rapporto banca-cliente, sostituendo l'autonomia contrattuale con un obbligo legale di cooperazione tra intermediari. Cfr. M. PICCINNO, *La responsabilità della banca e dei third party providers (TPPS) per operazioni fraudolente alle soglie della riforma della "PSD2"*, cit. Si richiama anche S. SICA,

In questa prospettiva, l'intermediario tende ad essere configurato come *best risk bearer* e *cheapest cost avoider* del sistema digitale dei pagamenti: soggetto che, per struttura organizzativa e capacità tecnica, è nella posizione ottimale per assorbire e redistribuire i costi delle condotte patologiche, evitando che ricadano sui soggetti più vulnerabili del circuito. Sul piano giuridico, tale funzione si traduce nell'applicazione del criterio del *bonus argentarius*, che nel contenzioso bancario -sempre più frequentemente relativo a frodi informatiche e operazioni non autorizzate -opera come standard di imputabilità della responsabilità contrattuale parametrato sullo status professionale dell'intermediario, indipendentemente dall'esistenza di un rapporto contrattuale diretto con il danneggiato⁸⁴.

La sfida interpretativa consiste pertanto nel ridefinire i confini degli obblighi di protezione in un contesto nel quale la relazionalità tende a divenire impersonale e tecnologica. Il problema non pare tanto stabilire se il contatto sociale sopravviva alla digitalizzazione, quanto comprendere in quale forma esso possa continuare a operare quando il rapporto fiduciario non si sviluppa più attraverso l'interazione personale, ma mediante l'affidamento riposto nell'architettura tecnica del sistema.

È in questo quadro che si misura la tenuta complessiva del modello relazionale elaborato dalla giurisprudenza, e che acquista pieno significato il percorso analizzato nelle pagine precedenti. Emerge come la responsabilità della banca verso i terzi più che deroga eccezionale al principio di relatività degli effetti contrattuali, può essere letta come la traduzione giuridica della funzione sistemica che l'intermediario bancario assume nel moderno traffico dei pagamenti. La banca, in quanto operatore professionalmente qualificato, genera un affidamento

B.M. SABATINO, *Disintermediazione finanziaria e tutela del cliente e dell'utilizzatore*, in *Dir. inf.*, num. 1°, 2021, pp. 1 ss. ma anche R. FRAU, *Home banking, phishing e responsabilità civile della banca*, in *Resp. civ. prev.*, num. 2°, 2019, p. 622 ss. Importante anche la posizione dell'ABF, ad esempio Abf Coll. Coord. Dec. n. 9559/2024.

⁸⁴ Sul criterio del *bonus argentarius* nel contenzioso digitale v. F. IOCCA, *Ancora sulla responsabilità da "status" del "bonus argentarius"*, cit.; E. MINERVINI, *Il rapporto banca/cliente-impresa tra disciplina settoriale e normative integrative concorrenti*, cit.; F. CIRAULO, *Pagamento fraudolento con carta di credito e ripartizione della responsabilità*, cit.; sull'analisi economica v. G. CALABRESI, *The Cost of Accidents*, cit.

che trascende il perimetro del singolo rapporto negoziale e si proietta sui soggetti funzionalmente coinvolti nell'operazione bancaria⁸⁵. Tuttavia, come l'evoluzione giurisprudenziale successiva alle Sezioni Unite n. 14712/2007 evidenzia, emerge altresì la necessità di delimitare il paradigma relazionale entro confini compatibili con la struttura del rapporto obbligatorio e con il principio di relatività contrattuale⁸⁶. Se la teoria del contatto sociale qualificato ha consentito di estendere la tutela contrattuale a situazioni prive di un vincolo negoziale in senso stretto, la giurisprudenza più recente ha progressivamente riaffermato la centralità della colpa professionale e della prevedibilità dell'affidamento quale criterio selettivo della tutela⁸⁷.

In tale prospettiva, la responsabilità della banca verso il terzo non può trasformarsi in una forma generalizzata di responsabilità da posizione, né in un obbligo di garanzia assoluta rispetto alla regolarità dell'intero sistema dei pagamenti⁸⁸. Come è emerso dall'analisi, seconda parte della dottrina, la tutela contrattuale del terzo richiede piuttosto un coinvolgimento funzionale nell'operazione bancaria e un affidamento qualificato, prevedibile ex ante in ragione della specifica attività professionale svolta dall'intermediario. L'analisi comparatistica svolta - dal *Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte* tedesco all'*assumption of responsibility* inglese - suggerisce che tale esigenza di delimitazione non sia una peculiarità italiana, ma un problema strutturale comune ai moderni sistemi giuridici: tutti alle prese con la

⁸⁵ Cassazione civile, SS.UU. 14712/2007.

⁸⁶ Secondo Vismara obbligo di protezione deve essere coordinato con altri principi per evitare di trasformare la banca in un "controllore esterno" universale, ribadendo la necessità di una delimitazione dei ruoli, F. VISMARA, *Obblighi di protezione nei rapporti tra banca e cliente*, cit., p. 69-72.

⁸⁷ F. VISMARA, *Obblighi di protezione nei rapporti tra banca e cliente*, cit., p. 72. Si v. anche R. COSIO, *op. cit.*

⁸⁸ Sulla necessità di mantenere un legame tra protezione e prestazione al fine di non scivolare nel "non-rapporto" aquiliano, v. A. DI MAJO, *Le tutele contrattuali*, Torino, 2009, p. 65, secondo cui il concetto di protezione è compatibile con l'obbligazione solo finché resta funzionale o connesso a una prestazione, anche solo prevista o invalida. Tale impostazione mira a prevenire un'area di responsabilità contrattuale "dilatata oltre misura", dove il banchiere finirebbe per rispondere a titolo di mero status e non per la violazione di un rapporto finalisticamente orientato (ID., *Il contatto sociale. La culpa in contrahendo tra contratto e torto*, in *Giur. it.*, 12, 2016, p. 2565 ss.; ID., *Contratto e torto: la responsabilità per il pagamento di assegni non trasferibili*, in *Corr. giur.*, 12, 2007, p. 1706 ss.

necessità di proteggere l'affidamento generato da attività professionali asimmetriche.

Le trasformazioni digitali rendono tale tensione ancor più evidente. La progressiva automazione dei servizi finanziari e la disintermediazione tecnologica tendono infatti a dissolvere l'immediatezza della relazione professionale sulla quale il contatto sociale qualificato era stato originariamente costruito. L'affidamento non si concentra più sulla relazione personale con l'operatore bancario, ma sull'affidabilità dell'infrastruttura tecnica e dei sistemi di sicurezza predisposti dall'intermediario. È probabilmente in questa progressiva smaterializzazione della relazione bancaria che, nei prossimi anni, si osserverà e valuterà la futura evoluzione degli obblighi di protezione e della responsabilità dell'intermediario verso i terzi. Le questioni aperte dalla digitalizzazione, dalla ridefinizione del contatto sociale in ambienti tecnologicamente mediati alla distribuzione della responsabilità tra banca e *Third Party Providers*, costituiscono pertanto altrettanti 'cantieri di ricerca' che il presente lavoro si limita ad indicare, rinviando a futuri approfondimenti una trattazione sistematica.

Sostenibilità sociale del mercato, desertificazione bancaria e credito di prossimità

SOMMARIO: 1. Introduzione alla ricerca e note metodologiche. – 2. Correlazioni tra inclusione finanziaria, vulnerabilità della clientela e sostenibilità del mercato. – 3. Sostenibilità sociale e desertificazione bancaria. – 3.1. (*Segue*). Concettualizzazione della “vulnerabilità territoriale”. – 4. Una rinnovata centralità per le banche di prossimità. Criticità della riforma del credito cooperativo nella prospettiva della sostenibilità sociale. – 5. Conclusioni.

1. Introduzione alla ricerca e note metodologiche

La disciplina del mercato bancario si caratterizza, com'è noto, per la sua elevata settorialità, tant'è che parte della dottrina argomenta, con riferimento alla stessa, in termini di *ordinamento*¹. Già la legge bancaria del 1926 (r.d.l. 7 settembre 1926, n. 1511, e r.d.l. 6 novembre 1926, n. 1830) aveva riconosciuto alla banca una specialità tale da differenziarla dall'impresa comune, all'epoca disciplinata dal solo codice di commercio². Le peculiarità proprie del comparto economico in esame, tuttavia, non devono indurre a trattarlo come settore avulso dal sistema, essendo – anzi – necessario ricondurne le specificità entro la logica dell'unitarietà dell'ordinamento giuridico³. Anche per la materia bancaria si impone, allora, una lettura assiologicamente orientata, rispettosa dei principi ordinatori della costituzione economica. Nonostante, infatti, l'integrazione europea e internazionale ne abbia

¹ Cfr. M. DE POLI, *Il mercato bancario*, in P. CORRIAS e R. LENER (a cura di), *Manuale di Diritto dell'economia*, Torino, 2024, 155.

² Si veda E. BANI, *La disciplina del mercato finanziario*, in EAD., F. DI PORTO, G. LUCHENA ed E. SCOTTI (a cura di), *Lezioni di diritto dell'economia*, Torino, 2023, 328. Per una recente panoramica sull'evoluzione del diritto bancario, v. A. BROZZETTI, *Il diritto europeo della banca e della finanza tra passato e futuribile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, 1, 6 ss.

³ Sull'unitarietà dell'ordinamento giuridico, nonostante la pluralità di fonti, si veda, su tutti, P. PERLINGIERI, *Complessità e unitarietà dell'ordinamento giuridico vigente*, in ID., *L'ordinamento vigente e i suoi valori*, Napoli, 2006, 5 ss. Con riferimento al mercato assicurativo, il quale comunque rappresenta una partizione del più ampio comparto finanziario, v. S. LANDINI e L. RUGGERI (a cura di), *Il mercato assicurativo nell'unitarietà dell'ordinamento giuridico*, Napoli, 2018, *passim*.

inciso l'originario impianto, permangono due direttrici fondamentali. La prima è rappresentata dal modello dell'*economia sociale di mercato*, in base al quale la libertà d'impresa, pur garantita, risulta assoggettata a regole di matrice pubblicistica, funzionali ad assicurarne correttezza ed efficienza, ma anche a correggerne le disfunzioni. L'aggettivo "sociale", d'altronde, chiarisce in modo inequivoco che non è la società a porsi al servizio del mercato, bensì quest'ultimo ad essere strumentale alla comunità e, dunque, alla persona⁴. La seconda direttrice attiene, invece, alla politica di coesione sociale, economica e territoriale, la quale impone alle istituzioni di adoperarsi per mitigare i divari esistenti tra aree ipersviluppate e zone marginali⁵.

Lungo questa linea interpretativa, si ritiene che l'ampia e pervasiva normazione in materia sostenibilità non economica – nella misura in cui ha ormai assunto un rilievo non trascurabile anche all'interno del mercato bancario⁶ – contribuisca ad agevolare l'attività dell'interprete

⁴ Cfr. S. AMOROSINO, *Le dinamiche del diritto dell'economia*, Pisa, 2018, 19 s.

⁵ S. AMOROSINO, *o.u.c.*, 20 s. Sul concetto di "territori marginali", v. *infra* § 3, spec. Nota 34.

⁶ Si tratta, in altri termini, della c.d. "finanza etica". Su tale concetto, nella letteratura economica, si vedano almeno G. FERRI e M. INTONTI, *SRI funds. I fondi eticamente orientati e la finanza sostenibile*, Roma, 2018, *passim*; R. ADAMO, *La finanza etica. Principi, strumenti e finalità*, Napoli, 2009, *passim*; L. BECCHETTI e L. PAGANETTO, *Finanza etica. Commercio equo e solidale*, Roma, 2003, *passim*. Per un'analisi giuridica, E. MACCHIAVELLO, *Possono esistere «banche etiche»? La nuova definizione normativa di «operatori di finanza etica e sostenibile» tra interesse sociale, scopo di lucro e normativa bancaria post-crisi*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, 189 ss.; R. COSTI, *Banca etica e responsabilità sociale delle banche*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, 165 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Etica della finanza mercato globalizzazione*, Bari, 2004, *passim*; ID., *Etica della finanza e finanza etica*, Roma-Bari, 1997, *passim*. Nell'evoluzione del concetto, un ruolo decisivo – quantomeno in termini pratico-applicativi – ha avuto il Manifesto della finanza etica, redatto dall'Associazione Finanza Etica nel 1998, consultabile in *bancaetica.it*.

Sul rapporto tra etica ed economia, fondamentale il lavoro di A. SEN, *Etica ed economia*, Bari, 2003, *passim*. Ma anche L. BECCHETTI, L. BRUNI e S. ZAMAGNI, *Economia civile e sviluppo sostenibile*, Roma, 2019, *passim*; M. YUNUS, *Si può fare! Come il business sociale può creare un capitalismo più umano*, Milano, 2012, *passim*. In una prospettiva più strettamente giuridica, v. F. CAPRIGLIONE, *Clima energia finanza. Una difficile convergenza*, Torino, 2023, 133 ss., secondo il quale ci si avvia «verso una funzione innovativa della finanza», ove la regolamentazione e la supervisione – in considerazione del "fattore ambientale" – acquisiscono nuovi contenuti e significati. Ma anche M. SEPE, *Impresa e finanza tra etica e profitto*, in F.

in tale *reconductio ad unitatem*. La sostenibilità, infatti, con la previsione di obiettivi ambientali e sociali per il mercato, nonché di *governance* inclusiva ed equa per le imprese, sembra potersi apprezzare quale esplicitazione e concretizzazione di valori già acquisiti dal sistema ordinamentale⁷. Si pensi al principio personalistico e a quello di eguaglianza sostanziale di cui agli artt. 2 e 3 cost., nonché alla funzione di utilità socio-ambientale dell'iniziativa economica privata sancita dall'art. 41 cost., e – con riguardo all'industria finanziaria – alla tutela del risparmio *ex art.* 47 cost.⁸, ma anche alla funzione sociale riconosciuta alla cooperazione a carattere mutualistico dall'art. 45 cost.⁹.

Muovendo da questa impostazione metodologica, con il presente scritto si intende offrire un'analisi delle attuali dinamiche del mercato bancario connesse alla dislocazione geografica degli intermediari, ritenendo che esse – lungi dall'esaurirsi in una mera questione di distribuzione territoriale dei servizi – chiamino in causa, più in profondità, il tema dell'inclusione finanziaria quale preconditione per l'effettivo esercizio di diritti costituzionalmente presidiati¹⁰. L'indagine sarà pertanto condotta sotto la lente prospettiva della sostenibilità

CAPRIGLIONE (a cura di), *Finanza, impresa e nuovo umanesimo*, 2006, 45 ss.; S. SCOTTI CAMUZZI, *Finanza etica ed etica della finanza. La "responsabilità sociale dell'impresa" nel settore della finanza*, in *Jus*, 2005, 103 ss.; G. OPPO, *Diritto dell'impresa e morale sociale*, in *Riv. dir. civ.*, 1992, 1, 15 ss.

⁷ Sul punto, si veda *infra* § 3.

⁸ Secondo F. CAPRIGLIONE, *Fonti normative*, in ID. (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, Milano, 2010, 5, «la materia finanziaria e bancaria è riconducibile ad alcune disposizioni della Carta Costituzionale che alla medesima fanno riferimento nel disporre precetti normativi riguardanti vuoi «l'iniziativa economica» (art. 41), vuoi la «tutela del risparmio» (art. 47). L'evidente collegamento tra la raccolta del risparmio e l'esercizio del credito, quali elementi integratori della nozione di attività bancaria, a base del nominato art. 47, e la proposizione di tale norma in termini di «specificazione» del precedente art. 41 [...] identificano, dunque, i presupposti logico giuridici a fondamento della costruzione normativa che ci occupa». Sulla portata precettiva e non già meramente programmatica delle norme costituzionali, si veda P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, II, Napoli, 4^a ed., 2020, 207 s.

⁹ Sulla funzione sociale della cooperazione, cfr. G. OPPO, *Costituzione e diritto privato nella "questione" cooperativa*, in *Riv. dir. civ.*, 1995, I, 735 ss.; M. LIBERTINI, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla "impresa sociale"*, in *Riv. soc.*, 2009, 1 ss.

¹⁰ Per le dovute argomentazioni, v. *infra* § 2.

sociale del mercato, partendo dall'assunto per cui la progressiva contrazione della presenza fisica delle banche sul territorio – segnatamente nelle aree già marginali o periferiche – imponga un vaglio critico circa il ruolo del sistema bancario nel promuovere la coesione sociale, economica e territoriale.

2. *Correlazioni tra inclusione finanziaria, vulnerabilità della clientela e sostenibilità del mercato*

L'inclusione finanziaria rappresenta una tematica di crescente interesse per gli studi giuridici, identificabile – in senso ampio – con la quota di individui e imprese in grado utilizzare efficacemente i servizi forniti da operatori di banca e finanza¹¹. Si tratta di un argomento suscettibile di essere analizzato da una pluralità di prospettive, poiché molteplici sono le ragioni idonee a collocare un soggetto in una situazione di difficoltà nell'accesso ai mercati regolamentati¹². La principale chiave di lettura in materia indaga i problemi connessi alla “bancabilità” del cliente, da intendersi come insieme di connotazioni individuali che non lo rendono un *buon* acquirente per l'operatore professionale, il quale – conseguentemente – non risulta disposto a offrirgli i propri prodotti, escludendolo così dalla contrattazione¹³.

¹¹ Nella letteratura economica, cfr. M. BIANCO, D. MARCONI, A. ROMAGNOLI e M. STACCHINI, *Challenges for financial inclusion: the role for financial education and new directions*, in *Questioni di economia e finanza*, Occasional papers della Banca d'Italia, Roma, 2022, 5; G. BETTIN, C. PIGINI e A. ZAZZARO, *Financial Inclusion and Poverty Transitions: An Empirical Analysis for Italy*, Working papers del Centre for Studies in Economics and Financial, Napoli, 2020, 577, 6 ss. In una prospettiva internazionale, si veda R. SAHAY, M. ČIHÁK, P. N'DIAYE, A. BARAJAS, R. BI, D. AYALA, Y. GAO, A. KYOBE, L. NGUYEN, C. SABOROWSKI, K. SVIRYDZENKA e S.R. YOUSEFI, *Financial Inclusion: What Have We Learned So Far? What Do We Have to Learn?*, Working papers del Fondo Monetario Internazionale, Washington, 2020, 157, 1 ss.

¹² Sulla poliedricità del concetto di inclusione finanziaria, si veda R. SAHAY, M. ČIHÁK, P. N'DIAYE, A. BARAJAS, S. MITRA, A. KYOBE, Y. MOOI e R. YOUSEFI, *Financial inclusion: Can it meet multiple macroeconomic goals?*, Staff Discussion Note del Fondo Monetario Internazionale, 2015, 17, 1 ss.

¹³ In argomento, senza pretesa alcuna di esaustività, cfr. B. RUSSO, *Diritto dell'economia tra valori costituzionali e inclusione sociale: nuovi strumenti di soft law e regolazione etica dei mercati*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2025, 4, 418 ss.; G. CARAPEZZA FIGLIA, *Inclusione finanziaria e fenomeni migratori*, in *Persona e*

Bisogna rilevare, in effetti, che – in un contesto di crescente “finanziarizzazione” delle società – un alto livello di inclusione finanziaria si attegga a strumento decisivo di socialità, presupposto per la partecipazione della persona all’organizzazione politica, economica e sociale del Paese¹⁴. La facilità di accesso al mercato *de quo*, pertanto, non si esaurisce in problematiche di ordine tecnico, ma diviene questione di coesione sociale, configurando uno dei parametri attraverso i quali misurare il grado di benessere di una determinata collettività¹⁵.

L’inclusione finanziaria, allora, risulta strettamente correlata ai profili di vulnerabilità della clientela¹⁶, i quali rappresentano una «minaccia all’autodeterminazione, per l’inserimento instabile delle persone nei sistemi di integrazione sociale e di distribuzione delle risorse»¹⁷. Nonostante, infatti, il concetto di vulnerabilità sia

Mercato, 2024, 895 ss.; P. CORRIAS (a cura di), *I soggetti vulnerabili nella disciplina comune e nei mercati regolamentati*, Napoli, 2022, *passim*; G. MATTARELLA, *L’inclusione finanziaria degli immigrati. La tutela del consumatore vulnerabile nei servizi bancari*, Torino, 2021, 1 ss.; A. GENTILI, *La vulnerabilità sociale. Un modello teorico per il trattamento legale*, in *Riv. crit. Dir. priv.*, 2019, 41; G. BERTI DE MARINIS, *La tutela del cliente «vulnerabile»*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, 651 ss.

¹⁴ V. G. CARAPEZZA FIGLIA, *o.c.*, 896, il quale rileva come «[l]’intermediazione degli strumenti finanziari risulta [...] indispensabile per l’accesso al consumo di beni e servizi, la fruizione degli interventi di assistenza e sicurezza sociale, la prestazione dei servizi di interesse generale, l’inserimento nel mercato del lavoro, sì da condizionare fortemente il godimento di numerosi diritti e libertà fondamentali, oltre al grado di inclusione dell’individuo nelle composite e articolate reti comunitarie».

¹⁵ Lo stretto legame tra esclusione finanziaria e inclusione sociale è evidenziato dalla EUROPEAN COMMISSION. DIRECTORATE-GENERAL FOR EMPLOYMENT, SOCIAL AFFAIRS AND EQUAL OPPORTUNITIES, *Financial Services Provision and Prevention of Financial Exclusion*, 2008, 4 ss., che definisce l’esclusione finanziaria come «a process whereby people encounter difficulties accessing and/or using financial services and products in the mainstream market that are appropriate to their needs and enable them to lead a normal social life in the society in which they belong».

¹⁶ Sul tema, G. BERTI DE MARINIS, *La tutela del cliente «vulnerabile»*, cit., 651 ss.; D. CERINI, *Soggetti fragili e vulnerabili ed assicurazioni*, in P. CORRIAS (a cura di), *I soggetti vulnerabili nella disciplina comune e nei mercati regolamentati*, cit., 109 ss.

¹⁷ Così A. GENTILI, *La vulnerabilità sociale. Un modello teorico per il trattamento legale*, cit., 41, ripreso da P. CORRIAS, *Il mercato come risorsa della persona vulnerabile*, in ID. (a cura di), *I soggetti vulnerabili nella disciplina comune e nei mercati regolamentati*, cit., 9.

tradizionalmente riferito al professionista, con precipua attenzione all'esposizione dell'impresa a rischi idonei a comprometterne la stabilità economica¹⁸, la recente introduzione degli standard di sostenibilità ambientale, sociale e di *governance* (nel prosieguo, *breviter*, fattori ESG) nelle dinamiche distributive dei prodotti finanziari ne ha determinato l'estensione anche alla clientela. In altre parole, accanto al consolidato assetto della sostenibilità economica e patrimoniale degli intermediari, si impone la considerazione di un distinto – ma non meno rilevante – profilo di sostenibilità sociale, attento alle ricadute della struttura del mercato sui soggetti più esposti al rischio di esclusione finanziaria.

Emerge, dunque, come la sostenibilità stia contribuendo alla trasformazione del sistema economico, orientandolo verso il c.d. “capitalismo degli *stakeholder*”¹⁹ e così ponendosi a fondamento di una rinnovata concezione della responsabilità sociale dell'impresa²⁰. Sicché, pure le banche, nell'esercizio della loro attività economica, sono tenute a considerare non soltanto gli interessi degli azionisti

¹⁸ Su questo angolo visuale, R. D'AMBROSIO, *La stabilità finanziaria tra gli obiettivi della legislazione dell'Unione sui mercati finanziari, Sevif e Unione bancaria*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2017, 1469 ss. Rileva come la stabilità degli operatori finanziari risulti funzionale a garantire l'accesso al mercato finanziario, F. SARTORI, *Disciplina dell'impresa e statuto contrattuale: il criterio della “sana e prudente gestione”*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, 131 ss.

¹⁹ Il “capitalismo degli *stakeholder*” è stato teorizzato da Robert Edward Freeman a partire dagli anni '80 del XX secolo (R.E. FREEMAN, *Strategic management: a Stakeholder Approach*, Cambridge, 1984, *passim*).

²⁰ Sulla responsabilità sociale d'impresa, si veda – *ex multis* – F. CAPRIGLIONE, *Responsabilità sociale d'impresa e sviluppo sostenibile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 1, 1 ss.; U. TOMBARI, *Corporate Social Responsibility (CSR) environmental, social governance (ESG) e “scopo della società”*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, 1, 225 ss.; M. LIBERTINI, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2009, 1, 26 ss.; G. CONTE, *La responsabilità sociale d'impresa*, Bari, 2008, *passim*.

Con riferimento specifico al mercato creditizio, si veda A. ANTONUCCI, *La responsabilità sociale e l'impresa bancaria*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *o.u.c.*, 175 ss. L'a. rileva come si tratti di un concetto difficilmente comprensibile con i tradizionali strumenti d'analisi del giurista, poiché identificabile in un fenomeno e non già in una fattispecie.

(*shareholder*)²¹, ma altresí le prerogative dei soggetti indirettamente condizionati dalla medesima attività d'impresa, tra i quali rientrano certamente i clienti o potenziali tali²². Da ciò l'affermarsi della nuova – seppure ancóra “sfumata” – categoria del “cliente vulnerabile” ovvero di colui che versi in una situazione di particolare difficoltà nell'accesso ai servizi finanziari²³. Nel comparto economico in esame, infatti, la vulnerabilità non pone soltanto problemi di “vendite abusive” da parte degli intermediari, rappresentando – invero – un elemento generatore di marginalizzazione dal mercato²⁴. Le cause di esclusione, si badi, possono essere molteplici ed eterogenee tra loro: si pensi alle condizioni di salute, all'età, al grado di istruzione, ai livelli di reddito, alla precarietà lavorativa o anche all'alfabetizzazione digitale del soggetto.

²¹ V. R. CARATOZZOLO, *Il rilievo dei fattori ESG nell'attività delle banche*, in A. BROZZETTI, G. LUCHENA e A. URBANI, *Diritto, economia e governi dei mercati regolati*, tomo III, Bari, 2026, 905 ss.

²² La centralità degli intermediari creditizi nel processo di cambiamento in chiave sostenibile del sistema economico è rilevata da F. SARTORI, *Attività bancaria e processi di transizione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl., 2024, 1, 276 ss.; ma anche in ID., *Fattori ESG e impresa bancaria di prossimità: criticità e prospettive di un modello a taglia unica*, ivi, suppl. 3, 2024, 137, ove l'a. rileva, con riferimento alla sostenibilità, come «un quadro normativo di tale complessità richiede un'attenta declinazione in sede applicativa, al fine di garantire che gli obiettivi di sostenibilità siano perseguiti senza compromettere la competitività e la stabilità delle imprese bancarie, specie quelle di dimensioni ridotte». Secondo F. CAPRIGLIONE, *Il sistema finanziario verso una transizione sostenibile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, 2, 243, «[s]i assiste attualmente ad un'incisiva integrazione dell'assetto teleologico che connota la funzione della finanza rispetto alla sua originaria formulazione, circoscritta in un ambito meramente tecnico. Essa evidenzia, infatti, una crescente correlazione col miglioramento delle condizioni di sviluppo – e, dunque, di vita – della società civile; sicché, per quanto la logica operativa sottesa all'attività che ne connota l'essenza resta sempre orientata alla crescita del sistema produttivo, può oggi riconoscersi alla medesima un'interazione sul sociale in grado di riflettersi sul relativo ruolo».

²³ Cfr. G. BERTI DE MARINIS, *La vulnerabilità nei mercati regolamentati*, in P. CORRIAS (a cura di), *o.c.*, 92 s., il quale segnala gli altri due aspetti “intaccati” dall'introduzione dei fattori di sostenibilità nei mercati regolamentati: 1) la circostanza secondo cui i fattori ESG rappresentano, oggi, dei rischi da valutare nelle dinamiche d'impresa finanziaria (profilo soggettivo); 2) la necessità di realizzare e distribuire prodotti ESG *compliant* (profilo oggettivo).

²⁴ La problematica, dunque, è quella dell'esclusione finanziaria, come ben evidenziato da G. BERTI DE MARINIS, *La vulnerabilità nei mercati regolamentati*, in P. CORRIAS (a cura di), *o.c.*, 98.

Queste si identificano, a ben vedere, con attributi di tipo soggettivo, potenzialmente caratterizzanti il profilo del singolo cliente e attinenti alla sua situazione sociale ed economico-patrimoniale.

L'introduzione dei fattori ESG in ambito finanziario, in sintesi, ha contribuito nell'estendere il concetto di vulnerabilità – prima limitato al solo profilo di esposizione ai rischi di mercato dell'intermediario – anche alla clientela, rispetto alla quale tale condizione può comportare il mancato accesso ai servizi ivi negoziati. Se così è, il grado di inclusione finanziaria diviene, perciò, un “pilastro” fondante la costruzione di un mercato bancario effettivamente sostenibile. Lo stesso legislatore europeo, con la direttiva 2024/1760/UE, relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità²⁵, correla

²⁵ Il *framework* normativo eurounitario in tema di sostenibilità include, a livello generale, la direttiva 2022/2464/UE, che disciplina la rendicontazione standardizzata delle performance ambientali, sociali e di *governance* (c.d. CSRD); la direttiva 2024/1760/UE, menzionata nel testo, sulla responsabilità sociale d'impresa, che mira a prevenire e ridurre gli impatti sui diritti umani e sull'ambiente nelle catene di valore (c.d. CSDDD).

Con riguardo al comparto finanziario, invece, vanno citati il regolamento (UE) n. 852/2020, introduttivo di un sistema di classificazione delle attività economiche considerate ecocompatibili (c.d. Regolamento Tassonomia UE); il regolamento (UE) n. 2088/2019, sulla *disclosure* di sostenibilità per i prodotti finanziari (c.d. SFDR); il regolamento (UE) n. 3005/2024, relativo ai fornitori di rating ESG che operano nell'UE; il regolamento (UE) n. 2631/2023, sugli standard per le obbligazioni *green*. Da ultimo, è intervenuta la direttiva 2026/4707UE, recante il c.d. Pacchetto Omnibus I, che modifica le direttive CSRD e CSDDD, riducendo gli oneri amministrativi e il campo di applicazione dei citati atti normativi.

L'integrazione delle considerazioni sulla sostenibilità è stata inizialmente riconosciuta, in chiave ambientale, dal Programma delle Nazioni Unite per l'Ambiente del 1965, il quale sottolineava l'esigenza di armonizzare le strategie economiche con la tutela dell'ambiente. Sono stati, poi, il “Rapporto Brundtland” del 1987 e l’“Agenda 21” del 1992 a delineare ulteriormente il concetto di sviluppo sostenibile nella triplice dimensione economica sociale e ambientale. Ulteriori tappe significative negli sforzi internazionali in tema di sostenibilità sono rappresentati dall'istituzione della Commissione per lo Sviluppo Sostenibile del 1993, dall'adozione del Piano di attuazione di Johannesburg del 2002, nonché dall'introduzione degli Obiettivi di Sviluppo del Millennio 2001. Da ultimo, com'è noto, l'impegno per un futuro sostenibile ha assunto una portata globale complessiva per via dell'adozione nel 2021, da parte dell'ONU, dell'agenda “Trasformare il nostro mondo: l'Agenda per lo sviluppo sostenibile 2030”. I 17 obiettivi di cui all'Agenda 2030 sono stati ripresi anche dalla strategia “Europa 2030” dell'Unione europea.

espressamente il tema dell'inclusione alla sostenibilità bancaria, evidenziandone la rilevanza in termini di protezione della clientela²⁶. Nell'assetto normativo unionale, perciò, si riconosce che la condotta delle imprese – in tutti i settori dell'economia – sia fondamentale per il conseguimento degli obiettivi ESG²⁷, attribuendo così un ruolo di rilievo anche alle organizzazioni private nel concorrere al grado di benessere di una comunità, posto che le azioni dell'impresa incidono non solo sugli *stakeholder* diretti, bensì sulla società nel suo complesso²⁸.

3. *Sostenibilità sociale e desertificazione bancaria*

La sostenibilità – com'è noto – si declina nella componente ambientale (E), tesa a promuovere un minore impatto delle attività antropiche sugli ecosistemi, nel fattore sociale (S), riferibile all'inclusione e al benessere dei cittadini, nonché alla tutela dei diritti

La dottrina è concorde nel ritenere che l'integrazione dei valori di sostenibilità, seppure abbia comportato l'emergere di nuovi parametri ordinatori dell'attività d'impresa, non ne ha alterato lo scopo istituzionale, ancora rappresentato dall'essenza lucrativa. In questi termini, G. FERRI J., *Scopo di lucro e sostenibilità*, cit., 77 ss., A. SACCO GINEVRI, *Divagazioni su Corporate governance e sostenibilità*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 1, 83 ss.; R. COSTI, *Sostenibilità e scopo della società*, in *Banca, impr. soc.*, 2023, 3, 503 ss.

²⁶ Così il considerando 6 della direttiva 2014/17/UE, il quale sancisce che «[l]a presente direttiva dovrebbe [...] realizzare un mercato interno più trasparente, efficiente e competitivo, grazie a disposizioni uniformi, flessibili ed eque per i contratti di credito relativi a beni immobili, promuovendo sostenibilità nell'erogazione e assunzione dei prestiti e l'inclusione finanziaria e garantendo dunque ai consumatori un elevato livello di protezione».

²⁷ In questi termini, il considerando 4 della direttiva 2024/1760/UE, cit., ma cfr. anche il considerando 8, secondo cui «Gli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite, adottati da tutti gli Stati membri dell'ONU nel 2015, comprendono la promozione di una crescita economica duratura, inclusiva e sostenibile. L'Unione si è prefissa lo scopo di conseguire gli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite. Il settore privato contribuisce a tali obiettivi». Il riferimento agli obiettivi di sostenibilità dell'Unione europea, dunque, si fonda sul riconoscimento dei 17 obiettivi di sviluppo sostenibile di cui all'Agenda 2030 ONU, nonché sugli obiettivi prefissati con l'Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici.

²⁸ In argomento, cfr. A. MERTA-STASZCZAK e K. WALECKA-JANKOWSKA, *Social dimension of sustainable development and social outcomes of businesses*, in *Studies in logic, grammar and rhetoric* 69 (82) 2024, 589 ss.

umani e, da ultimo, nell'elemento di governo societario (G), attinente al rispetto, da parte delle imprese, di politiche di diversità, eguaglianza e indipendenza nella composizione societaria, ma anche di proporzionalità ed equità nelle remunerazioni dei dirigenti²⁹.

La dimensione sociale rappresenta il profilo giuridicamente meno indagato, probabilmente in ragione della difficoltà nel circoscriverne il perimetro oggettivo³⁰. La *social sustainability*, infatti, implica un'articolazione tematica estremamente eterogenea, che ricomprende profili quali la salute e la sicurezza sul lavoro, la parità di genere, l'inclusione sociale, la giustizia redistributiva, nonché l'impatto delle attività economiche sui territori e sulla società³¹. Si tratta, a ben vedere, di una pluralità di aspetti idonei a incidere sul livello di benessere dell'individuo all'interno della comunità. Il fattore sociale (S), allora, viene in rilievo quale concetto di natura relazionale, poiché mette in connessione il soggetto con la comunità di riferimento e, dunque, con il territorio ove la persona stessa esiste. È proprio in tale correlazione che risiede l'aspetto centrale della questione: la sostenibilità sociale è misurabile – e, dunque, concretamente applicabile – soltanto in rapporto a un territorio e a una collettività ben determinati³². Con

²⁹ Per alcune interessanti considerazioni sul rapporto tra attività economiche ed equilibrio ecologico, cfr. M. PENNASILICO, *Ambiente e iniziativa economica: quale "bilanciamento"?*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2024, 1, 48 ss.; A. BROZZETTI, *La transizione verde europea e lo sviluppo sostenibile: rinnovate coordinate di fondo per sistema finanziario e imprese*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2022, 1, 411 ss.; C. BRESCIA MORRA, *Chi salverà il pianeta? Lo Stato o le grandi "corporation"?* *Esg: una formula ambigua e inutile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 4, suppl., 78 ss.

³⁰ Sulla sostenibilità sociale, v. F. COSTANTINO, *La sostenibilità sociale come fulcro del paradigma ESG e delle politiche di sviluppo sostenibile: una prospettiva costituzionalmente orientata*, in *Dem. dir. soc.*, 2025, 1, 73 ss.

Riferimenti "fondativi" per la concettualizzazione e delimitazione della declinazione sociale della sostenibilità sono rinvenibili negli studi di S. VALLANCE, H.C. PERKINS e J. DIXON, *What is social sustainability? A clarification of concepts*, in *Geoforum*, 2011, 42(3), 342 ss.; J. SACHS, *L'era dello sviluppo sostenibile*, Milano, 2015, *passim*; B. LITTIG ed E. GRIESSLER, *Social sustainability: a catchword between political pragmatism and social theory*, in *International Journal of Sustainable Development*, 2005, 8(1), 65 ss.

³¹ Cfr. S. VALLANCE, H.C. PERKINS e J. DIXON, *What is social sustainability? A clarification of concepts*, cit., 342 ss.

³² La dimensione geografica e comunitaria della sostenibilità è costantemente evidenziata dalla letteratura. Sul punto, cfr. F. COSTANTINO, *La sostenibilità sociale come fulcro del paradigma ESG*, cit., 82; A. MERTA-STASZCZAK e K. WALECKA-

riferimento al mercato bancario, ciò significa – in altri termini – considerare la capacità del sistema di garantire un accesso al credito inclusivo e territorialmente equilibrato, funzionale alla coesione economico-sociale delle comunità³³.

In questa prospettiva, uno dei profili che incide – nei fatti – sulla sostenibilità sociale del mercato bancario riguarda le modalità di interazione delle banche con la clientela. Emerge, in tale ambito, il ruolo assolto dallo sportello bancario o, più propriamente, dalla filiale. Questa ha rappresentato storicamente un punto d’incontro fondamentale tra la domanda e l’offerta di servizi finanziari, soprattutto per le famiglie e le piccole e medie imprese: il luogo ove una giovane coppia richiede un mutuo per realizzare il proprio progetto familiare o un anziano preleva la pensione per il sostentamento quotidiano, ma anche la sede di discussione delle condizioni di finanziamento per il piccolo imprenditore che intenda ampliare la propria intrapresa economica³⁴.

Ciò nondimeno, le attuali dinamiche del mercato bancario rischiano di compromettere la tradizionale funzione sociale ed economica della filiale, intesa quale presidio fisico di prossimità per l’accesso

JANKOWSKA, *Social dimension of sustainable development and social outcomes of businesses*, cit., 589 ss.; S. VALLANCE, H.C. PERKINS e J. DIXON, *o.c.*, 343; B. LITTIG ed E. GRIESSLER, *o.c.*, 2 ss.

³³ Questa è una delle varie declinazioni del concetto di “finanza etica”, all’interno del quale vanno ricondotte le argomentazioni sulla sostenibilità anche del mercato bancario. Cfr. D. SCHOENMAKER e W. SCHARAMADE, *Principles of Sustainable Finance*, Oxford, 2019, *passim*.

³⁴ È stato empiricamente dimostrato che una maggiore accessibilità ai servizi di intermediazione bancaria e finanziaria rappresenta un fattore decisivo per un più alto livello di crescita economica. Si vedano R.J. BARRO e X. SALA-I-MARTIN, *Convergence*, in *Journal of Political Economy*, 1992, 100, 2, 223 ss.; R.G. KING e R. LEVINE, *Finance and Growth: Schumpeter might be right*, in *The quarterly Journal of Economics*, 1993, 108, 3, 717 ss.; R. LEVINE e S. ZERVOS, *Stock markets, banks, and economic growth*, in *American Economic Review*, 1998, 88, 3, 537 ss.; P. WACHTEL e P.L. ROUSSEAU, *What is happening to the impact of financial deepening on economic growth?*, in *Economic Inquiry*, 2011, 49, 1, 276 ss. Con specifico riferimento al contesto italiano, L. DALLA PELLEGRINA, *Intermediazione bancaria e crescita nelle province italiane*, in *Decimo rapporto sul sistema finanziario italiano*, Roma, 2005, 53 ss., rileva un rapporto causale positivo tra presenza di intermediari bancari e crescita economica, ancor più significativo rispetto alle aree connotate da una presenza importante di banche cooperative.

dell'utente ai servizi ivi negoziati. Nonostante sia circostanza nota che il mercato bancario non si distribuisca in modo omogeneo sul territorio, ma tenda a concentrarsi nelle aree economicamente più dinamiche, lasciando progressivamente scoperte le zone “periferiche”³⁵, occorre tuttavia rilevare come – negli ultimi due decenni – il ridimensionamento della presenza fisica degli istituti di credito nei territori abbia subito una decisa accelerazione. Nel 2008 si contavano in Italia ben 33.149 sportelli bancari, mentre oggi il numero complessivo delle filiali è sceso a 19.140³⁶. È in atto, dunque, un graduale processo di arretramento della presenza fisica e relazionale degli intermediari, soprattutto dalle aree a minore densità economica e demografica, generalmente definito nei termini di “desertificazione bancaria”³⁷. Per avere contezza dell'entità del fenomeno, è sufficiente richiamare alcuni dati. Sotto il profilo geografico, i comuni italiani senza di filiali bancarie sono 3.457, pari al 44% del totale, mentre in un ulteriore 24% (1.894 comuni) residua un solo sportello³⁸. In termini socio-demografici, tale dato si traduce in 4.889.380 persone prive di un punto bancario-finanziario di prossimità e in ben 6.580.531 che risiedono in comuni serviti da una sola filiale³⁹.

Quanto evidenziato si ripercuote con effetti negativi soprattutto su talune fasce della popolazione: si pensi agli anziani, di norma privi delle competenze informatiche adeguate a consentire loro di sostituire lo

³⁵ Si tratta, tecnicamente, di aree caratterizzate da una bassa accessibilità ai servizi essenziali e da una distanza relazionale elevata (misurata in tempi di percorrenza e reti di trasporto) rispetto ai principali centri urbani. In argomento, si veda G. CARROSIO, *I margini al centro. L'Italia delle aree interne tra fragilità e innovazione*, Roma, 2019.

³⁶ Sono i dati ufficiali forniti da BANCA D'ITALIA, *Banche e istituzioni finanziarie: finanziamenti e raccolta per settori e territori*, 31 dicembre 2025, consultabile in *bancaditalia.it*. Si badi, il fenomeno della progressiva chiusura degli sportelli bancari non è un fenomeno specificamente italiano. In Gran Bretagna, ad esempio, già a partire dalla fine degli anni '80 del secolo scorso si è avviato un processo di chiusura graduale dei presidi bancari fisici.

³⁷ Sul fenomeno dell'arretramento del presidio bancario di prossimità e sulle sue ricadute territoriali, cfr. D. CRIVELLARI, *L'insegnamento di Raffaele Mattioli e l'eclissi delle banche di prossimità. Un'ipotesi di compromesso*, in *Banca impr. soc.*, 2022, 1, 49 s.; I. GARRÌ, *The effects of bank branch closures on credit relationships*, Working Papers di Banca d'Italia, n. 1254, 2019, *passim*.

³⁸ FONDAZIONE FIBA, FIRST CISL, *Osservatorio sulla desertificazione bancaria*, 2025, consultabile in *firstcisl.it*.

³⁹ FONDAZIONE FIBA, FIRST CISL, *Osservatorio sulla desertificazione bancaria*, cit.

sportello fisico con il *digital banking*⁴⁰. Per di più, in un Paese come l'Italia, caratterizzato da una popolazione anziana in costante aumento, il problema rischia di assumere, nel prossimo futuro, una portata assai vasta⁴¹. L'arretramento territoriale del sistema bancario nazionale, tra l'altro, non sembra essere la conseguenza dell'incremento nell'utilizzo degli stessi servizi di *internet banking* da parte della clientela. Tale aumento, beninteso, non varrebbe a giustificare la desertificazione in atto, ma quantomeno ne mitigherebbe le esternalità negative. Occorre rilevare, infatti, come in Paesi equiparabili all'Italia sotto il profilo economico e sociale – ma connotati da livelli ben più elevati di bancarizzazione digitale, soprattutto nelle fasce anziane della popolazione – non si registri una propensione alla chiusura delle filiali pari a quella che caratterizza la realtà italiana⁴². La desertificazione

⁴⁰ AGCOM, *Relazione di monitoraggio in materia di alfabetizzazione mediatica e digitale*, 2025, ma anche AGCOM, *I fabbisogni di alfabetizzazione mediatica e digitale*, 2025, entrambi consultabili in *agcom.it*. L'Autorità evidenzia come tra gli anziani (popolazione over 60) si registri il minor livello di utilizzo di strumenti digitali con accesso a internet. Il 64,1% degli anziani, inoltre, non ha alcuna consapevolezza del ruolo degli algoritmi di raccomandazione e ben l'83% degli stessi ha un livello nullo o scarso di alfabetizzazione algoritmica. In sintesi, si rileva che «per quanto riguarda gli anziani, i dati testimoniano una maggiore vulnerabilità che suggerisce di puntare su iniziative mirate a sviluppare una maggiore comprensione dell'ambiente mediale, anche attraverso interventi specifici su concreti aspetti e strumenti delle piattaforme online più utilizzate» (AGCOM, *I fabbisogni di alfabetizzazione mediatica e digitale*, cit., 20).

È opportuno rilevare, tuttavia, come le tecnologie digitali, incidendo sulla domanda e l'offerta di prodotti e servizi finanziari, possano plasmare il concetto stesso di inclusione finanziaria, divenendone un fattore determinante. Sul punto, M. BIANCO, D. MARCONI, A. ROMAGNOLI e M. STACCHINI, *Challenges for financial inclusion*, cit., 7; S. CLAESSENS e L. ROJAS-SUAREZ, *A Decision Tree for Digital Financial Inclusion Policymaking*, Working papers del Centre for Global Development, Washington, 2020, 525, 98 s.

⁴¹ L'Istat, con il report «Previsione della popolazione residente e delle famiglie», del 24 luglio 2024, rileva che «[n]el 2050 le persone di 65 anni e più potrebbero rappresentare il 34,5% del totale secondo lo scenario mediano, mentre l'intervallo di confidenza al 90% presenta un minimo del 33,1% e un massimo del 35,8%. Una significativa crescita è attesa anche per la popolazione di 85 anni e più, quella all'interno della quale si concentrerà una più importante quota di individui fragili, dal 3,8% nel 2023 al 7,2% nel 2050 con margini di confidenza tra il 6,4 e l'8%» (p. 4). Il documento è consultabile in *demostat.istat.it*.

⁴² È quanto rilevato da M. ZAMBOI, *Comuni senza filiali. Anziani esclusi dal digitale e microimprese più fragili: così il credito si ritira dai territori*, in

bancaria, allora, sembra doversi ricondurre più a scelte aziendali, ispirate a una logica di riduzione dei costi e di massimizzazione dei profitti, secondo il tradizionale paradigma del “capitalismo degli *shareholder*”⁴³.

Il fenomeno in esame – oltre alle problematiche di tipo sociale evidenziate – comporta anche la riduzione della possibilità di accesso locale ai servizi bancari e finanziari per numerose piccole e medie imprese (PMI), le quali si trovano così a operare in difetto di quella che, per le stesse, costituisce una vera e propria infrastruttura operativa⁴⁴. Nel 2025 le imprese con sede in comuni privi di sportello bancario erano quasi 300.000, cui si aggiungono centinaia di migliaia di realtà operanti in contesti territoriali serviti da una sola filiale⁴⁵. In altri termini, una parte significativa del tessuto produttivo nazionale svolge oggi la propria attività economica in una condizione di crescente fragilità finanziaria. La chiusura di una filiale, infatti, determina per

L'Eurispes.it, 2026, consultabile in *leurispes.it*, la quale rileva che «[i]l confronto europeo smentisce anche l'idea che in presenza di competenze e adozione del canale digitale, l'*internet banking* sostituisca automaticamente lo sportello fisico, diventando invece complementare ad esso: in Francia, ad esempio, il tasso di bancarizzazione digitale della popolazione è al 78,3% e l'uso di *internet banking* dopo i 64 anni era superiore al 56% già nel 2024 (33,9% per l'Italia nello stesso anno), ma la rete di sportelli conta 48 filiali ogni 100.000 abitanti, mentre in Italia si scende a 33 e, anche la Spagna, con tassi di adozione dei servizi finanziari digitali simili a quelli francesi, non ha vissuto una desertificazione bancaria paragonabile a quella italiana».

⁴³ Il riferimento è al pensiero di Milton Friedman, uno dei più celebri economisti del '900, figura di riferimento del neoliberismo e teorico del “capitalismo degli *shareholder*”. L'a., nel suo *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits* (in *The New York Times Magazine*, 1970, 173 ss.) ritiene che lo scopo legittimo dell'impresa sia quello di generare profitti per gli azionisti e che nessuna responsabilità sociale sia attribuibile alla stessa, se non la massimizzazione dei profitti.

⁴⁴ I. GARRÌ, *The effects of bank branch closures on credit relationships*, cit., 21, evidenzia come «branch closures cause changes to the local banking structure (e.g., by reducing the intensity of bank competition), which may lower access to credit in the area in the future». Con riferimento agli Stati Uniti d'America, H.L. GUYEN, *Are credit markets still local? Evidence from Bank Branch Closings*, in *Applied economics*, 11(1), 1 ss., dimostra empiricamente l'incidenza negativa derivante dalla chiusura delle filiali bancarie sul livello di nuovi prestiti alle piccole e medie imprese operanti nel territorio di riferimento del presidio dismesso.

⁴⁵ M. ZAMBOI, *Comuni senza filiali. Anziani esclusi dal digitale e microimprese più fragili: così il credito si ritira dai territori*, cit., su dati di Banca d'Italia.

l'imprenditore l'impossibilità di interloquire con un soggetto che ne conosca l'impresa, i cicli stagionali e le potenzialità, con conseguenze che si sostanziano – a mero titolo esemplificativo – in tempi di risposta più lunghi, in una minore disponibilità al finanziamento e in una crescente difficoltà di accesso ai servizi di consulenza⁴⁶. La progressiva riduzione di presidi bancari fisici, pertanto, oltre a costituire un problema sotto il profilo dell'accesso a servizi finanziari di base – oggi divenuti essenziali –, rischia di sostanzarsi in un problema di competitività per il “sistema Paese”, connotato da una rilevante presenza di PMI⁴⁷.

3.1. (Segue). *Concettualizzazione della “vulnerabilità territoriale”*

La desertificazione bancaria, sottraendo alle comunità un'infrastruttura per l'accesso locale al credito e per l'iniziativa economica, alimenta una peculiare forma di vulnerabilità, da apprezzarsi non già in chiave meramente individuale, bensì comunitaria, poiché incidente su un'intera area geografica⁴⁸. Il

⁴⁶ Tali circostanze sono state empiricamente dimostrate, per la realtà statunitense, da H.L. GUYEN, *Are credit market still local? Evidence from Bank Branch Closings*, cit., 1. Ma anche nel contesto italiano, I. GARRÌ, *The effects of bank branch closures on credit relationships*, cit., 15 s., rileva come la chiusura dell'unica filiale di una banca in un dato territorio abbia effetti negativi per il mantenimento della relazione banca-cliente e, dunque, per l'accesso ai servizi forniti da quell'operatore. Tra l'altro, si evidenzia come il tasso di interruzione delle relazioni è tanto più alto quanto più distante si trovi un'altra filiale della medesima banca.

⁴⁷ Si consideri che in Italia le piccole e medie imprese (PMI) rappresentano più del 90% del tessuto economico e produttivo nazionale. Nel 2023 le imprese con almeno 3 e meno di 249 dipendenti erano 1.017.649, alle quali si aggiungono le microimprese con 1 o 2 impiegati per un totale di circa 5 milioni di attività. Le grandi imprese (con più di 250 addetti), invece, erano appena 3.969. I dati sono ricavati da ISTAT, *Censimento permanente delle imprese 2023: primi risultati*, Roma, 14 novembre 2023, consultabile in *istat.it*.

⁴⁸ Gli studi che collegano la chiusura delle filiali bancaria al fenomeno dell'esclusione finanziaria e all'aumento delle disuguaglianze territoriali costituiscono un'importante linea di ricerca della geografia economica anglosassone. In argomento, si vedano, A. LEYSHON, S. FRENCH e P. SIGNORETTA, *Financial exclusion and the geography of bank and building society branch closure in Britain*, in *Transactions of the Institute of British Geographers*, 2008, 33(3), 447 ss.; J.N. MARSHALL, *Financial institutions in disadvantaged areas: a comparative analysis of policies encouraging financial inclusion in Britain and the United State*, in

presupposto di fondo da cui muovere è, evidentemente, quello di ritenere che l'assenza di una succursale di banca possa rappresentare un motivo di esclusione finanziaria⁴⁹. Il problema non attiene alla creazione di prodotti inclusivi, ma alle modalità di erogazione sul territorio dei servizi finanziari. Lungo tale linea interpretativa, il ridimensionamento della rete agenziale degli istituti di credito va riguardato nell'alveo della sostenibilità sociale in ragione del rischio di ricadute negative sui livelli di inclusione socio-economica, che rappresenta oggi un *elemento chiave* nel raggiungimento degli obiettivi ESG di un determinato mercato. La *social sustainability*, infatti, impone di ripensare il territorio non già e non soltanto come mera area geografica, bensì come un sistema sociale complesso, connotato da relazioni tra una pluralità di attori, quali le istituzioni, le imprese e le persone⁵⁰.

L'esclusione finanziaria legata a fattori geografici rappresenta una problematica crescente, posto che aumentano – come visto – le porzioni di territorio e, dunque, di comunità privi di presidi finanziari fisici⁵¹. Quella che viene in rilievo è una vulnerabilità di tipo “territoriale”, la cui specificità risiede nella circostanza in base alla quale la condizione di debolezza del cliente non discende da una sua connotazione soggettiva, quanto – invece – da fattori di ordine geografico o demografico, come tali esterni alla persona stessa, che inducono gli operatori professionali a dismettere la presenza fisica in quel luogo. A

Environment and Planning A, 2004, 36(2), 241 ss.; A. LEYSHON e N. THRIFT, *Access to financial services and financial infrastructure withdrawal: problems and policies*, in *Area*, 1994, 26, 3, 268 ss.

⁴⁹ In argomento, A. LEYSHON, S. FRENCH e P. SIGNORETTA, *Financial exclusion and the geography of bank and building society branch closure in Britain*, cit., 449, evidenziano come «[t]he closure of branches is the most visible expression of processes of financial exclusion and inclusion that are part of an ongoing renegotiation of the contract between the citizen and the state». Inoltre, risulta empiricamente dimostrato che l'assenza di presidi fisici in un dato territorio incida sulle relazioni creditizie della comunità ivi localizzata. Sul punto, H.L. GUYEN, *Are credit markets still local? Evidence from Bank Branch Closings*, cit., 1 ss.; e, parzialmente, anche I. GARRÌ, *The effects of bank branch closures on credit relationships*, cit., 21.

⁵⁰ Per il concetto di “spazio sociale”, cfr. H. LEFEBVRE, *The Production of space*, Oxford, 1991, *passim*.

⁵¹ A. LEYSHON, S. FRENCH e P. SIGNORETTA, *Financial exclusion and the geography of bank and building society branch closure in Britain*, cit., 449, criticano l'assenza della dimensione geografica nelle politiche di inclusione finanziaria.

ben guardare, si è in presenza di una forma di vulnerabilità indotta: il cliente non risulta escluso in quanto vulnerabile, ma – al contrario – diviene vulnerabile proprio in ragione della sua esclusione.

Le considerazioni sin qui svolte inducono a un’ulteriore riflessione, di carattere più propriamente sistematico. Se la vulnerabilità territoriale costituisce l’esito potenziale della chiusura dell’unica filiale bancaria presente in un dato territorio, appare consequenziale che un’ipotetica azione sul problema debba orientarsi a rimuoverne la causa generatrice, ossia a impedire che gli intermediari dismettano il presidio fisico ivi operante. Ciò presuppone, all’evidenza, la previsione di un quadro normativo che – pur assecondando gli obiettivi della sana e prudente gestione⁵² – agevoli, per le banche, la permanenza in contesti territoriali scarsamente attrattivi sotto il profilo economico⁵³. Quanto appena segnalato, invero, sembra integrare un obbligo costituzionalmente imposto al legislatore nell’attuale contesto normativo, poiché la desertificazione bancaria dei territori incide sulla dimensione solidaristica dell’ordinamento economico. Lo Stato, pertanto, con la predisposizione di un quadro legale di favore concorrerebbe nel trasformare il mercato in una risorsa per la persona, cioè strumento funzionale alla realizzazione dei suoi interessi, così da orientare effettivamente il sistema economico verso la sostenibilità⁵⁴.

⁵² Sulla sana e prudente gestione dell’impresa bancaria, F. SARTORI, *Disciplina dell’impresa e statuto contrattuale: il criterio della “sana e prudente gestione”*, cit., 131 ss., meglio richiamato *infra*, § 5, spec. note 74 e 75.

⁵³ Sul punto, di interesse è il caso “andaluso”. Con la ley 6 della Ley 11/2010 de medidas fiscales para la reducción del déficit público y para la sostenibilidad (L. n. 11 del 2010 recante misure fiscali in materia di riduzione del disavanzo pubblico e di sostenibilità), la comunità autonoma dell’Andalusia ha introdotto un regime fiscale favorevole per gli istituti di credito con agenzie (filiali) nel territorio della comunità, prevedendo benefici fiscali aggiuntivi per l’apertura di filiali in comuni con popolazione inferiore a 2.000 abitanti. Sul tale regime normativo, peraltro, si è anche pronunciata la Corte di giustizia dell’Unione europea, la quale ha ritenuto che una disposizione di uno Stato membro che preveda simili regimi agevolativi non costituisca una discriminazione ingiustificata *ex art. 49 t.f.u.e.* fondata sul luogo in cui hanno sede gli istituti di credito (Corte giust., 25 febbraio 2021, c. 712/19, *Novo Banco SA c. Junta de Andalusia*, consultabile in *eur-lex.europa.eu*).

⁵⁴ Sul ruolo del mercato, si veda P. PERLINGIERI, *Il diritto dei contratti fra persona e mercato*, Napoli, 2003, 403, il quale osserva che questo «oggi è non un insieme di regole economiche e per di più predisposte dai soli mercanti, ma uno statuto normativo complesso destinato a garantire il suo regolare funzionamento mediante

4. *Una rinnovata centralità per le banche di prossimità. Criticità della riforma del credito cooperativo nella prospettiva della sostenibilità sociale*

La riconduzione del fenomeno della desertificazione bancaria nell'alveo della sostenibilità sociale del mercato, porta a riscoprire una rinnovata centralità del credito di prossimità. Il sistema bancario italiano è storicamente contraddistinto dalla presenza di una componente relativamente elevata di «banche locali»⁵⁵, costituite per lo più nella forma delle banche popolari e degli istituti di credito cooperativo (di séguito, anche BCC): intermediari di dimensioni contenute, dall'operatività territorialmente circoscritta e specializzati nell'esercizio del credito a favore delle piccole e medie imprese⁵⁶. Tali operatori si distinguono dagli altri intermediari finanziari per gli stretti legami con il territorio di appartenenza, nonché per una funzione che non persegue esclusivamente la massimizzazione del profitto a favore degli azionisti, in quanto attenta ai benefici degli altri *stakeholder*, quali soci, clienti e comunità locali⁵⁷. Proprio in ragione di tale radicamento, il credito di prossimità ha tradizionalmente assolto una funzione di presidio avverso le disegualianze territoriali nell'accesso al credito. L'esercizio dell'attività imprenditoriale di siffatti istituti, peraltro, è connotato da procedure di concessione del credito più flessibili, in quanto fondate anche sulla conoscenza diretta della clientela e su

un'adeguata tutela tanto del produttore quanto del consumatore e nell'assoluto rispetto delle primarie, indifferibili esigenze dell'uomo».

⁵⁵ Ai fini del presente scritto si intendono per «banche locali» le banche «piccole» o «minori» secondo la classificazione di Banca d'Italia (*Banche e istituzioni finanziarie: articolazione territoriale*, in *Statistiche, Metodi e fonti: note metodologiche*, 2024, in *bancaditalia.it*), nonché le banche di credito cooperativo. Seguendo tale criterio, al 31 dicembre 2023 le «banche locali» rappresentavano all'incirca il 28% degli istituti di credito operanti in Italia.

⁵⁶ Nel panorama europeo, l'Austria e la Germania sono tradizionalmente note per la centralità delle banche territoriali nei rispettivi sistemi economici. Per un'efficace analisi in chiave comparata, v. E. PAGANI, *La riforma del credito cooperativo in prospettiva comparata*, in *Banca impr. soc.*, 2, 2016, 201 ss.

⁵⁷ Sui tratti caratterizzanti il credito cooperativo, cfr. S. AMOROSINO, *Le riforme delle banche cooperative tra costituzione, regulation europea e scelte politico-legislative nazionali*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2016, 253, secondo il quale «la funzione sociale delle banche cooperative era quella di sostenere e promuovere il tessuto economico dell'area territoriale di radicamento».

informazioni non strutturate (c.d. *soft information*). In tempi di crisi economica, poi, le peculiarità del modello da ultimo descritto possono contribuire a mitigare le ripercussioni negative sull'ambito locale di riferimento, tanto in termini di sostegno finanziario, quanto sotto il profilo del costo e del rischio dei finanziamenti⁵⁸.

Il rapporto con il territorio, che dovrebbe – in astratto – offrire vantaggi informativi idonei a migliorare la valutazione del merito creditizio, può tuttavia tradursi in influenze tali da comprometterne l'oggettività e l'imparzialità (c.d. "rischio di cattura"), segnatamente nei periodi di difficoltà economica. Ed invero, proprio a far data dalla crisi degli anni 2009-2011, nelle BCC si è assistito – nel triennio tra il 2011 e il 2014 – a un sensibile incremento dell'incidenza dei *non performing loans* sul totale dei finanziamenti erogati, nonché al raddoppio, in termini percentuali, delle sofferenze bancarie, con evidenti ripercussioni sulla stabilità patrimoniale⁵⁹. Nel medesimo arco temporale si è registrata una drastica riduzione del numero delle BCC operanti in Italia⁶⁰. Tali dati sono sufficienti a tratteggiare il contesto economico entro il quale il legislatore ha realizzato la riforma del credito cooperativo, avviata con il d.l. 24 gennaio 2015, n. 3, rubricato «Misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti», che ha riformato le banche popolari, e ultimata per mezzo del d.l. 14 febbraio

⁵⁸ Sul contributo fornito dalle banche di credito cooperativo allo sviluppo economico locale, si veda M.C. MAZZILIS, S. GRIMALDI e M. ALIBERTI, *Mutualismo ed economia geo-circolare: il ruolo delle BCC nel sostegno all'economia locale nel corso della crisi economica*, paper presentato in occasione del XIII Colloquio scientifico sull'impresa sociale, 24-25 maggio 2019, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata", 2019, 1 ss.

⁵⁹ Cfr. C. BARBAGALLO, *Le banche locali e di credito cooperativo in prospettiva: vigilanza europea ed evoluzione normativa*, 2015, in *bancaditalia.it*, il quale rileva che «nelle BCC l'incidenza dei crediti anomali sul totale dei prestiti è salita dal 10 al 17,5 per cento tra giugno 2011 e giugno 2014», con un raddoppio delle sofferenze (dal 4 all'8,4 per cento). Anche se M.C. MAZZILIS, S. GRIMALDI e M. ALIBERTI, *Mutualismo ed economia geo-circolare*, cit., 7, rilevano come questi crediti deteriorati siano la risultante del «forte sviluppo degli impieghi BCC-CR [...] in una fase di profonda crisi economica [che] ha senza dubbio aiutato l'economia locale dei territori di riferimento».

⁶⁰ Le banche di credito cooperativo operanti in Italia passano da 411 a 355 unità; il dato è riferito al 31 dicembre 2015.

2016, n. 18, recante «Misure urgenti concernenti la riforma delle banche di credito cooperativo».⁶¹

Le ragioni sottese alla novella sono di natura fondamentalmente economica, essendosi reputata incompatibile con la struttura cooperativa l'esigenza di ricorrere al mercato dei capitali e, conseguentemente, alla platea degli investitori, soprattutto istituzionali. Alla base dell'intervento si ponevano altresì esigenze di semplificazione dell'attività di vigilanza, stante la ritenuta inconciliabilità della disciplina delle popolari e delle BCC con il funzionamento degli strumenti di controllo del *Single Supervisory Mechanism*⁶². In tale prospettiva, si è attribuita portata decisiva alla «funzione garantista del patrimonio», favorendo la crescita aziendale degli operatori secondo una logica ordinatrice del mercato ove la dimensione patrimoniale e strutturale assume rilievo centrale quale presupposto della capacità operativa degli intermediari⁶³.

⁶¹ Quest'ultimo decreto legge è stato oggetto di revisione per mezzo dell'art. 11 del d.l. 25 luglio 2018, n. 91. Sulla riforma, si vedano F. CAPRIGLIONE, *La riforma delle BCC al vaglio del nuovo Governo*, 2018, in *dirittobancario.it.*; S. AMOROSINO, *Profili pubblicistici delle normative di riforma del credito cooperativo*, in G. CONTE, A. FUSARO, A. SOMMA e V. ZENO-ZENCOVICH (a cura di) *Dialoghi con Guido Alpa. L'unità del diritto*, Roma, 2018, 3 ss.; ID., *Le riforme delle banche cooperative tra costituzione, regulation europea e scelte politico-legislative nazionali*, cit., 253; R. COSTI, *I profili giuridici della mutualità nella riforma del credito cooperativo*, in *Banca impr. soc.*, 2017, 3, 319 ss.; I. SABATELLI, *La riforma delle banche di credito cooperativo*, Bari, 2017, *passim*;

⁶² In argomento, v. M. ONADO, *Proporzionalità va cercando che è sì cara... Dalla riforma italiana delle banche popolari alla questione delle banche locali, oggi*, in *Merc. conc. rif.*, 2021, 1, 127 ss.; I. SABATELLI, *La riforma delle banche di credito cooperativo*, cit., 56 ss., la quale evidenzia come «la ragione effettiva sottesa alla riforma [...] va individuata nell'esigenza di predisporre apposite forme di vigilanza per gli appartenenti alla categoria» (p. 95), in coerenza con le politiche di vigilanza adottate dalla BCE a seguito dell'introduzione del *Single Supervisory Mechanism*.

⁶³ Sulla «funzione garantista del patrimonio» e sul *favor* per la crescita dimensionale degli intermediari, cfr. M. SEPE, *La costituzione di banche tra disciplina speciale e nuovo diritto societario*, Bari, 2004, 21. Per una sintesi delle trasformazioni del sistema bancario, v. C. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche*, Bologna, 4^a ed., 2025, 35 ss.

Sollewa dubbi sulle attuali tendenze del mercato bancario, volte a favorire le grandi banche rispetto alle piccole e le società per azioni private rispetto alle banche pubbliche e a quelle cooperative, M. ONADO, *Proporzionalità va cercando che è sì cara*, cit., 152, il quale osserva: «[i]l favore che circonda l'aumento delle dimensioni

Le direttrici d'intervento che hanno caratterizzato la riforma sono essenzialmente due: *i)* l'introduzione di meccanismi agevolativi per la trasformazione delle banche popolari e delle BCC in società per azioni; *ii)* la modifica degli assetti societari e organizzativi tradizionalmente propri delle società bancarie cooperative. Quanto agli interventi del primo tipo, si pensi all'obbligo di trasformazione in società per azioni per le banche popolari con attivo superiore agli otto miliardi di euro⁶⁴, nonché alla deroga – per le BCC con patrimonio netto superiore a 200 milioni di euro – alla regola della devoluzione del patrimonio aziendale a favore dei fondi mutualistici⁶⁵. Sotto il secondo profilo, il legislatore ha previsto l'adesione obbligatoria delle BCC a un gruppo bancario cooperativo, diretto e coordinato da una capogruppo costituita in forma di società per azioni⁶⁶, oltre a misure volte ad agevolare la trasformazione delle popolari⁶⁷.

Al netto degli ulteriori interventi adottati, emerge l'espressa volontà legislativa di ridurre l'eterogeneità soggettiva che ha storicamente connotato il panorama bancario italiano⁶⁸. Le conseguenze che un

bancarie in Europa [...] è in netto contrasto con gli Stati Uniti, dove la categoria che lì viene definita *community banks* è generalmente apprezzata e considerata degna di tutela»

⁶⁴ Con il d.l. n. 3 del 2015 è stato inserito nell'art. 29 t.u.b. il comma 2-*bis*, secondo cui «l'attivo della banca popolare non può superare gli 8 miliardi di euro», con conseguente obbligo di trasformazione in società per azioni o di riduzione dell'attivo.

⁶⁵ L'art. 2, comma 3-*bis*, d.l. n. 18 del 2016 introduce una deroga alla devoluzione del patrimonio a favore dei fondi mutualistici (art. 150-*bis*, comma 5, t.u.b.) per le BCC con patrimonio netto superiore a 200 milioni di euro che presentino istanza di conferimento dell'azienda bancaria in una società per azioni. L'obbligo devolutivo rinviene fondamento nell'art. 26 d.lgs. 14 dicembre 1947, n. 1577.

⁶⁶ L'art. 33 t.u.b., come modificato dall'art. 1 d.l. n. 18 del 2016, prevede che «l'adesione a un gruppo bancario cooperativo è condizione per il rilascio dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria in forma di banca di credito cooperativo».

⁶⁷ Si tratta del novellato art. 31 t.u.b., che agevola le delibere di trasformazione delle popolari in società per azioni e le fusioni da cui risulti una s.p.a.

⁶⁸ V. i lavori preparatori di conversione del d.l. n. 3 del 2015, ove si legge che «il cammino verso l'unione bancaria in ambito europeo richiede la razionalizzazione delle forme organizzative dell'impresa bancaria». Secondo M. SEPE, *I nodi irrisolti nell'assetto del credito cooperativo, tra localismo e mutualità*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, 1, 54, «[n]e scaturisce un assetto ordinamentale in cui, tra i due modelli di *governance* consacrati nel testo unico bancario del 1993 e all'epoca dotati di pari dignità – quello della società per azioni, basato sulla “proprietà” e quello cooperativo

siffatto approccio normativo ha determinato, a livello strutturale, nel mercato possono compendiarsi – in estrema sintesi – nell’omologazione dei modelli organizzativi e, dunque, degli assetti societari delle imprese bancarie, nonché nell’incremento delle dimensioni degli operatori del settore⁶⁹.

Tutto ciò posto, se la riforma risponde a legittime esigenze di razionalizzazione del sistema e di adeguamento agli *standard* europei di vigilanza, essa solleva nondimeno criticità sotto il profilo della sostenibilità sociale del mercato bancario. L’orientamento verso la *mercattizzazione* del settore cooperativo, infatti, privilegiando il paradigma della stabilità patrimoniale e dell’omologazione strutturale, finisce per erodere quel credito di prossimità che fungeva da presidio avverso le diseguaglianze territoriali, così aggravando la vulnerabilità comunitaria delle aree periferiche e assecondando – seppure indirettamente – il processo di «debancarizzazione» del territorio⁷⁰. Quanto rilevato appare confermato se si osserva come nel decennio 2008-2018 – quindi prima che la riforma del credito cooperativo entrasse a pieno regime – la riduzione delle filiali non ha interessato le BCC, le quali, in controtendenza rispetto al mercato, hanno aumentato del 5,1% il numero di agenzie presenti nel territorio nel medesimo lasso temporale⁷¹.

In sintesi, pare potersi ritenere che la sostanziale riconduzione delle BCC a dinamiche di gruppo, unitamente agli incentivi alla

basato sul “consenso” – il modello basato sul consenso risulta confinato alla “piccola e medio piccola dimensione” o comunque subalterno a quello della società per azioni, basato sulla proprietà».

⁶⁹ Sull’omologazione dei modelli organizzativi e sull’aumento dimensionale degli operatori, v. M. ONADO, *Proporzionalità va cercando che è sì cara*, cit., 130 ss. Peraltro, M.C. MAZZILIS, S. GRIMALDI e M. ALIBERTI, *Mutualismo ed economia geo-circolare*, cit., 7, in contrapposizione allo spirito della riforma, osservano che «[l]’esistenza di un certo grado di diversità di forme proprietarie, dimensionali, organizzative e di *governance* all’interno del sistema bancario italiano ha [...] rappresentato un elemento di rafforzamento del sistema stesso, tramite la diversificazione di comportamenti approcci operativi».

⁷⁰ Dal 31 dicembre 2015 a oggi, infatti, il numero delle BCC operanti in Italia è passato da 355 a 216 unità (BANCA D’ITALIA, *Banche e istituzioni finanziarie: articolazione territoriale (Statistiche)*, pubblicato il 27 marzo 2026 e consultabile in *bancaditalia.it*).

⁷¹ I dati sono forniti da M.C. MAZZILIS, S. GRIMALDI e M. ALIBERTI, *Mutualismo ed economia geo-circolare*, cit., 6, che li reperiscono da Banca d’Italia.

trasformazione in società per azioni, abbia configurato uno snaturamento della cooperazione bancaria⁷², ridotta a mero involucro formale di una realtà economica orientata secondo logiche meramente mercantili, in tensione con la *ratio* dell'art. 45 cost. Ciò sembra porsi in contrasto, altresì, con il criterio di proporzionalità nell'esercizio della funzione di vigilanza, nonostante questa – in astratto – non risulti parametrata esclusivamente sul dato dimensionale⁷³. L'obbligo di consolidamento prudenziale a livello di gruppo, infatti, determinando – indipendentemente dal grado di rischio della singola BCC – la classificazione dell'intero gruppo come “*significant*” ai fini del *Single Supervisory Mechanism*, compromette in parte i benefici pratici della proporzionalità *risk-based* pensata per il singolo istituto cooperativo⁷⁴. L'imposizione di vincoli organizzativi uniformi, dunque, non tiene adeguatamente conto delle peculiarità territoriali e delle diversificate esigenze del tessuto economico locale, dando luogo, di fatto, a un

⁷² Per tali rilievi, si vedano M. SEPE, *I nodi irrisolti nell'assetto del credito cooperativo, tra localismo e mutualità*, cit., 51 ss.; A. URBANI, *Le nuove forme della territorialità nella disciplina secondaria delle banche di credito cooperativo*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, 1, 118 ss.

⁷³ Sul punto, F. SARTORI, *Fattori ESG e impresa bancaria di prossimità: criticità e prospettive di un modello a taglia unica*, cit., 140, osserva come «il principio di proporzionalità continui a costituire una pietra angolare del quadro regolamentare europeo. Tuttavia, il suo concreto dispiegarsi attraverso la centralità attribuita alla rigida categoria degli enti piccoli e non complessi solleva inevitabilmente molteplici interrogativi: questa impostazione costituisce davvero il punto di equilibrio tra rigore normativo e sostenibilità operativa? Il paradigma dato si rivela adatto a cogliere la crescente complessità del contesto attuale? È sufficiente questa categoria a garantire l'equità nell'applicazione delle norme ESG, considerando le molteplici variabili di rischio e la rapida evoluzione degli scenari economici e ambientali? Gli strumenti normativi attuali sono effettivamente in grado di bilanciare l'obiettivo di sostenibilità con la necessità di garantire una concorrenza leale e una piena integrazione del sistema bancario europeo?».

Sui parametri integranti il criterio di proporzionalità, v. BANCA D'ITALIA, *Disposizioni di vigilanza per le banche*, contenute nella Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, consultabili in bancaditalia.it, spec. Parte prima, titolo IV, § 7.

⁷⁴ La partecipazione della singola BCC al gruppo, infatti, è regolata – com'è noto – dal contratto di coesione *ex art. 37-bis*, comma 3, lett. b), n. 1, t.u.b., in base al quale i poteri di direzione e coordinamento della capogruppo sono tarati anche in ragione del grado di rischiosità della banca aderente. In argomento, si veda F. SARTORI, *Fattori ESG e impresa bancaria di prossimità: criticità e prospettive di un modello a taglia unica*, cit., 145 s.

approccio *one size fits* che mal si concilia con il pluralismo istituzionale disegnato dalla Costituzione⁷⁵.

5. Conclusioni

Alla luce delle considerazioni sviluppate, e ferma restando la centralità della stabilità del sistema, appare necessario interrogarsi sulla concreta capacità del mercato bancario di garantire un aspetto essenziale della propria sostenibilità sociale, ossia di assicurare un accesso al credito inclusivo e territorialmente equilibrato, in un contesto di progressiva desertificazione delle aree periferiche e di crescente vulnerabilità delle comunità ivi insediate. Dinnanzi alle criticità

⁷⁵ Cfr. A. URBANI, *Le nuove forme della territorialità nella disciplina secondaria delle banche di credito cooperativo*, cit., 118 s., osserva che «[m]utualità e localismo, come noto, sono da sempre i perni attorno ai quali è costruita l'intera disciplina delle banche di credito cooperativo. Tuttavia nel momento in cui alle banche della categoria viene imposto di aderire ad un gruppo bancario cooperativo, che si vuole necessariamente di ragguardevoli dimensioni stante il requisito minimo di patrimonializzazione previsto per la società capogruppo (cfr. art. 37-bis, co. 1, lett. a), t.u.b.) e nel quale quest'ultima è dotata di poteri ampi e pervasivi, viene spontaneo chiedersi se, al di là delle petizioni di principio, la tradizionale vocazione localistica delle banche di credito cooperativo sia stata effettivamente preservata dalla riforma del 2016 e dagli interventi integrativi che ne sono seguiti nonché, in caso affermativo, come questa venga oggi declinata». Sulla necessità di calibrare la proporzionalità su ulteriori parametri, quali – ad esempio – i rischi concreti posti dai singoli intermediari, cfr. M. ONADO, *Proporzionalità va cercando che è sì cara*, cit., 140 s. Estremamente efficaci, poi, risultano le osservazioni di F. SARTORI, *Fattori ESG e impresa bancaria di prossimità: criticità e prospettive di un modello a taglia unica*, cit., 145, il quale, pur rilevando che «la policy “one size fits all” riduce i costi transattivi connessi all'attività di vigilanza, il rischio di distorsioni competitive e assicura che anche le entità più piccole rispettino standard elevati di gestione del rischio», evidenzia come «[u]na riflessione un poco più attenta mette però in dubbio simile assunto. Se infatti questa rigidità, declamata in nome della “sana e prudente gestione”, non viene bilanciata adeguatamente può creare oneri sproporzionati per enti di dimensioni ridotte e con profili di rischio contenuti, costringendoli a rispettare una disciplina eccessivamente onerosa rispetto alla loro reale esposizione al rischio. Parimenti, lo stesso approccio geometrico potrebbe consentire a una banca di dimensioni altrettanto ridotte, ma caratterizzata da comportamenti o operatività ad alto rischio, di beneficiare di un trattamento normativo semplificato, senza che ciò sia giustificato dal suo effettivo livello di complessità o dalla sua propensione al rischio. Tale squilibrio compromette gli obiettivi di stabilità e proporzionalità che la normativa stessa intende perseguire».

evidenziate, si impone la ricerca di soluzioni che – pur perseguendo esigenze di stabilizzazione economico-patrimoniale – risultino maggiormente rispettose dell’assiologia costituzionale. Non sembra confacente, peraltro, eccipire la prevalenza, nel settore *de quo*, del criterio della sana e prudente gestione dell’impresa. Quest’ultimo, infatti, lungi dal sostanzarsi in una prescrizione tecnico-organizzativa fine a sé stessa, si atteggia a strumento funzionale a presidiare quei valori esistenziali che, non diversamente da quanto accade in altri settori dell’ordinamento, assumono preminenza anche nel mercato bancario⁷⁶, imponendo che l’esercizio dell’attività creditizia sia sempre orientato – prima ancora che alla sola efficienza allocativa – alla tutela della persona⁷⁷.

In tale prospettiva, la valorizzazione delle banche locali sembra un’opzione, ma necessita di un approccio che – in luogo di imporre la sostanziale soppressione della specificità cooperativa – ne promuova il rafforzamento o, quantomeno, ne contenga l’erosione entro margini compatibili con la funzione sociale che l’art. 45 cost. riconosce alla cooperazione a carattere di mutualità. Lungo questa direzione si muove, del resto, la dottrina che si è confrontata con gli esiti applicativi della riforma del settore, rispetto ai quali è stata evidenziato – ad esempio – come i poteri di etero-direzione della capogruppo rischino di comprimere il modello “localistico” di fare impresa che ha storicamente connotato le BCC⁷⁸. Appare dunque necessario, nell’attuale impianto normativo delle banche di credito cooperativo e, più in generale, delle

⁷⁶ In argomento, v. F. SARTORI, *Disciplina dell’impresa e statuto contrattuale: il criterio della “sana e prudente gestione”*, cit., 131 ss.

⁷⁷ Quanto argomentato risulta esplicitato nel comparto assicurativo, ove l’art. 3 del d.lgs. 7 settembre 2006, n. 209 (recante il Codice delle assicurazioni private), sancisce espressamente che «Scopo principale della vigilanza è l’adeguata protezione degli assicurati e degli aventi diritto alle prestazioni assicurative. A tal fine [e, dunque, in via strumentale (n.r.d.)] l’Ivass persegue la sana e prudente gestione delle imprese». Questa previsione, anche se non espressamente formulata per i mercati bancario e finanziario, appare estendibile anche a tali comparti, in quanto accomunati a quello assicurativo dal medesimo tipo di attività che si svolge al loro interno, cioè la raccolta del risparmio dal pubblico.

⁷⁸ Per questi rilievi, M. BODELLINI, *Localismo e mutualità nel nuovo gruppo bancario cooperativo*, in *Riv. dir. banc.*, 2017, 539 ss.; ma anche A. URBANI, *Le nuove forme della territorialità nella disciplina secondaria delle banche di credito cooperativo*, cit., 118 ss. Nella letteratura economica, v. M. ONADO, *Proporzionalità va cercando che è sì cara*, cit., 127 ss.

banche a vocazione locale, l'introduzione di misure *ad hoc* che garantiscano effettivamente il ruolo dei territori e il principio del localismo, in una declinazione della proporzionalità di vigilanza che tenga conto non solo della dimensione, ma della natura mutualistica e territoriale dell'ente.

La sfida che si pone al legislatore è, dunque, quella di individuare strumenti normativi che, pur garantendo la stabilità del sistema, valorizzino un modello imprenditoriale storicamente votato allo sviluppo economico e sociale dei territori. Si tratta, in altri termini, di coniugare efficienza economica e sostenibilità sociale, abbandonando logiche puramente tecniche in favore di una visione più ampia e costituzionalmente orientata del diritto bancario, capace di preservare quella diversità istituzionale che costituisce una ricchezza per il sistema e un argine avverso la desertificazione bancaria delle aree periferiche.

La pubblicità immobiliare per i beni apportati a fondi comuni d'investimento va curata nei confronti della SGR*

SOMMARIO: 1. Il caso – 2. La pubblicità relativa agli immobili dei fondi comuni – 3. Pubblicità immobiliare e patrimoni separati – 4. Nullità delle formalità curate nei confronti dei fondi comuni – 5. La responsabilità notarile.

1. Il caso

Con l'ordinanza in epigrafe la Cassazione conferma la propria consolidata giurisprudenza relativa alla natura giuridica dei fondi comuni di investimento: essi sono patrimoni separati della società di gestione e non godono di soggettività giuridica. Sul punto il t.u.f. è netto: per l'art. 1, lett j), il fondo comune è definito come «il patrimonio autonomo, suddiviso in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti, gestito in monte»; per l'art. 36, comma 4 (già comma 6, nel testo originario), «[c]iascun fondo comune di investimento, o ciascun comparto di uno stesso fondo, costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società; delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la Sgr risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo»¹.

La questione riguarda un contratto di appalto tra una SGR e un'impresa, relativo alla custodia di impianti fotovoltaici facenti parte di un fondo comune di investimento. L'appaltatore agiva per il mancato pagamento del corrispettivo pattuito e citava in giudizio la SGR in proprio; la SGR eccepiva, oltre all'asserita estinzione del debito, la propria carenza di legittimazione passiva, in quanto la domanda doveva essere svolta nei suoi confronti quale gestore del fondo e non in proprio,

*Angelo Chianale, Professore ordinario di Diritto Civile presso l'Università di Torino, notaio in Torino.

¹ Per l'esame della modifica legislativa del D.L. n. 78/2010, conv. con L. n. 122/2010, in relazione alla natura giuridica dei fondi comuni v. L. BULLO, *Trust, destinazione patrimoniale ex art. 2545 ter c.c. e fondi comuni di investimento ex art. 36, comma 6°, del t.u.f.: quale modello di segregazione patrimoniale?*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, 4, 535 ss.

a fronte della vigenza del principio di separazione tra il patrimonio del fondo e quello della SGR.

L'eccezione processuale viene respinta dai giudici di merito. La sentenza d'appello in particolare osserva che «i fondi di investimento non costituivano soggetti di diritto a sé stanti, bensì patrimoni separati della società di gestione che li aveva istituiti, il che rendeva addirittura insostenibile la pretesa di fare intestare beni immobili al fondo, in luogo della società di gestione».

La Cassazione rigetta il ricorso presentato dalla SGR e in punto di legittimazione passiva ritiene corretta l'azione intentata contro la società senza indicazione del fondo comune nel quale erano compresi gli immobili oggetto dell'appalto. Infatti la corte ribadisce che gli immobili acquistati nell'interesse del fondo comune sono di titolarità formale della SGR: la motivazione adotta il termine parzialmente atecnico sul piano civilistico di *intestazione* (seguendo il lessico già utilizzato dalla nota Cass. n. 16605/2010, poi confluito nella successiva giurisprudenza e ripreso anche nella recentissima Cass. n. 29571/2025). Ne segue che i rapporti obbligatori relativi a quegli immobili, come l'appalto in questione, fanno capo esclusivamente alla società di gestione, che ne risponde nei limiti del patrimonio del fondo.

La decisione offre così lo spunto per rivisitare la questione della modalità di esecuzione della pubblicità immobiliare per i beni facenti parte dei fondi comuni: le formalità pubblicitarie (trascrizione di acquisti, preliminari di vendita, alienazioni e iscrizioni di ipoteche) e l'intestazione catastale vanno curate nei confronti della SGR e non dei fondi comuni. Risulta talvolta ancora seguita nella prassi notarile l'opposta soluzione della trascrizione nei confronti del fondo comune.

2. La pubblicità relativa agli immobili dei fondi comuni

a) Le iniziali indicazioni della prassi: formalità nei confronti dei fondi

In passato la Circ. Min. Finanze 11 novembre 1999, n. 218/T, aveva dato le prime istruzioni alle Conservatorie in merito alla pubblicità immobiliare da eseguire nei confronti dei fondi comuni di allora recentissima istituzione. Secondo la circolare «l'esigenza di evidenziare in maniera incontrovertibile la titolarità, in capo ai fondi immobiliari in questione, dei beni facenti parte dei fondi medesimi, non può che essere

garantita dall'esecuzione delle formalità di trascrizione degli atti di costituzione mediante conferimento a favore esclusivo del fondo»². Questa soluzione pratica discendeva con tutta evidenza dalla soggettività giuridica che il Ministero riteneva di riconoscere ai fondi comuni: in tal senso si era pronunciato in sede consultiva il Consiglio di Stato con il parere 11 maggio 1999, n. 108³, e si esprimeva parte della dottrina⁴. Per la verità nel formante legale si rinvenivano dizioni non univoche: il comma 6 del citato art. 36 (ora comma 4) menziona *i beni di pertinenza dei fondi gestiti*, senza cioè far risultare un regime di appartenenza formale dei beni in capo al fondo; diversamente l'art. 4, comma 2, del D.L. 25 settembre 2001, n. 351, fa riferimento *ai trasferimenti dei beni immobili ai fondi comuni di investimento* e il comma 2 *bis* menziona *i finanziamenti concessi ai fondi*; ancora nel 2011 nella legislazione speciale si legge di *trasferimento di immobili ai fondi* e di fondi che *possono acquistare immobili* (art. 6 L. 12 dicembre 2011, n. 183). In dottrina erano presenti varie, diverse opzioni ricostruttive⁵.

Il Consiglio nazionale del notariato nel Quesito n. 706-2006/C, *Fondi immobiliari chiusi e trascrizione*, osservava che «la prospettiva più coerente con i principi dell'ordinamento, nonché con le riflessioni dottrinarie in tema di vincoli di destinazione, dovrebbe condurre all'effettuazione della pubblicità a favore della SGR». Ma di fronte alle fonti secondarie così concludeva: «muovendo dalle determinazioni specifiche in tema (Circolare del Ministero e parere del Consiglio di Stato), non sembra potersi affermare l'illegittimità delle trascrizioni ed iscrizioni effettuate a favore e contro il fondo immobiliare». Veniva così ammessa l'equivalenza tra le due diverse soluzioni pubblicitarie.

²La Circolare 128/T-1999 aggiungeva che al fine di assicurare «una completa ed esaustiva pubblicità dei particolari rapporti giuridici ricollegabili alla gestione dei fondi immobiliari in parola, appare indispensabile la presentazione di una domanda di annotazione del peculiare vincolo gestorio esistente, da eseguire a margine della trascrizione degli atti predetti».

³In *Foro. amm.*, 2000, 76, 3, 2225 ss.

⁴Cfr. P. CALICETI, *Vecchie e nuove questioni in tema di fondi comuni d'investimento*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, 3, 226 ss.

⁵Cfr. U. DE PONTI, *I fondi comuni d'investimento*, Milano, 1983; G. FERRI JR., *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I, 1-2, 25 ss.; M. CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e Sicav*, in *Tratt. Rescigno*, XVI, I, 2° ed., Torino 2008, 48.

La prassi notarile in genere seguiva le istruzioni ministeriali e si indirizzava verso l'esecuzione delle formalità pubblicitarie a favore e contro i fondi comuni, anziché considerare le rispettive SGR.

b) Il successivo orientamento della Cassazione: formalità nei confronti della SGR

In maniera all'epoca inaspettata, la sentenza Cass., 15 luglio 2010, n. 16605 (estensore Rordorf), è intervenuta con estrema lucidità e precisione sulla questione⁶. Nel caso deciso dalla corte una SGR presentava reclamo contro il decreto emesso dal tribunale fallimentare contenente il trasferimento di un immobile alberghiero: il giudice aveva disposto il trasferimento a favore della SGR, con conseguente trascrizione in suo nome, mentre la società richiedeva che il trasferimento fosse emesso a favore del fondo comune, per conto del quale la SGR aveva versato il prezzo di aggiudicazione, menzionando in occasione del pagamento i dati del fondo al quale desiderava apportare l'immobile.

La Cassazione ricostruisce l'insieme normativo relativo ai fondi comuni e al termine di una approfondita motivazione nega si tratti di una speciale forma di comunione in favore dei sottoscrittori dei fondi. Essa conclude che i fondi non hanno soggettività giuridica, ma sono semplici patrimoni separati della società di gestione, e che la titolarità formale dei beni appartiene alla società che gestisce il fondo⁷. In sostanza viene accolta la tesi della proprietà fiduciaria della SGR risalente a Galgano⁸. In motivazione la Corte aggiunge che appare

⁶Cass., 15 luglio 2010, n. 16605, in *Giur. it.*, 2011, 2, 331 ss., con nota di L. BOGGIO, *Fondi comuni di investimento, separazione patrimoniale, interessi protetti e intestazione di beni immobili*, *ivi*, 333 ss.; in *Contratti*, 2011, 1, 27 ss., con nota di A. LAMORGESE, *I fondi comuni di investimento non hanno soggettività giuridica autonoma*, *ivi*, 31 ss.; sulla sentenza v. anche R. SANSONE, *La natura giuridica del fondo comune di investimento: una questione superata?*, in *Società*, 2011, 9, 1057 ss.; C. GHIGI, *Separazione patrimoniale e fondi comuni di investimento*, in *Giur. Comm.*, 2011, II, 5, 1146 ss.

⁷Più precisamente alla società promotrice del fondo, se diversa dalla società di gestione del fondo.

⁸Cfr. F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, Padova, 1999, II, 1, 454, che prevale sulla tesi di R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2000, 176, contrario alla proprietà della SGR.

«evidentemente insostenibile la pretesa di far intestare beni immobili al fondo, anziché alla società di gestione» (corsivo mio) e che «non si può certo postulare l'esistenza di un rapporto di mandato o di rappresentanza tra la medesima società di gestione ed il fondo».

Trattandosi di questione allora nuova la Cassazione fissa il principio di diritto: «[i] fondi comuni d'investimento (nella specie un fondo immobiliare chiuso) costituiscono patrimoni separati della società di gestione del risparmio che li ha istituiti, con la conseguenza che, in caso di acquisto immobiliare operato nell'interesse di un fondo, l'immobile acquistato deve essere intestato alla suindicata società di gestione». In questa regola giurisprudenziale la nozione di *intestazione* abbraccia sia la trascrizione sia l'intestazione catastale degli immobili acquistati.

Pertanto l'acquisto immobiliare effettuato dalla SGR per conto di un fondo comune si trascrive a favore della SGR; l'alienazione, la promessa di alienazione, le convenzioni edilizie e gli atti di vincolo, nonché i pignoramenti si trascrivono contro la SGR; del pari la concessione di ipoteca volontarie e le ipoteche giudiziali e tributarie si iscrivono contro la SGR.

c) *Lo Studio 90-2012/I del CNN*

La sentenza 16605/2010 scompiglia la prassi notarile che intanto si era formata. Il CNN emana allora uno Studio che contesta la lineare ricostruzione della natura giuridica dei fondi comuni offerta dalla Cassazione⁹. Il notariato percorre un'altra via: «non interessa accertare se il fondo sia o meno in sé una persona giuridica o un soggetto di diritto, ma verificare se sia o meno un soggetto di diritto ai fini dell'applicazione della disciplina di volta in volta rilevante, e dunque ora di quella della trascrizione». La natura giuridica dei fondi comuni è dunque cangiante, a seconda del punto di visuale e lo Studio sostiene l'esattezza della formalità pubblicitaria curata direttamente nei confronti dei fondi comuni, invitando a indicare nel quadro D della nota la menzione della SGR.

Viene poi esaminata la soluzione, considerata *alternativa*, accolta dalla Cassazione di effettuare la trascrizione a favore della SGR,

⁹A. PAOLINI, Studio 90-2012/I, *Fondi comuni immobiliari, S.G.R. e trascrizione*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, II, 233 ss.

integrandola con l'annotazione del vincolo a favore del fondo nel quadro D. Lo Studio dubita però che la menzione nel quadro D sia sufficiente a perfezionare la separazione patrimoniale dei fondi comuni, senza considerare che quell'effetto discende direttamente dagli artt. 1 e 36 t.u.f. e non è subordinato a formalità pubblicitarie, al contrario di quanto ad esempio dispone l'art. 2447 *quinquies*, comma 2, c.c.

Ancora, si solleva la difficoltà di rendere pubblica la sostituzione della società di gestione, postulando che essa non potrebbe essere configurata come atto traslativo. Questo problema in realtà non esiste, come emerge da una pregevole sentenza della Corte d'Appello di Torino¹⁰: la sostituzione del gestore integra una successione a titolo particolare nel diritto di proprietà sugli immobili apportati al fondo e il «mutamento di tale titolarità formale dev'essere trascritto ex artt. 2643 e 2645 c.c., quale atto che produce il trasferimento della proprietà, sia pur formale, di beni immobili». In assenza di trascrizione la sostituzione del gestore è inopponibile ai terzi. Identica soluzione viene elaborata dalla dottrina più attenta in caso di sostituzione del trustee, mancando la soggettività giuridica del trust (v. *infra*)¹¹.

Lo Studio conclude che «le trascrizioni sino ad oggi effettuate non possono ritenersi invalide per il semplice fatto di aver aderito all'una o all'altra modalità operativa... Il dibattito sul grado di rilevanza del fondo come soggetto di diritto (e dunque sulla possibilità di poter essere qualificato in termini di persona giuridica o di centro di imputazione autonomo) non pare idoneo a determinare, di per sé, “incertezza sulle persone a cui si riferisce l'atto”». Purtroppo questa opinione è errata, come risulta dalla successiva giurisprudenza di legittimità.

¹⁰App. Torino, 19 aprile 2018, n. 508, che per gli immobili del fondo comune non adotta il termine di *intestazione* alla SGR, ma scrive che «il diritto di proprietà sull'immobile acquisito deve essere *riferito*» alla SGR.

¹¹Cfr. A. GALLARATI, *La pubblicità del diritto del trustee*, Torino, 2012, 123 s.; per la questione del decesso del trustee v. F. STEIDL, *La pubblicità della successione del trustee defunto*, in *Trusts e attività fiduciarie*, 2005, 2, 306 ss., che ritiene sufficiente un atto unilaterale in forma autentica proveniente dal nuovo trustee che accetta la nomina e chiede la trascrizione ai fini dell'art. 2650 c.c. a proprio favore e contro il trustee defunto; per il problema della mancata collaborazione di un trustee revocato v. D. MURITANO e S. BARTOLI, *Note sulle modalità del trasferimento dei beni in trust ai beneficiari alla cessazione del trust*, in *Trusts e attività fiduciarie*, 2007, 3, 407 ss.

E così alla fine il tentativo di salvare la prassi anteriore, facendo spallucce del principio di diritto sancito dalla Cassazione, è stato sovente utilizzato dai notai come fondamento per perpetuare quella prassi.

d) *La costante giurisprudenza successiva: formalità nei confronti della SGR*

Né la posizione del notariato né il tenore di alcune norme di legge, come quelle ricordate del 2011, hanno convinto i giudici di legittimità. L'assenza di soggettività giuridica dei fondi comuni è stata recepita, in maniera assolutamente unanime, da numerose pronunce di varie sezioni della Cassazione (la prima, la seconda e la quinta) che approvano espressamente e ripetono in virgolettato il principio di diritto espresso da Cass. n. 16605/2010¹². Inoltre la Cassazione ha pure dedotto che alla

¹²Si tratta di:

- Cass., 20 maggio 2013, n. 12187, ben presto applica in materia tributaria quel principio di diritto e afferma la legittimazione della SGR a ricorrere contro l'assegnazione del codice fiscale al fondo comune (regolamento di giurisdizione);

- Cass., 19 giugno 2013, n. 15319, parimenti sancisce la legittimazione della SGR a impugnare in proprio nome atti impositivi (avviso di liquidazione di imposte ipotecarie e catastali per l'apporto al fondo);

- Cass., 8 maggio 2019, n. 12062, per questione di legittimazione processuale applica il principio di Cass. 16605/2010 e osserva che «a tale orientamento va data continuità, non essendo prospettate serie ragioni a esso contrarie»;

- Cass., 30 dicembre 2020, n. 29888 (ord.), in *Nuova giur. comm.*, 2021, 3, 519 ss., con nota di G. VERÌ, *I confini della separazione patrimoniale nella gestione dei fondi comuni di investimento*, ivi, 522 ss.: pur essendo controversa la natura giuridica dei fondi comuni, si afferma che «il legislatore ... ha attribuito alla SGR la proprietà dei beni del fondo» e che, nonostante lo Studio del CNN, citato in giudizio, la tesi «fondata sul parere del Consiglio di Stato n. 108 del 1999, per la quale il fondo comune d'investimento avrebbe una soggettività propria, distinta da quella dei partecipanti e da quella della società di gestione che lo ha istituito, non ha pregio» (la SGR è tenuta in proprio al versamento dell'ICI);

- Cass., 19 maggio 2021, n. 13573 (ord.): l'apporto a un fondo da parte del sottoscrittore costituisce trasferimento della proprietà alla SGR (ne segue la decadenza da agevolazioni fiscali che richiedono la non alienazione del bene);

- Cass., 9 marzo 2023, n. 7116 (ord.): per la corte ogni «attività negoziale o processuale posta in essere nell'interesse del patrimonio separato non può che venire espletata in nome del soggetto che di esso è titolare», la SGR, e (nuovamente) la tesi «fondata sul parere del Consiglio di Stato n. 108 del 1999, per la quale il fondo

SGR fanno capo anche i rapporti obbligatori relativi ai beni apportati al fondo comune¹³. Sul piano processuale la regola posta da Cass. n. 16605/2010 ha prodotto un ulteriore, coerente principio di diritto, espresso da Cass., 15 febbraio 2023, n. 4741¹⁴: soltanto le SGR godono di legittimazione attiva e passiva, in proprio nome, per controversie relative ai beni dei fondi comuni e il giudicato si forma nei loro confronti. Infine l'assenza di soggettività giuridica dei fondi comuni viene riaffermata *obiter* in due sentenze che concedono al sottoscrittore di impugnare le deliberazioni assunte dall'assemblea dei partecipanti al fondo¹⁵.

Anche nella giurisprudenza di merito il principio di diritto posto da Cass. n. 16605/2010 trova ampia condivisione¹⁶. In particolare, con

comune d'investimento avrebbe una soggettività giuridica propria ... non ha pregio» (la SGR, titolare formale degli immobili, è tenuta in proprio al pagamento dell'IMU);

- Cass., 5 febbraio 2024, n. 3218: l'acquisto immobiliare viene intestato alla SGR «che ne assume una titolarità meramente formale e funzionale agli obiettivi prestabiliti di investimento» (imposta di registro fissa applicabile alla sottoscrizione di quote di un fondo comune con apporto immobiliare);

- Cass., 12 giugno 2024, n. 16285: in materia di IVA la SGR gode di soggettività attiva e passiva (tiene la contabilità per il fondo, redige le relative dichiarazioni, versa l'imposta in quanto soggetto passivo «sotto il profilo meramente formale») pur non essendo responsabile sussidiario di tale imposta;

- Cass., 22 dicembre 2024, n. 33895 (ord.), e le sentenze pressoché identiche Cass., 18 giugno 2025, n. 16421, Cass., 20 ottobre 2025, n. 27854 e n. 27859, Cass., 7 novembre 2025, n. 29570 e n. 29571, ancora una volta riconducono l'imposizione IMU alla SGR e non al fondo comune.

¹³Si tratta di Cass. Civ., 22 settembre 2025, n. 25875 (ord.): premesso che gli immobili sono *intestati* alla SGR, per i relativi contratti a effetti obbligatori i «soggetti passivi del rapporto obbligatorio sono le società di gestione, come tali tenute al pagamento dei debiti» (locazione di immobili del fondo).

¹⁴«Se nel corso del processo, in cui è controverso un diritto attinente a un fondo comune di investimento, si trasferiscono da una società di gestione all'altra ... i rapporti di gestione relativi al fondo, il processo prosegue tra le parti originarie. La società di gestione subentrata nella gestione può intervenire o essere chiamata nel processo e la società alienante può esserne estromessa».

¹⁵V. le gemelle Cass., 11 maggio 2025, n. 12474 e n. 12479.

¹⁶App. Milano, sez. imp., 18 febbraio 2021, n. 1318, dall'assenza di soggettività giuridica dei fondi comuni trae il corollario della natura puramente contrattuale verso la SGR, e non associativa, del rapporto con i partecipanti ai fondi; similmente Trib. Roma, 17 febbraio 2021, n. 2889, per un'azione di responsabilità del partecipante; Trib. Pordenone, 28 settembre 2021, n. 620, riconosce alla SGR la legittimazione sostanziale e processuale per un comodato dell'immobile del fondo comune; Trib.

riferimento all'attività immobiliare, si è deciso che il mediatore ha diritto di chiedere la propria provvigione alla SGR, e non al fondo comune, per l'opera svolta in relazione alla compravendita di immobili del fondo¹⁷, e che la SGR è legittimata passiva all'azione risarcitoria ex art. 1669 c.c. per vizi della costruzione effettuata nell'ambito della gestione di un fondo comune, pur rispondendo nei limiti del patrimonio del fondo¹⁸. Sul tema qui in esame si è deciso che la trascrizione dell'acquisto immobiliare va curata a favore della SGR, menzionando il fondo comune nel quadro D della nota¹⁹.

e) *La dottrina*

Vale la pena infine di ricordare che la dottrina ha parimenti accolto la necessità di curare le formalità pubblicitarie nei confronti delle SGR, e non dei fondi comuni per gli immobili afferenti a questi ultimi²⁰. Già nel 2016 si trova riferito «l'orientamento, *oramai costante* della Corte di Cassazione, secondo cui la trascrizione degli acquisti di diritti reali su immobili, effettuati dalla società di gestione di risparmio che agisca per conto di un fondo comune di investimento, deve essere eseguita in favore della società»²¹.

Resistono alcune opinioni, sovente provenienti dalla dottrina notarile, che sostengono ancora le formalità nei confronti dei fondi comuni o che riconoscono ammissibili entrambe le modalità di

Ferrara, 6 settembre 2023, n. 641, per un'espropriazione diretta contro il fondo comune osserva che la SGR può eccepire l'improcedibilità (nel caso non sollevata). Invece nella giurisprudenza amministrativa T.A.R. Lombardia, sez. V, 4 luglio 2024, non smentisce il parere del Consiglio di Stato del 1999 e non prende posizione sull'intestazione dei beni apportati al un fondo comune, essendo irrilevante la questione per la decisione.

¹⁷Così App. Roma, 23 luglio 2018, n. 5117.

¹⁸Così Trib. Milano, 18 giugno 2018, n. 6792.

¹⁹Trib. Mantova, 19 maggio 2016, in *Trust e dintorni* disponibile su https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/sites/default/files/allegati/tribunale_di_mantova_19_maggio_2016_0.pdf.

²⁰Cfr. R. VIGO, *Impresa e pubblicità immobiliare*, Milano, 2001, 12 ss.

²¹A. GALLARATI, *La trascrizione degli acquisti immobiliari perfezionati da SGR e Trustee per conto di fondi privi (o meno?) di soggettività giuridica. Soluzioni non univoche*, in questa *Rivista*, 2016, II, 49 ss. (corsivo mio).

esecuzione della pubblicità immobiliare²². In particolare si sostiene la trascrizione a favore dei fondi comuni assegnando loro una limitata soggettività ai soli fini pubblicitari: «il fondo si soggettivizza per i fini di cui all'art. 2659 (una forma di entificazione monofunzionale, quindi)»²³.

Si può anche convenire che si presenta una netta divaricazione tra le regole della pubblicità immobiliare e la disciplina sostanziale commercialistica e che la soggettività giuridica quale categoria ordinante del sistema civilistico è stata messa in crisi, da lungo tempo ormai, dall'evoluzione dei fenomeni associativi²⁴. Ma il sistema della pubblicità immobiliare opera necessariamente in riferimento a un soggetto – come risulta dall'art. 2659 c.c. – e si presta perfettamente a segnalare le vicende relative alla proprietà spettante alla SGR. Si tratta certo di una proprietà conformata dagli obblighi che gravano sulla SGR nella gestione del fondo comune: infatti in giurisprudenza viene

²²Cfr. G. BARALIS, *Fondi immobiliari e SGR: problemi di pubblicità immobiliare*, in *Riv. not.*, 2012, 6, 1249 ss., e ID., *La nota di trascrizione*, in *Tratt. della trascrizione Gabrielli-Gazzoni*, III, San Mauro Torinese, 2014, 59 ss., favorevole alla soggettivizzazione pubblicitaria del fondo; A. BUSANI, *Conseguenze della soggettività del fondo immobiliare (passaggio di immobile da fondo a fondo, sostituzione della s.g.r., fusione di fondi)*, in *Società*, 2017, 1, 11, 1239 ss., e ID., *Fondi comuni d'investimento senza soggettività giuridica*, in *Il Sole24Ore*, 8 ottobre 2019, 22, che contesta l'orientamento della Cassazione; R. COLAIORI, *La destinazione intrasoggettiva di beni immobili nel sistema dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. not.*, 2014, 1, 11 ss., che ipotizza anche la doppia trascrizione, a favore della SGR per l'acquisto e contro la stessa SGR per il vincolo di destinazione al fondo; L. IACUMIN, *I fondi comuni di investimento. Diritto sostanziale e processo*, Trieste, 2020, 280 ss., sull'errato presupposto che la trascrizione serva a rendere opponibile l'autonomia patrimoniale dei fondi comuni.

La trascrizione in via alternativa sia a favore del trust sia a favore del trustee è sostenuta da A. DI SAPIO e D. MURITANO, *Trust e trascrizione: quello che la Cassazione ha detto (e ha dato) e quello che non ha detto (e non ha dato)*, in *Vita notar.*, 2017, 1, 1 ss., e più ampiamente IID., *“Trust” o “trustee” nella trascrizione immobiliare (parte I) e (parte II)*, in *Trusts e attività fiduciarie*, 2017, rispettivamente in fasc. 3, 236 ss. e fasc. 4, 361 ss.; ma dimostra che tale soluzione contrasta con la struttura a base personale dei registri immobiliari P. BOERO, *La trascrizione immobiliare. Vol. II: I trasferimenti e i vincoli*, in Aa.Vv., *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano, 2021, 608 s.

²³G. BARALIS, *La nota di trascrizione*, cit., 65; possibilista verso «una soggettività contingente e limitata a fini pubblicitari» P. BOERO, *op.cit.*, 610 s.

²⁴Così esattamente G. BARALIS, *La nota di trascrizione*, cit., 62 e 65.

adoperata la locuzione *titolarità formale* (ad es. in Cass., 12062/2019), che governa le vicende pubblicitarie.

3. *Pubblicità immobiliare e patrimoni separati*

La questione in esame merita di essere brevemente inquadrata in uno sfondo più ampio. La separazione patrimoniale negli ultimi decenni si è andata ampliando e sono sorti problemi pubblicitari paralleli a quelli esaminati per le SGR e i fondi comuni.

La Cassazione ha affrontato il caso degli immobili conferiti in trust e ha risolto il quesito pubblicitario seguendo la stessa linea interpretativa sviluppata per i fondi comuni. Il trust non è munito di soggettività giuridica e pertanto trascrizioni e iscrizioni immobiliari vanno eseguite nei confronti del trustee. La nota Cass., 27 gennaio 2017, n. 2043²⁵, approva la chiusura anticipata di una procedura esecutiva seguita al pignoramento di beni immobili effettuato nei confronti del trust poiché questo non è un ente dotato di personalità giuridica, né di soggettività, ma un mero insieme di beni e rapporti destinati ad un fine determinato e formalmente intestati al trustee. Nel caso deciso la nota di trascrizione univocamente identifica nel solo trust il soggetto contro cui è eseguita la formalità e secondo la corte «le esigenze di rigore formale che permeano il regime di pubblicità immobiliare non consentono di interpretare il pignoramento e la relativa nota di trascrizione come riferiti, anziché al trust in persona del trustee, a quest'ultimo di persona, ma in detta specifica qualità».

Più di recente anche Cass., 23 dicembre 2024, n. 34075, decide che la trascrizione di un pignoramento immobiliare eseguita contro il trust è affetta da nullità a sensi dell'art. 2665 c.c. «in ragione dell'assoluta indeterminatezza (*melius*, inesistenza) del soggetto a cui la formalità si riferisce», essendo a tale fine irrilevante indicare nel quadro D della nota l'identità del trustee. La soluzione è corroborata dalla corte proprio

²⁵Cass., 27 gennaio 2017, n. 2043, in *Corr. giur.*, 2017, 6, 781 ss., con ampia nota di M. LUPOI, *La metabolizzazione del trust*, *ivi*, 784 ss.; in *Giur. it.*, 2017, 8-9, 1817 ss., con nota di M. RIZZUTI, *La soggettività dei patrimoni destinati ai fini della trascrizione*, *ivi*, 1820 ss., conferma la decisione di primo grado di Trib. Reggio Emilia, 25 marzo 2013, in *Nuova giur. comm.*, 2013, I, 10, 898 ss., con nota adesiva di F. CAMPIONE, *Il pignoramento immobiliare eseguito nei confronti del trust: profili sostanziali e processuali*, *ivi*, 904 ss.

mediante il richiamo al principio di diritto sancito da Cass. n. 16605/2010 per SGR e fondi comuni²⁶.

Alla stessa conclusione merita approdare per la pubblicità immobiliare relativa ai patrimoni di s.p.a. destinati a specifici affari: sia la trascrizione della delibera che li istituisce richiesta dall'art. 2447 *quinquies*, comma 2, c.c. sia le formalità relative ai loro immobili sono curate nei confronti della s.p.a. Così anche per i patrimoni degli enti ecclesiastici destinati ad attività del Terzo Settore, qualora vi siano inclusi beni immobili²⁷.

Dunque la regola sulle formalità pubblicitarie relative alle SGR per gli immobili dei fondi comuni da esse gestiti si inserisce nell'interpretazione che rende coerente la soggettività giuridica con le formalità di trascrizione e iscrizione. La difficoltà pratica che sovente viene sollevata, in caso di sostituzione della SGR ovvero di passaggio di un immobile da un fondo comune ad altro fondo comune gestito dalla medesima SGR, non è sufficiente per confutare la soluzione giurisprudenziale: a tali vicende può comunque essere data idonea segnalazione pubblicitaria²⁸.

4. Nullità delle formalità curate nei confronti dei fondi comuni

Secondo i principi generali – richiamati dalla ricordata Cass. 34075/2024 – la formalità curata nei confronti del fondo comune, cioè di un soggetto inesistente, è affetta da nullità a sensi dell'art. 2665 c.c. In effetti vi è assoluta indeterminatezza sul soggetto a favore o contro il quale viene curata la formalità, proprio perché è un non-soggetto giuridico²⁹. L'indicazione nella nota del codice fiscale della SGR – posto che il fondo comune ne è sprovvisto – non soltanto è irrilevante,

²⁶ Nello stesso senso v. già Trib. Reggio Emilia, 10 giugno 2013.

²⁷ Cfr. A. CHIANALE, *I patrimoni destinati degli enti religiosi per l'impresa sociale e il Terzo settore*, in *Rass. dir. civ.*, 2020, 4, 1195 ss.

²⁸ Cfr. G. PETRELLI, *Destinazioni patrimoniali e trust*, Milano, 2019, 373 ss., per la surrogazione reale di beni tra patrimoni destinati; anche secondo G. BARALIS, *La nota di trascrizione*, cit., 64, la traslazione di un immobile da un fondo a un altro si può pubblicizzare.

²⁹ Secondo R. TRIOLA e M. VARCACCIO GAROFALO, *La trascrizione tra vecchi e nuovi problemi*, Torino, 2017, 116, in riferimento alla trascrizione a favore del trust, si verifica in simili casi l'assoluta incertezza sul soggetto che rende invalida la formalità ex art. 2665 c.c. in quanto la nota indica un soggetto inesistente.

ma anzi contrasta con l'art. 2659, n. 1), c.c., che impone di indicare il codice fiscale della parte, nei cui confronti si esegue la formalità. Né ha pregio l'osservazione che tramite quel codice fiscale sia in pratica possibile rintracciare il soggetto interessato dalla vicenda pubblicitaria, in quanto nell'impianto vigente del sistema della pubblicità immobiliare la ricerca nei registri va eseguita con il nominativo dei soggetti, mentre l'uso del codice fiscale è un ausilio pratico.

Le conseguenze di tale nullità sono gravi e variegate.

In relazione all'acquisto di immobili perfezionato dalla SGR per conto di un fondo comune, il trasferimento, certamente valido ed efficace tra le parti, non risulta opponibile ai terzi che in seguito curino formalità confliggenti contro l'alienante, a sensi dell'art. 2644 c.c. Un qualunque creditore dell'alienante che trascrive il pignoramento o iscrive l'ipoteca giudiziale, ovvero l'ente della riscossione che iscrive la propria ipoteca contro l'alienante, prevalgono rispetto alla SGR acquirente e possono espropriare l'immobile. Inoltre la trascrizione eseguita a favore del fondo comune rende inopponibile il trasferimento al curatore della liquidazione giudiziale dell'alienante (art. 145 CCII, già art. 45 l.fall.). L'immobile viene così appreso nella massa fallimentare dell'alienante.

Per la vendita dei beni, invece, la trascrizione contro il fondo, e non contro la SGR alienante, comporta l'inopponibilità dell'acquisto fatto dal terzo compratore. Il che assume una particolare rilevanza in caso di costruzione o ristrutturazione con frazionamento e vendita di complessi immobiliari da parte della SGR tramite l'istituzione di fondi comuni d'investimento: i creditori del patrimonio separato costituito dal fondo possono aggredire i beni venduti agli acquirenti. Se poi sia l'acquisto sia le vendite sono trascritte nei confronti del fondo comune, anziché della SGR, ne segue che le formalità prese contro l'iniziale alienante sono opponibili agli acquirenti delle porzioni immobiliari frazionate e vendute dalla SGR.

Ancora, la sequenza di trascrizione (errata) dell'acquisto a favore del fondo comune e di trascrizione (corretta) della successiva vendita contro la SGR, comporta l'assenza della continuità delle trascrizioni, con le note conseguenze disposte dall'art. 2650 c.c.

Per la concessione di ipoteche volontarie a favore delle banche, che finanziano sia l'acquisto sia gli interventi di costruzione o ristrutturazione di complessi apportati ai fondi comuni, l'iscrizione

curata contro il fondo comune è improduttiva della garanzia reale. La natura costitutiva della relativa pubblicità impedisce che si perfezioni la garanzia e il credito del finanziatore rimane chirografario.

5. *La responsabilità notarile*

Merita infine riflettere sulla posizione del notaio che riceve atti immobiliari per le società di gestione di fondi immobiliari.

Dall'esposizione che precede emerge con nettezza che oggi – a differenza degli anni 1999/2013 – non esistono due orientamenti contrapposti, uno favorevole a curare le formalità pubblicitarie nei confronti dei fondi comuni e l'altro nei confronti delle SGR. Da un lato esistono una risalente istruzione ministeriale conforme al parere del Consiglio di Stato, lo Studio del CNN redatto in risposta a Cass. 16605/2010 e parte della dottrina. Dall'altro lato troviamo uno specifico principio di diritto espresso dalla Cassazione nel 2010, approvato da una compatta e costante giurisprudenza di legittimità e da un'ampia giurisprudenza di merito: vale la pena ricordare che si tratta della tesi espressa da Francesco Galgano e accolta dal giudice Renato Rordorf (parafrasando Enrico Cuccia ... *anche nel diritto le opinioni si pesano, non si contano*).

Pertanto il notaio oggi non si trova più di fronte a un problema tecnico di speciale difficoltà (v. art. 2236 c.c.), suscettibile di soluzioni differenti, come si poteva ritenere quindici anni or sono. L'applicazione delle disposizioni di legge non è immutabile e tra i due orientamenti, un tempo contrapposti, uno soltanto è emerso come prevalente: la responsabilità del notaio per i danni derivanti dall'errata pubblicità immobiliare è certa, in quanto la costante giurisprudenza di legittimità può essere agevolmente verificata compulsando un qualunque sito giuridico.

Se poi il notaio consapevolmente trascura Galgano e Rordorf, rifiuta di seguire la regola accolta dalla Cassazione e invoca la Circolare 218/T-1999 o lo Studio 90-2012/I del CNN, non più attuali, tiene una condotta piuttosto imprudente. E' indubbio che l'esecuzione della pubblicità immobiliare è rimessa esclusivamente al notaio dall'art. 2671 c.c. Quale obbligo derivante dall'esercizio della pubblica funzione il notaio non può certo limitarsi a seguire un documenti di prassi ancora accreditato presso le Conservatorie dei registri immobiliari.

Il voto della società di cartolarizzazione nel concordato fallimentare: *in claris non fit interpretatio* (?)

Nota a Cass., 8 febbraio 2025, n. 3220

SOMMARIO: 1. Introduzione: la vicenda processuale e la soluzione adottata dalla giurisprudenza di legittimità. – 2. Il voto nel concordato successivo: gli artt. 127 l. fall. e 243 CCII. 2.1 I soggetti legittimati al voto e le relative esclusioni – 2.2 La deroga in favore di banche e “altri intermediari finanziari” cessionari – 3. Una nozione plurima di intermediario finanziario – 4. La natura della SPV e dell’attività da essa esercitata. – 5. L’evoluzione del ruolo della SPV (anche nell’ambito delle procedure concorsuali) – 6. Il *servicer* dimenticato – 7. I possibili corollari dell’interpretazione offerta dalla Corte – 8. Conclusioni.

1. Introduzione: la vicenda processuale e la soluzione adottata dalla giurisprudenza di legittimità

Ai fini di una migliore comprensione della pronuncia qui in commento¹ e delle relative questioni giuridiche sottese, preliminarmente pare opportuno ricostruire, per quanto rilevante ai fini del presente contributo, la vicenda giudiziale dalla quale essa trae origine.

In particolare, nel contesto di una procedura fallimentare, il comune di San Giuliano Milanese presentava una proposta di concordato successivo², la quale prevedeva, tra le altre cose, il soddisfacimento parziale dei crediti chirografari; tra questi ultimi figuravano anche taluni crediti originariamente vantati da istituti bancari e, successivamente alla sentenza dichiarativa di fallimento, ceduti in blocco, ai sensi degli artt. 1 e 4 della l. 30 aprile 1999, n. 130 (d’ora in poi, la Legge sulla Cartolarizzazione), a due società di cartolarizzazione. Nonostante queste ultime, tramite il proprio *servicer*

¹ Cass., 8 febbraio 2025, n. 3220, in *Fall.*, 2025, 1307 ss. con nota di PEZZANO e PIZZI e in *Giur. it.*, 2025, 2331 ss. con nota di SABINO.

² M. RANIELI, *Prove di contendibilità nel concordato preventivo e fallimentare*, Milano, 2017, 32 ss. sottolinea come la riforma del diritto fallimentare del 2006, incentivando le iniziative di terzi estranei, abbia sostanzialmente aspirato a incrementare la contendibilità della massa attiva fallimentare.

e mandatario, avessero manifestato il proprio dissenso rispetto alla suddetta proposta concordataria³, con decreto del 29 marzo 2021, il giudice delegato approvava comunque la proposta concordataria non essendo pervenute «valide dichiarazioni di dissenso, non potendo ritenere tali i dissensi espressi dai cessionari o mandatari delle banche» ai sensi dell'art. 127, comma 7 l. fall. (oggi, art. 243, comma 7 d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14; d'ora in poi, CCII o Codice della Crisi). Tale disposizione normativa prevede infatti come «i trasferimenti di crediti avvenuti dopo la dichiarazione di fallimento non attribuisce[a]no diritto di voto, salvo che siano effettuati a favore di banche o altri intermediari finanziari».

In accoglimento del reclamo formulato da, *inter alia*, i veicoli di cartolarizzazione, la Corte d'Appello di Milano⁴ annullava il decreto di omologa del concordato fallimentare⁵, rimettendo gli atti al Tribunale di Lodi, sulla base di un'interpretazione estensiva del citato art. 127 l. fall. diametralmente opposta rispetto a quella offerta dal giudice di prime cure. La lettura della Corte d'Appello di Milano della disposizione in esame, valorizzando la *ratio* della norma, includeva infatti a pieno titolo anche i veicoli di cartolarizzazione tra i cessionari dei crediti acquisiti dopo la dichiarazione di fallimento (oggi, la sentenza che dichiara l'apertura della procedura di liquidazione giudiziale) legittimati all'esercizio del diritto di voto nell'ambito del concordato fallimentare (oggi, il concordato nella liquidazione giudiziale). Essa riteneva infatti che, in forza dell'art. 12 disp. prel. cod.

³ I veicoli di cartolarizzazione rappresentavano circa il 70% dei crediti chirografari inclusi nella terza classe. Unitamente ai voti contrari dell'unico creditore ipotecario appartenente alla prima classe e del principale creditore della seconda classe, non venivano così raggiunte le maggioranze richieste dall'art. 128, comma 1 l. fall. per l'approvazione della suddetta proposta concordataria.

⁴ Corte Mil. App. (decreto), 28 ottobre 2021, in *Fall.*, 2022, 673 ss. con nota di DIMUNDO.

⁵ Il decreto di omologa veniva pronunciato dal Tribunale di Lodi all'esito dell'opposizione ai sensi dell'art. 129 l. fall. presentata da parte dei veicoli di cartolarizzazione, nonché dell'unico creditore concorsuale ipotecario; essa veniva tuttavia rigettata dal Tribunale di Lodi che omologava la proposta concordataria del comune perché – per quanto qui di interesse – gli *special purpose vehicles* di cartolarizzazione non venivano ritenuti parificabili né alle banche, né agli “intermediari finanziari” in favore dei quali è prevista la deroga di cui all'ultimo comma dell'art. 127 l. fall.

civ., il significato da attribuire all'ultimo comma dell'art. 127 l. fall. andasse sì ricercato sulla base di un'interpretazione letterale, ma lo stesso dovesse essere vagliato alla luce di un criterio logico che tenesse sempre in debita considerazione l'intenzione del legislatore. Sul punto la Corte meneghina evidenziava altresì come il principio generale espresso dall'art. 127 l. fall. fosse l'attribuzione del diritto di voto ai creditori chirografari; rispetto a tale principio, pertanto, le relative limitazioni, tra cui anche l'esclusione dall'elettorato attivo dei cessionari che avevano acquistato i crediti dopo la dichiarazione di fallimento, presentavano portata derogatoria. Da ciò il collegio d'appello traeva la conclusione secondo la quale la mancata inclusione delle banche e degli intermediari finanziari in tale limitazione al diritto di voto costituisse un'eccezione alla deroga e non al principio generale, rendendo così «pienamente ammissibile un'interpretazione estensiva della stessa».

Con la pronuncia in commento e nell'accogliere i ricorsi presentati dal comune, quale ricorrente principale e dal Fallimento, in persona del suo curatore, quale ricorrente incidentale⁶, la Prima Sezione – dopo aver chiarito come il *thema decidendum* non concerna l'ammissibilità di un'interpretazione estensiva avente ad oggetto una norma eccezionale posto che si rivela più che sufficiente attribuire (la dovuta) pregnanza prioritaria al criterio letterale *ex art. 12 disp. prel. cod. civ.*⁷ – evidenzia come «*chiaro, univoco, e privo di ambiguità* appa[ia] l'ultimo periodo del comma 7 dell'art. 127 l. fall.». Quest'ultimo infatti – prosegue la

⁶ Il comune argomentava una violazione degli artt. 12 disp. prel. cod. civ. e 127 l. fall. per aver la Corte d'Appello di Milano acconsentito a un'interpretazione estensiva dei soggetti per i quali non opera il divieto di cui al comma 7 dell'art. 127 l. fall., includendo anche le (non espressamente menzionate) società di cartolarizzazione. In aggiunta a ciò, e con riferimento al medesimo profilo sostanziale, il Fallimento, quale ricorrente incidentale, lamentava invece un'inammissibile interpretazione analogica su una norma di carattere eccezionale priva di «alcuna ambiguità semantica».

⁷ La Corte si riferisce erroneamente all'art. 12 delle disposizioni attuative del codice civile.

Si segnala che Trib. Mil. (decreto), 5 agosto 2022, in www.ilcaso.it, pronunciato nel contesto di una fattispecie analoga a quella di cui si tratta, sindacava espressamente le motivazioni del citato decreto della Corte d'Appello di Milano 28 aprile 2021 e, diversamente dalla pronuncia in commento, esclude la legittimazione al voto in capo ai veicoli di cartolarizzazioni sulla base del disposto di cui all'art. 14 disp. prel. cod. civ., qualificando come eccezionale la previsione di cui all'ultima parte del comma 7 dell'art. 127 l. fall.

Corte – non può che riferirsi alla generale nozione tecnico-giuridica che «è ben chiara e scolpita» nell’art. 1, comma 2 lett. g) del d. lgs. 1° settembre 1993, n. 385 (d’ora in poi, TUB). In particolare, la Cassazione sottolinea come (a) il legislatore abbia piena contezza della “ontologica” diversità tra intermediario finanziario e società per la cartolarizzazione dei crediti ai sensi della Legge sulla Cartolarizzazione e (b) la mancata inclusione dei veicoli di cartolarizzazione tra i cessionari legittimati al voto, pur avendone avuto l’occasione a fronte delle molteplici modifiche normative *medio tempore* intervenute (anche alla luce dell’art. 243 CCII), costituisca un «segnale inequivocabile» della volontà di mantenere separato il trattamento tra le due categorie. A ciò la Corte aggiunge che – anche qualora si volesse analizzare la *mens legis* dell’ultimo comma dell’art. 127 l. fall. – si perverrebbe alla conclusione per cui la deroga in favore di banche e intermediari *ex art. 106 TUB* si regga sul presupposto secondo cui unicamente tali enti, essendo sottoposti a penetranti vincoli di vigilanza e controllo pubblico, siano idonei ad offrire adeguate garanzie di affidabilità e correttezza atte a prevenire voti pilotati e manovre puramente speculative, garanzie queste che, secondo la Corte, mancano nell’ipotesi delle società di cartolarizzazione⁸.

2. Il voto nel concordato successivo: gli artt. 127 l. fall. e 243 CCII

2.1 I soggetti legittimati al voto e le relative esclusioni

La questione dirimente nella pronuncia in oggetto concerne l’interpretazione dell’art. 127, ultimo comma l. fall., quale norma applicabile *ratione temporis* alla fattispecie concreta, in tema di legittimazione al voto nel contesto del concordato fallimentare e, in particolare, la possibilità di includere tra gli “altri intermediari finanziari” legittimati al voto anche i veicoli di cartolarizzazione. Si precisa sin da ora come tale disposizione normativa sia stata trasfusa, senza alcuna modifica sostanziale, nell’art. 243 del Codice della Crisi e, pertanto, la medesima questione interpretativa sarebbe destinata a

⁸ Sebbene la questione dirimente concernesse l’applicabilità o meno del principio della *consecutio* tra procedure (nel caso di specie, amministrazione straordinaria e fallimento), le conclusioni cui giunge la Corte nella pronuncia in commento sono state recentemente fatte proprie anche da Trib. Bari (decreto), 9 febbraio 2026, disponibile in www.ristrutturazioniaziedali.ilcaso.it.

riproporsi anche nell'ambito di un concordato endoliquidatorio, nell'ipotesi di voto espresso da una società di cartolarizzazione cessionaria di crediti dopo la sentenza che ha dichiarato l'apertura della liquidazione giudiziale.

Come noto, il concordato successivo rientra nella più ampia categoria dei c.d. concordati concorsuali⁹ e, nel suo essere intriso di elementi (anche) negoziali¹⁰, si mostra finalizzato a regolare,

⁹ Per un tentativo di categorizzazione, si vedano, tra gli altri, P. SANDULLI, *Concordato fallimentare. Chiusura del fallimento e suoi effetti*, in *Trattato delle procedure concorsuali*, III, L. GHIA, C. PICCININNI e F. SEVERINI (a cura di), Torino, 2011, XV ss., A. BASSI, *Il concordato fallimentare*, in *Trattato di diritto fallimentare*, V. BUONOCORE e A. BASSI (a cura di), Padova, 2011, 573 ss., G. REALI, *Il concordato fallimentare*, in *Diritto delle procedure concorsuali*, G. TRISORIO LIUZZI (a cura di), Milano, 2013, 350, F.S. FILOCAMO, *La proposta di concordato fallimentare*, in *Fallimento e concordato fallimentare*, A. JORIO (a cura di), Milano, 2016, 2433, G. BUCCARELLA, *Il concordato fallimentare, coattivo e straordinario*, Milano, 2016, 16 ss., F. DI MARZIO, *Le soluzioni concordate della crisi d'impresa*, in *Le nuove procedure concorsuali*, S. AMBROSINI (a cura di), Bologna, 2008, 471 ss., ID., *Il diritto negoziale della crisi d'impresa*, Milano, 2011, 68 ss. e ID., *Diritto dell'insolvenza*, Milano, 2023, 613 ss., e S. PACCHI, *La liquidazione giudiziale*, in *Diritto della crisi e dell'insolvenza*, S. PACCHI e S. AMBROSINI (a cura di), Bologna, 2025, 347 ss.

¹⁰ Come noto, sia in dottrina che in giurisprudenza, si sono a lungo contrapposte due opposte tesi relativamente alla natura giuridica del concordato fallimentare: (i) una prima tesi c.d. contrattualistica, che dipinge il concordato quale contratto con effetti costitutivi sottoposti alla *condicio iuris* del provvedimento giurisdizionale di omologazione che non è volto «ad integrare la volontà dei creditori con una autonoma valutazione sul merito della proposta, ma solo a verificare la regolarità del procedimento e quindi ad attribuire alla volontà della maggioranza dei creditori concorrenti manifestatasi nelle forme previste valore rappresentativo della volontà di tutti i creditori concorsuali [...]» (Cass., 10 febbraio 2011, n. 3274, in *Fall.*, 2011, 403 ss. con nota di NISIVOCIA, in *Foro it.*, 2011, I, 2095 con nota di PERRINO e in *Giust. civ.*, 2012, I, 516 con nota di PENTA); e (ii) una tesi pubblicistica o processualistica che invece valorizza il provvedimento giudiziale di omologazione quale fonte esclusiva degli effetti concordatari posto che l'accordo tra le parti ne costituisce unicamente un presupposto i cui effetti sono in esso trasfusi e assorbiti.

Sul punto, si condivide quanto rappresentato da F. DI MARZIO, *Il diritto negoziale della crisi d'impresa*, cit., 71, il quale solleva rilievi critici in merito all'inclusione di fallimento e concordati (sia preventivi che fallimentari) nello stesso insieme delle procedure concorsuali, evidenziando – per quanto qui di interesse – che «se le diverse finalità di fallimento e concordati possono nei casi concreti parzialmente sovrapporsi o perfino identificarsi in una complessiva finalità unitaria, sostanziata dalla 'liquidazione', resta fermo che mentre la *dimensione liquidatoria* e la finalità soddisfattiva integrano l'essenza del fallimento, invece l'essenza delle soluzioni

raccogliendo il consenso del ceto creditorio, le modalità di componimento del dissesto economico del fallito; inoltre, come evidenziato dalla stessa Cassazione in altra pronuncia, pur non vedendo quale suo scopo immediato il recupero dell'impresa, ben può perseguire finalità conservative in quanto «nel favorire la riallocazione dei fattori produttivi, consent[e] al tempo stesso di salvaguardare l'unità dell'azienda, trasferendola nelle mani di chi sia in grado di gestirla utilmente»¹¹. In tal senso, esso può rappresentare uno strumento di valida attrazione per gli investitori posto che auspicabilmente mira a far coesistere gli interessi dei creditori e gli interessi pubblicistici economici e sociali propri della procedura nella quale affonda le proprie radici, ricercando un punto di equilibrio che possa auspicabilmente andare anche oltre la mera disgregazione dell'apparato produttivo¹².

Nell'ambito di tale procedura concordataria, *a fortiori* qualora se ne voglia sottolineare l'impronta contrattuale e il valore negoziale della proposta di *pactum concordiae*, assume un ruolo decisivo il voto dei creditori. Infatti, mentre nell'impianto originario della Legge Fallimentare sulla volontà dei creditori incombeva in modo

concordatarie si coglie nella *scelta di autonomia negoziale* che le stabilisce» e che il fine perseguito dai concordati viene raggiunto attraverso un «mezzo qualificante di matrice negoziale».

¹¹ Cass., 10 febbraio 2011, n. 3274, cit. Relegano invece il concordato successivo, anche dopo l'entrata in vigore del Codice della Crisi, a una mera forma di estinzione della procedura di liquidazione giudiziale replicante lo scopo principale di quest'ultima (*i.e.* la liquidazione del patrimonio a soddisfacimento delle pretese creditorie), S. SANZO e M.A. DI GIOIA, *Il concordato nella liquidazione giudiziale*, in *Il nuovo codice della crisi dopo il Correttivo ter*, S. SANZO e D. BURRONI (a cura di), Bologna, 2024, 723 e G. BUCCARELLA, *Il concordato nel corso della liquidazione giudiziale*, in *Crisi e insolvenza dopo il Correttivo-ter*, M. IRRERA e S.A. CERRATO (diretto da), Bologna, 2024, 2572.

¹² Indicativa sul punto è la sentenza Cass., Sez. Un., 18 maggio 2009, n. 11396, in *Corr. giur.*, 2009, 1006 ss. con nota di LO CASCIO, in *Fall.*, 2009, 1392 ss. con nota di PATTI e in *Giur. comm.*, 2010, II, 475 ss. con nota di SPIOTTA che, con riferimento al concordato preventivo, ma con argomentazioni estensibili anche al concordato fallimentare, ha ribadito la necessità di un «approccio maggiormente eclettico» all'istituto che tenga conto di come i concordati siano «saldamente radic[at]i nel diritto dei privati, derivando da un atto di innegabile natura negoziale, ma [possano] anche risultare idone[i] a riflettersi su una gamma più vasta e diffusa di interessi per ciò stesso colorandosi di quelle connotazioni almeno vagamente pubblicistiche, che danno ragione della [loro] collocazione in un ambito procedimentale giudiziariamente controllato».

soverchiante un pervasivo controllo giudiziale, con la conseguenza che il raggiungimento della maggioranza non assicurava affatto l'omologazione a fronte di un possibile rifiuto del tribunale, le riforme del 2005-2007 hanno relegato un controllo giudiziale pervasivo unicamente alle ipotesi patologiche e auspicabilmente marginali delle opposizioni, affidando così il perseguimento della «pace sociale»¹³ direttamente ai creditori con l'espressione del loro voto.

In tale contesto, diviene dunque fondamentale l'individuazione dei soggetti legittimati a esprimerlo a cui è dedicato l'art. 127 l. fall. Al riguardo e per quanto qui di interesse, la norma in esame si apre, al proprio primo comma, disponendo in via generale che, qualora la proposta concordataria sia presentata prima che lo stato passivo venga reso esecutivo, abbiano diritto al voto tutti i creditori che risultano dall'elenco provvisorio predisposto dal curatore e approvato dal giudice delegato; nelle altre ipotesi, invece, hanno diritto di voto tutti i creditori indicati nello stato passivo reso esecutivo ai sensi dell'articolo 97 l. fall. Tale legittimazione si fonda sul presupposto secondo cui tutti coloro che non sono destinati a vedere integralmente soddisfatte le proprie pretese debbono poter incidere sulla formazione della volontà del ceto creditorio, posto che, a valle dell'omologa, il concordato diviene obbligatorio per tutti i creditori anteriori all'apertura del fallimento¹⁴. Il

¹³ Così si esprime M. FABIANI, *Dalla votazione al voto nel concordato fallimentare*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 572 secondo cui «dal momento che i creditori, suddivisi o no che siano in più classi, si esprimono prima col voto e solo dopo, con l'opposizione, è evidente qual è, oggi, l'importanza del voto di ciascun creditore».

¹⁴ Rimane in ogni caso controverso che cosa si intenda per “falcidia concordataria” e, in particolare, se la stessa sia da intendersi sotto un profilo meramente quantitativo oppure rilevi anche sotto il profilo qualitativo (*i.e.* pagamento integrale, ma con mezzi diversi dal denaro) o, ancora, se il credito possa dirsi falcidiato (nell'ipotesi di creditori privilegiati) qualora lo stesso sia soddisfatto con dilazione. Su quest'ultimo profilo, con specifico riguardo al concordato fallimentare, ha espressamente preso posizione la Cassazione (Cass., 31 ottobre 2016, n. 22045, in *Fall.*, 2017, 19 con nota di SPIOTTA) secondo la quale, pur a fronte della corresponsione di interessi, «[...] il pagamento con tempistica superiore a quella imposta dai tempi tecnici della procedura è da considerare equivalente a una soddisfazione non integrale in ragione della perdita economica conseguente al ritardo, rispetto ai tempi normali, con il quale i creditori conseguono la disponibilità delle somme loro spettanti». Con riferimento al quesito circa l'ammissione al voto dei creditori chirografari nell'ipotesi di integrale soddisfacimento della pretesa creditoria, per la tesi positiva si veda G. MINUTOLI, sub *Art. 127*, in *La legge fallimentare*, M. FERRO (a cura di), Padova, 2014, 1777, mentre

diritto di voto, dunque, non è altro che un contrappeso al sacrificio economico rappresentato dal mancato soddisfacimento integrale della pretesa creditoria e all'alea connessa all'adempimento del piano concordatario.

Tale principio generale viene derogato nei commi 5, 6 e 7, ove viene prevista una serie di esclusioni *ad hoc* finalizzate ad evitare che soggetti, in probabile conflitto di interesse¹⁵, influiscano sulla sorte della proposta concordataria attraverso votazioni suggerite da considerazioni «diverse da un esame spontaneo ed obiettivo di legittimità e convenienza»¹⁶. Non solo, con previsione di carattere generale introdotta dal CCII ed espressione della buona fede e correttezza, quali principi immanenti espressi (anche) dal diritto della crisi¹⁷, si escludono dal voto e dal computo delle maggioranze anche “i creditori in conflitto di interessi”. Viene così recepito l'orientamento giurisprudenziale di legittimità a Sezioni Unite¹⁸ che, pur in mancanza

per la – più condivisibile – tesi negativa, si veda L. STANGHELLINI, sub *Art. 124*, in *Il nuovo diritto fallimentare*, A. JORIO (diretto da), Bologna, 2007, 1924.

¹⁵ Salvo che siano inseriti in apposita classe, nel qual caso, potendosi ritenere sterilizzato il conflitto di interessi tramite i meccanismi di votazione tipici del concordato, vedono riespandersi il proprio diritto di voto. Sul punto, anche al fine di un raffronto circa la gestione del conflitto di interessi nel diritto societario e nel diritto della crisi, si veda A. ABU AWWAD, *Il conflitto di interessi dei creditori fra classamento e sterilizzazione del diritto di voto nel concordato preventivo*, in *Società e soci nel codice della crisi d'impresa*, F. LAMANNA (a cura di), Milano, 2025, 355 ss.

¹⁶ P. RONCOLETTA, sub *Art. 127*, in *Codice del fallimento*, P. PAJARDI (fondato da) e M. BOCCHIOLA e A. PALUCHOWSKI (a cura di), Milano, 2013, 1457. Si veda anche G. IVONE, *La disciplina del voto nel concordato. L'approvazione del concordato fallimentare*, in *op. cit.*, L. GHIA, C. PICCININNI e F. SEVERINI (a cura di), 111 ss.

¹⁷ Si veda, di recente, G. D'ATTORRE, *I doveri delle parti nel diritto della crisi*, in *Dir. fall.*, 2025, 822 ss.

In considerazione del fatto che il principio di buona fede e correttezza rappresenta «principio immanente nell'ordinamento» (Cass., 23 giugno 2011, n. 13818, in *Giur. it.*, 2012, 81 con nota di TEDOLDI), la questione del concordato in abuso di diritto si è posta anche nell'ipotesi di proposte di concordato fallimentare di comodo (a titolo esemplificativo, si veda Trib. Napoli, 22 ottobre 2008, in *Fall.*, 2009, 458 con nota di COSTANZA).

¹⁸ Cass., Sez. Un., 28 giugno 2018, n. 17186, in *Fall.*, 2018, 960 con nota di D'ATTORRE, in *Giur. it.*, 2018, 2411 con nota di SPIOTTA, in *Dir. fall.*, 2019, 528 con nota di PELLEGGATTA e in *Giur. comm.*, 2019, II, 307 con nota di D'ATTORRE.

di un'espressa previsione normativa, aveva ritenuto ben giustificata (*rectius*, imposta), anche nei concordati, una disciplina del conflitto di interessi generale¹⁹ al fine di cercare di prevenire, o comunque minimizzare, il rischio di mercimonio di voti, di formazione di maggioranze precostituite e di manovre speculative.

In particolare, per quanto qui di interesse, all'ultimo comma – che, come anticipato, è rimasto sostanzialmente immutato nel Codice della Crisi – il legislatore esclude dal novero dei soggetti ammessi al voto anche coloro che si sono resi cessionari di crediti dopo la dichiarazione di fallimento in ragione del sospetto della loro non imparzialità. La legge, dunque, ritiene presuntivamente esistente un conflitto di interessi in capo ai creditori cessionari, i quali potrebbero infatti aver voluto acquistare posizioni creditorie per interessi contingenti rispetto a quelli del debitore, collidenti con quelli della massa concorsuale, e dunque, necessariamente recessivi.

2.2 *La deroga in favore di banche e "altri intermediari finanziari" cessionari*

Tale ultimo divieto vede una rilevante eccezione – introdotta dalla riforma del diritto fallimentare del 2006 – in relazione alle cessioni in

Conferma tale orientamento anche Cass., 8 febbraio 2021, n. 2948, in *Fall.*, 2022, 85 con nota di COLNAGHI.

¹⁹ Sull'individuazione dei conflitti di interessi nei concordati durante la vigenza della Legge Fallimentare, si vedano, *ex multis*, R. SACCHI, *Il conflitto di interessi dei creditori nel concordato*, in *Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, 3, M. CAMPOBASSO, V. CARIELLO, V. DI CATALDO, F. GUERRERA e A. SCIARRONE ALIBRANDI (diretto da), Torino, 2014, 3136 e G. D'ATTORRE, *Il voto nei concordati ed il conflitto d'interessi fra creditori*, in *Fall.*, 2012, 757 e G. NUZZO, *L'abuso del diritto di voto nel concordato preventivo. Interessi protetti e regola di correttezza*, Roma, 2018, 11 ss.

Con riferimento al Codice della Crisi, si veda R. BROGI, *Il conflitto di interessi nel Codice della crisi*, in *Fall.*, 2023, 599 e ss. Si evidenzia, in ogni caso, la difficoltà di individuare univocamente quale sia l'interesse riconducibile alla massa dei creditori quasi a voler pretendere, forse troppo ambiziosamente, la sussistenza del medesimo interesse e delle medesime esigenze in capo a tutti (o la maggioranza de?) i creditori. In relazione al tentativo di individuare quali siano le situazioni di conflitto di interessi (anche mediante un collegamento con il disposto di cui all'art. 339 CCII e alla fattispecie del delitto di mercato di voto ivi tipizzata) e quali siano le posizioni e gli interessi rispetto ai quali verificare la sussistenza di un conflitto, si veda A. JORIO e M. SPIOTTA, *I concordati dopo il Correttivo*, Bologna, 2025, 1255.

favore di “banche o altri intermediari finanziari”²⁰. La motivazione sottostante a una simile deroga pare potersi segnatamente ricondurre alla «particolare considerazione legislativa di cui godono le istituzioni finanziarie per il ruolo incisivo che possono svolgere nelle soluzioni concordate dell’insolvenza»²¹ e all’intenzione del legislatore di stimolare il mondo finanziario a una sua partecipazione a soluzioni negoziali della crisi d’impresa e non ostacolare così il mercato dei crediti qualificati come sofferenze. Il *favor* legislativo verso banche e intermediari finanziari nella partecipazione alle procedure concorsuali si giustifica dunque in chiave funzionale: essi sono operatori specializzati nella gestione e circolazione dei crediti deteriorati, risultando dotati di quelle competenze, strutture e capacità che ne consentono una proficua (per il sistema economico) gerenza e una efficiente riallocazione del relativo rischio. In questa prospettiva, il legislatore è indotto a facilitarne l’operatività poiché il corretto funzionamento del mercato dei *non performing loans* richiede la presenza di soggetti professionali in grado di assorbire, valutare e gestire tali posizioni, con ricadute positive sull’efficienza delle procedure, sulla liquidità delle masse e, in ultima analisi, sul mercato stesso. Si precisa sin da ora, tuttavia, come tale *favor* non paia poter essere interpretato, mancandone i fondamenti normativi, come un’ingenua assunzione da parte del legislatore, tutta da dimostrare, di una costante e univoca direzionalità delle banche e degli altri intermediari finanziari di cui all’Albo Unico – anche nel contesto dell’espressione del proprio voto nel concordato – verso il perseguimento di interessi pubblicistici (v. anche *infra*). Del resto,

²⁰ Si discute comunque se la deroga in favore di banche e intermediari finanziari debba essere limitata esclusivamente ai trasferimenti di crediti da parte di soggetti legittimati al voto oppure se invece la qualifica soggettiva del cessionario sia in grado di purgare il difetto di titolarità del voto in capo al cedente (in questa direzione, G. DI CECCO, sub *Art. 127*, in *La legge fallimentare dopo la riforma*, A. NIGRO, M. SANDULLI e V. SANTORO (a cura di), Torino, 2010, 1751).

²¹ M. DI LAURO, *Il nuovo concordato fallimentare*, Padova, 2011, 141.

Relativamente alle progressive modifiche apportate dal legislatore al concordato fallimentare, con riferimento alla formulazione dell’ultimo comma dell’art. 127, in dottrina si evidenzia come «questa norma esprim[a] forse meglio di qualunque altra il grande peso che ha esercitato il sistema bancario nella riforma del diritto fallimentare» (S. PACCHI, *Il concordato fallimentare. La disciplina nel nuovo diritto concorsuale: da mezzo di cessazione del fallimento a strumento d’investimento*, Milano, 2008, 123).

questa forma di incentivo legislativo alla partecipazione di tali soggetti in soluzioni concordate della crisi non assume, quale proprio presupposto, che nel loro comportamento vi sia o vi debba necessariamente essere un interesse pubblicistico, il quale resterebbe, in ogni caso, inesorabilmente mediato da un (prioritario) scopo lucrativo.

In aggiunta a quanto sopra – ancorché le variabili soggettive che dovrebbero connotare “banche e intermediari finanziari” paiono meno dirimenti, rispetto alla motivazione che precede, nel giustificare la deroga di cui all’ultimo comma dell’art. 127 l. fall. – l’introduzione di detta eccezione risulterebbe altresì motivata dal fatto che per essi non dovrebbe operare, quantomeno in astratto (v. *infra*), la presunzione di conflitto di interessi²², poiché la loro qualifica di operatori professionali specializzati nel mercato dei crediti e, nel caso di specie, delle sofferenze, nonché lo scopo dell’attività di gestione di crediti da essi svolta dovrebbero indurre a ritenere *ex ante* remoto il rischio di incetta di voti. Nell’ottica del legislatore, infatti, gli stessi sono dotati di una professionalità tale da renderli estranei a forme di accaparramento di voto e quindi in grado di preservare la genuinità dello stesso. Del resto, sarebbe risultato eccessivamente e ingiustamente penalizzante

²² Pur condividendo le asserzioni motivate del Sostituto Procuratore Generale e gli esiti cui quest’ultimo giunge, non pare corretta la qualificazione giuridica della *ratio* a fondamento della deroga in oggetto operata nelle conclusioni motivate del P.M. secondo cui la stessa si poggerebbe sulla «presunzione assoluta di mancanza di conflitto di interessi». Infatti, alla luce delle evoluzioni giurisprudenziali (v. *infra*) e le modifiche apportate dal CCII, sembra piuttosto che debba essere qualificata come presunzione relativa.

Tale presunzione di conflitto di interessi è stata, forse impropriamente, qualificata quale “presunzione assoluta di simulazione” da A. PETTERUTI, sub *Art. 243*, in *Commentario al codice della crisi di impresa e dell’insolvenza*, A. CAIAFA (a cura di), Napoli, 2024, 1698. Il richiamo alla simulazione in un simile contesto non pare del tutto conferente in quanto quest’ultima – nella tradizionale ricostruzione dottrinale – costituisce una doppia manifestazione di intenti negoziali che perfeziona una divergenza bilaterale e consapevole tra volontà e dichiarazione (F. ANELLI, *Simulazione e interposizioni*, in *Trattato del contratto – Effetti*, V. ROPPO (diretto da) e M. COSTANZA (a cura di), Milano, 2023, 595). Non si vede come le *rationes* delle esclusioni dal voto di cui all’art. 127 l. fall. possano riferirsi a ipotesi di “voti simulati” in cui il creditore esprimerebbe parere favorevole (o, a seconda del caso, contrario) quando in realtà la volontà “sommersa” sarebbe invece stata rappresentata dal voto negativo alla proposta concordataria.

escludere dalla possibilità di esprimere il proprio voto le imprese che svolgono professionalmente, *inter alia*, l'attività di gestione di crediti²³.

Al riguardo, giova comunque ricordare come tale deroga non abbia incontrato il favore unanime nella dottrina, parte della quale ha evidenziato come tale eccezione ponga comunque delicati problemi in punto di conflitti di interessi con la conseguente necessità che, anche nell'ipotesi di cessione di crediti a banche e intermediari finanziari, gli organi della procedura prestino particolare attenzione all'interesse della collettività dei creditori²⁴, nonché renda possibili operazioni speculative da parte di tali soggetti, essendo questi ultimi «vocati quasi naturalmente a ciò»²⁵. Tuttavia, sotto quest'ultimo profilo, si osserva, da un lato, come sia alquanto *naïve* immaginare che l'intervento di banche e intermediari finanziari in concordati endoliquidatori avvenga per finalità *lato sensu* “sociali” e dall'altro come, oltre a trattarsi di una (non condivisibile) valutazione etica che mescola correttezza e probità, tale asserzione finisce per sovrapporre – aprioristicamente e impropriamente – lucro o altro vantaggio economico, da un lato, e speculazione, dall'altro.

La *suesposta ratio* della deroga in favore di banche e intermediari finanziari è fatta propria anche dalla pronuncia in commento che infatti – al fine di suffragare la necessità di attenersi a un'interpretazione restrittiva strettamente aderente al tenore letterale dell'art. 127 l. fall. e negare la possibilità di scandagliarne possibili diverse letture – sottolinea come l'ultimo comma della disposizione in esame renda

²³ S. SANZO, *Il voto nel concordato fallimentare*, in *Il concordato fallimentare*, P.G. DEMARCHI (a cura di), Torino, 2008, 165.

²⁴ Ricordano tale necessità L. GUGLIELMUCCI, sub *Art. 127 e Art. 128*, in *Codice commentato del fallimento*, G. LO CASCIO (diretto da), Milano, 2013, 1651 e D. CAPEZZERA, sub *Art. 243*, in *Codice della Crisi d'impresa e dell'insolvenza*, F. DI MARZIO (diretto da), Milano, 2022, 1219. Sul punto si veda anche E. FRASCAROLI SANTI, *Il concordato fallimentare*, in *Le riforme della legge fallimentare*, A. DIDONE (a cura di), Torino, 2009, 1351 ss.

²⁵ L'espressione è di A. PEZZANO e M. RATTI, sub *Art. 243*, in *Onelegale*. Con riferimento alla fattispecie della proposta del cessionario dei crediti concorrente rispetto alle proposte presentate da altri soggetti legittimati, assunta quale prototipo di “manovra speculativa” da parte di tali A., non può che rilevarsi come le preoccupazioni di “manovre speculative” possano ritenersi già sopite dalla più generale fattispecie (prima rimessa al formante giurisprudenziale, oggi tipizzata dal legislatore del Codice della Crisi) del conflitto di interessi.

evidente la volontà del legislatore di rendere protagonista «il sistema bancario e finanziario controllato» (*rectius* vigilato) «nella gestione negoziale dell'insolvenza sul presupposto che tali operatori economici, essendo [...] sottoposti a penetranti vincoli di vigilanza e controllo pubblico, offrono adeguate garanzie di affidabilità e correttezza idonee a sterilizzare o quanto meno contenere il rischio di manovre speculative e fraudolente sui voti». Resta tuttavia completamente nella penna della Cassazione l'esplicitazione del nesso causale tra le caratteristiche soggettive di affidabilità e correttezza a fondamento dell'eccezione di cui all'ultimo comma dell'art. 127 l. fall. e le condizioni per l'iscrizione all'Albo Unico ai sensi dell'art. 107 TUB che risultano invece tradizionalmente finalizzate ad assicurare la stabilità dei mercati e la trasparenza dei servizi finanziari resi; in altri termini, rimane omessa l'indicazione delle ragioni per le quali unicamente (e solo) quei requisiti – dei quali la Cassazione si limita ad effettuare una carrellata – riescano (o, auspicabilmente, dovrebbero riuscire) a garantire le variabili soggettive che hanno indotto il legislatore a consentire alle banche e “gli altri intermediari finanziari” cessionari di crediti dopo la sentenza di fallimento di esprimere il proprio voto nel concordato successivo²⁶. In particolare, non pare sia dirimente al fine di suffragare la *ratio* della deroga di cui si discorre, così come ricostruita dalla Cassazione, il richiamo del requisito patrimoniale di cui alla lettera b) del primo comma dell'art. 107 TUB se raffrontato con il caso in esame della SPV e la loro tipica *thin capitalization*. Quest'ultima infatti – lungi dall'essere sintomatica di una autonomia decisionale deficitaria oppure dall'essere un agevole escamotage volto ad opacizzare il mercato – non è altro che un naturale corollario dell'*asset segregation*, quale effetto che consegue *ex lege* alla pubblicazione in Gazzetta Ufficiale dell'intervenuta cessione, e della sussistenza di un rischio remoto di insolvenza anche in ragione delle tipiche clausole di *limited recourse* e

²⁶ Certamente il richiamo operato dalla Corte ai requisiti di cui all'art. 107, comma 1 lettere d) ed e) TUB, nonché agli artt. 108 e 110 TUB evidenziano l'intenzione del legislatore di “garantire e rafforzare la stabilità dei mercati” e di assicurare la “trasparenza dei servizi bancari e finanziari”. Non pare, tuttavia, che tali scopi siano sovrapposti o quantomeno necessariamente contigui alla *ratio* di cui all'art. 127, ultimo comma l. fall.

non petition che connotano la contrattualistica dell'operazione di cartolarizzazione²⁷.

Sembra invece mancare, nella pronuncia in commento, il tentativo di scandagliare più approfonditamente la *ratio* della disposizione in esame e il relativo *favor* per banche e intermediari finanziari *ex art. 106 TUB* che avrebbe forse potuto meglio suffragare l'interpretazione restrittiva, ancorché non condivisibile, di "altri intermediari finanziari" escludente i veicoli di cartolarizzazione offerta dalla Corte. Infatti, pare opportuno rilevare come, secondo il prisma della dottrina della teoria economica, sia da tempo stata evidenziata la sovente presenza in capo alle banche di un incentivo economico all'instaurazione di una relazione di lungo periodo con l'impresa finanziata dimodoché, per quanto qui di interesse, la loro stessa partecipazione alle procedure concorsuali (nel caso di specie, il concordato successivo) non risulti giustificata (soltanto) dalla volontà di agevolare il superamento della singola crisi in sé e per sé considerata, recuperando così tutto o parte del proprio credito, bensì anche (o forse soprattutto) dall'interesse a che la relazione tra soggetto finanziato e soggetto finanziatore possa auspicabilmente trascendere la singola operazione concorsuale, proiettandosi sul lungo termine. Nel modello che è stato infatti definito "*relationship-based financing*" e che si rivela «*more typical of, but not unique to, banks*»²⁸, a queste ultime vengono così assicurati "un ritorno

²⁷ G. RUMI, *Securitisation in Italia. La legge n. 130/1999 sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 440 e R. QUADRI, *La destinazione patrimoniale in materia di cartolarizzazione: le nuove disposizioni introdotte dal D.L. 30 dicembre 2019, n. 162 (convertito con L. 28 febbraio 2020, n. 8)*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 325. Con riferimento alla mancanza di capitalizzazione minima nel modello anglosassone di SPV, si veda C. RUCELLAI, *I problemi legati allo sviluppo della Securitization in Italia*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 120.

Anche altri Autori (C. MARASCO e D. ROSSANO, *Le società per la cartolarizzazione*, in *Trattato delle Società*, IV, V. DONATIVI (a cura di), Torino, 2022, 1047) evidenziano come la SPV, non essendo esposta ad un autentico rischio di impresa, non sia tenuta a realizzare una capitalizzazione adeguata «all'esercizio dell'attività di credito, come invece previsto dall'art. 106, comma 3 lett. c) per gli altri intermediari finanziari» (enfasi aggiunta), dando per assunto la riconducibilità della SPV alla medesima macrocategoria.

²⁸ Si veda R. RAJAN e L. ZINGALES, *Banks and Markets: The Changing Character of European Finance*, marzo 2003 disponibile al seguente indirizzo <https://ssrn.com/abstract=391131>. Tale modello viene invece contrapposto dagli A.,

del soggetto finanziato” e una qualche «*form of power of the firm being financed*», la quale sarà poi destinata, con forte probabilità, a tornare a rivolgersi alla banca al fine di implementare nuove operazioni di finanziamento. Il medesimo modello, invece, non pare ricorrere nell’ipotesi dei veicoli di cartolarizzazione che – salve le ipotesi di c.d. *swap-to-equity* di cui all’art. 7.1 della Legge sulla Cartolarizzazione (su cui *infra*) – sembrano piuttosto orientati ad una forma di *short-termism* perseguendo un mero obiettivo di recupero del credito cartolarizzato e senza che su di essi – forse diversamente dalla situazione in cui versano le banche – possa dirsi sussistente alcuna forma di obbligazione fiduciaria nei confronti della clientela²⁹.

3. Una nozione plurima di intermediario finanziario

È indubbio che, riprendendo le parole della Corte, il legislatore sia ben conscio della “diversità” tra intermediario finanziario iscritto all’Albo Unico *ex art.* 106 TUB e società di cartolarizzazione³⁰; meno persuasivo appare, invece, predicarne il suo carattere “ontologico”. È ben vero che è proprio su tale (asserita) diversità di natura che la Corte fonda la propria interpretazione restrittiva; nondimeno, posto che, come si dirà (v. *infra*), le definizioni legislative si rivelano puramente nominali e non reali, prive di qualsivoglia implicazione ontologica, la distanza tra le due categorie pare doversi apprezzare in termini funzionali e graduati, piuttosto che quale radicale alterità di essenza. Pertanto, al fine di escludere radicalmente soggetti “altri” rispetto agli

che ne descrivono le linee evolutive e gli impatti che sortisce sul prestatore, al c.d. “*arm’s-length financing*”.

²⁹ Al riguardo, con motivazioni estensibili anche al rapporto banca-cliente e alla relativa relazione fiduciaria, si veda G. VISENTINI, *La disciplina del conflitto d’interessi nel mercato mobiliare*, in *Nuova giur. comm.*, 2002, 456 ss.

³⁰ Si vedano, a titolo esemplificativo, l’art. 1 della Legge sulla Cartolarizzazione relativamente alla possibilità per la SPV di concedere finanziamenti a soggetti individuati da banche o intermediari “propriamente detti” e l’art. 2 che richiede, obbligatoriamente, la nomina di un soggetto cui affidare l’attività di riscossione dei crediti tra le banche e gli intermediari finanziari iscritti ai sensi dell’art. 106 TUB. Non è invece chiaro il richiamo, nella pronuncia in commento, dell’art. 7 della Legge sulla Cartolarizzazione posto che da esso non si desume alcun confronto comparativo tra le due categorie di entità. Presumibilmente il riferimento va inteso all’art. 7.1 della Legge sulla Cartolarizzazione.

intermediari finanziari propriamente detti dal novero dei creditori ammessi al voto, si rende necessario appurare se l'interpretazione accolta dalla Cassazione sia effettivamente il solo e unico senso «fatto palese dal significato proprio dalle parole secondo la connessione di esse» (art. 12 disp. prel. cod. civ.).

Al riguardo, si rileva come il legislatore non abbia dettato definizioni asseritamente universali di attività e intermediario “finanziari”³¹ – nozioni, che, invece, risultano difficilmente perimetrabili con esattezza *ex ante* senza riferirsi alle diverse finalità dei *corpora* normativi in cui le stesse sono impiegate – e come, per converso, abbia adottato una pluralità di qualificazioni giuridiche, accogliendo in più occasioni concetti più ampi dei soli soggetti iscritti all'Albo Unico³². Del resto,

³¹ Di diverso avviso M. CERA, *Gli intermediari finanziari nel testo unico in materia bancaria*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 214 secondo cui, a valle della promulgazione del TUB, l'espressione “intermediazione finanziaria” non potrà che essere riferita unicamente a quella «particolare e appunto tipica attività definita nell'art. 106 del t.u.», senza poter più includere genericamente tutte le varie «specie di attività svolte nei comparti del credito, delle assicurazioni, del mercato mobiliare e dei servizi finanziari». Tuttavia, lo stesso A. precisa che «i confini fra l'una e le altre attività continueranno per certi versi a restare incerti e non tutte le attività economicamente considerate come finanziarie rientreranno nella nozione giuridica desumibile dall'art. 106 citato».

Più condivisibilmente, U. BELVISO, *Gli “intermediari finanziari” (tra storia e nomenclatura)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 165 ss. evidenzia come il problema definitorio concernente il concetto giuridico di intermediario finanziario «nascond[a] le difficoltà di comprensione della nozione stessa».

³² Del resto in taluni contesti lo stesso legislatore ha ritenuto opportuno precisare il riferimento esplicito all'art. 106 TUB: precisazione che si rivelerebbe superflua qualora effettivamente «chiaro, univoco, e privo di ambiguità» fosse il riferimento “altri intermediari finanziari” *ex art.* 127 l. fall. alla definizione di cui all'art. 1, comma 2 lett. g) TUB. A titolo esemplificativo si veda, in primis, la Legge sulla Cartolarizzazione come evidenziato nella nt. 30. Nello stesso CCII, si veda l'art. 25-*decies*. In tale *corpus* normativo, tuttavia, vi sono anche ipotesi (come, ad esempio, gli artt. 16, comma 5, 18, comma 5-*bis* e 61, comma 5 CCII) nelle quali il legislatore, a fianco di banche e intermediari finanziari, ha introdotto, con il d.lgs. 13 settembre 2024, n. 136, anche i cessionari dei crediti. Tali modifiche potrebbero essere lette come espressione della volontà del legislatore di tenere distinto il trattamento degli “intermediari finanziari” e dei “cessionari dei crediti” (tra i quali, naturalmente, rientrano senza margini di incertezza anche i veicoli di cartolarizzazione). In realtà, oltre ad essere emendamenti recenti, tali modifiche sembrano piuttosto dirette a recepire orientamenti già da tempo consolidatisi che – già sotto la vigenza dell'allora art. 182-*septies* l. fall. che, analogamente alla versione originaria dell'art. 61, comma

concetti quali “intermediario”, “società”³³ o “attività” finanziari, nel loro tentativo di essere formule «neutre da applicare a plurivariegate realtà», rendono vano qualunque sforzo di ricondurre ad unità tutte le varie norme dedicate alla materia e alla definizione di attività finanziaria³⁴ e palesano così l’inevitabile parzialità delle varie definizioni che pretendano di abbracciare in modo olistico il complesso fenomeno dell’intermediazione finanziaria.

La qualificazione concreta di tale lemma risulta pertanto essere inevitabilmente legata ai singoli provvedimenti normativi e alle finalità ad essi propri (su cui *amplius infra*); così, la stessa nozione di “intermediario finanziario” di cui al Titolo V del TUB non può che essere riempita di significato facendo riferimento ai fini di tale *corpus* normativo – i quali non sono necessariamente coincidenti con quelli di cui alla Legge Fallimentare o al CCII – con la conseguenza che i

5 CCII, menzionava unicamente “banche e intermediari finanziari” – includevano pacificamente anche i veicoli di cartolarizzazione (si vedano, a titolo esemplificativo, M.M. ANDREONI, *Accordo di ristrutturazione con intermediari e convenzione di moratoria*, in *Giur. it.*, 2017, 538 e L. DE SIMONE, *Gli accordi ad efficacia estesa alla prova del Covid-19*, in www.dirittodellacrisi.it, 3 maggio 2020) o, più semplicemente, a uniformare la disciplina a quella contemplata in altre previsioni del CCII (in questi termini, L. PANZANI, *Le novità in materia di piano attestato, PRO e accordi di ristrutturazione*, in *Fall.*, 2025, 57).

³³ Si consideri che, secondo la Circolare 3 aprile 2015, n. 288 di Banca d’Italia (*Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari*), le società cessionarie per la cartolarizzazione dei crediti e le società cessionarie di garanzia delle obbligazioni bancarie di cui agli artt. 3 e 7-*bis* della Legge sulla Cartolarizzazione costituiscono “società finanziarie” ossia «società, diverse da una banca o un IMEL, che esercitano in via esclusiva o prevalente: l’attività di assunzione di partecipazioni, quando chi la esercita non sia una società non finanziaria ai sensi delle presenti disposizioni; una o più delle attività ammesse al mutuo riconoscimento previste dall’art. 1, comma 2, lettera f), punti da 2 a 12 TUB; altre attività finanziarie previste ai sensi del numero 15 della medesima lettera; le attività di cui all’art. 1, comma 1, lettera n), TUF». È indicativo che in tale Circolare, al fine di perseguire le finalità ivi individuate, le SPV siano state fatte rientrare nella definizione (più ampia) di società (non a caso) “finanziarie” e gli “intermediari finanziari” (per i fini di cui alla suddetta Circolare) siano stati circoscritti agli iscritti all’albo 106 TUB. Va in ogni caso al riguardo osservato come la stessa definizione di “società finanziaria” di cui alla Circolare distingua le stesse unicamente dalle banche e dagli IMEL e non invece dagli intermediari finanziari ex art. 106 TUB.

Per una disamina sulle “società finanziarie” si veda V. SANTORO (a cura di), *Le società finanziarie*, Milano, 2000.

³⁴ A. PRINCIPE, *L’impresa finanziaria*, Milano, 1998, 128.

soggetti assoggettati a tale disciplina sono certamente intermediari finanziari non bancari per gli scopi del TUB e di tutte le disposizioni che ad esso si riferiscono, ma «non sono i soli intermediari finanziari non bancari»³⁵. Sotto quest'ultimo riguardo, non pare un caso che la stessa dottrina occupatasi del tema – dopo aver disaminato la normativa del Titolo V del TUB sui soggetti operanti nel settore finanziario e descritto la progressiva evoluzione normativa finalizzata alla liberalizzazione del credito – annovera tra i “particolari tipi di intermediari finanziari”³⁶, soprattutto al fine di valorizzarne la possibilità per alcuni di essi di concedere finanziamenti, anche soggetti quali le società per la cartolarizzazione dei crediti³⁷, riconducendole dunque al medesimo *genus*.

Inoltre, come anticipato sopra, giova osservare come lo stesso legislatore non solo nazionale, ma anche unionale³⁸, in altri contesti, abbia accolto nozioni di “intermediazione finanziaria” che non fossero solamente circoscritte ai soggetti iscritti all’Albo Unico, ma piuttosto

³⁵ U. BELVISO, *op. cit.*, 169.

³⁶ M.R. LA TORRE, *Intermediari finanziari e soggetti operanti nel settore finanziario*, Padova, 2010, 130 ss.

³⁷ Si veda anche P. SFAMENI e A. GIANNELLI, *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Milano, 2018, 205, i quali – congiuntamente alle SPV – trattano anche le società di gestione del risparmio e le imprese assicurative. Non a caso tali A. quando intendono riferirsi agli intermediari finanziari “propriamente detti” non omettono il riferimento all’art. 106 TUB.

³⁸ Una conferma circa la non immediata e imprescindibile riconducibilità della locuzione “intermediari finanziari” alla sola nozione di cui al TUB arriva, infatti, anche volgendo lo sguardo verso le iniziative del legislatore unionale. Al riguardo va menzionato il Regolamento 28 ottobre 2013, n. 1075 della Banca Centrale Europea riguardante le statistiche sulle attività e passività delle società veicolo finanziarie coinvolte in operazioni di cartolarizzazione, il quale – nella sua parte 2 dedicata alla classificazione settoriale – introduce una tabella volta a «fornire una descrizione tipo dettagliata dei settori che le BCN traspongono in categorie nazionali» tra i quali è incluso anche il sottosettore dedicato agli “altri intermediari finanziari”. Rispetto a quest’ultimo, la Banca Centrale Europea – dopo aver escluso espressamente le imprese di assicurazione e i fondi pensione – dichiara che esso include tutte «le società e quasi-società finanziarie che svolgono come attività principale la funzione di intermediazione finanziaria mediante l’assunzione da unità istituzionali di passività in forme diverse da moneta, depositi (o loro prossimi sostituti), quote/partecipazioni di FI o in relazione a assicurazioni, pensioni e sistemi di garanzie standard» e che «le SV [*ndr.* società veicolo finanziarie coinvolte nelle operazioni di cartolarizzazione] come definite nel presente regolamento sono comprese in questo sottosettore».

fossero volutamente atte a ricomprendere “altri intermediari finanziari”, palesando come sia quantomeno dubbia l’asserita (nell’interpretazione della Corte) consapevolezza del legislatore che la “vera” nozione di “intermediario finanziario” sia quella che è «*ben chiara e scolpita*» nell’art. 1, comma 2 lett. g) TUB. Si pensi, a titolo esemplificativo, all’art. 3, comma 2 del d. lgs. 21 novembre 2007, n. 231 – in attuazione della Direttiva (CE) 50/2005 avente ad oggetto la prevenzione dell’utilizzo del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività criminose e di finanziamento – che include nella categoria degli “intermediari bancari e finanziari”, oltre a banche (lett. a) e intermediari iscritti nell’albo previsto dall’articolo 106 TUB (lett. l), anche, *inter alia*, le società di intermediazione mobiliare, le società di gestione del risparmio, le società di investimento a capitale variabile e le società di investimento a capitale fisso, nonché le imprese di assicurazione, i confidi, i soggetti eroganti micro-credito, i consulenti finanziari di cui agli artt. 18-*bis* e 18-*ter* TUF e i prestatori di servizi per le crypto-attività. Oppure ancora, si veda l’art. 15.1 del d.l. 27 gennaio 2022, n. 4 in tema di contributo straordinario, sotto forma di credito d’imposta, a favore delle imprese a forte consumo di gas naturale, in forza del quale si prevede la libera trasferibilità del credito d’imposta in favore di altri soggetti, «compresi gli istituti di credito e gli altri intermediari finanziari», ma senza la facoltà di successiva cessione, fatta salva la possibilità di due ulteriori cessioni solo se effettuate in favore di banche e intermediari finanziari – qui si precisa – «iscritti all’albo previsto dall’articolo 106 del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia», società appartenenti a un gruppo bancario oppure imprese di assicurazione³⁹.

³⁹ Quale ulteriore esempio “nazionale” di impiego di una nozione di “intermediario finanziario” più ampia rispetto a quella di cui al TUB si veda anche l’art. 162-*bis* del D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917 in forza del quale «ai fini delle imposte sui redditi e dell’imposta regionale sulle attività produttive [...] si definiscono intermediari finanziari» (anche) soggetti altri rispetto alle entità iscritte nell’Albo Unico, quali gli operatori del microcredito iscritti nell’elenco *ex* art. 111 TUB oppure i confidi di cui all’elenco *ex* art. 112-*bis* TUB. Sul punto si vedano A. SERENA e S. PAVANETTO, *Nuova definizione di intermediari finanziari: finalmente luce sulle holding industriali*, in *Bilancio e reddito d’impresa*, 2019, 43 ss. e M. FOLLI e M. PIAZZA, *Definite le regole per le holding e le altre finanziarie non vigilate da Banca d’Italia*, in *Il fisco*, 2019, 261 ss. Si veda altresì Consiglio Nazionale del Notariato, *Quesito di Impresa* n. 38-2014/I, *Oggetto sociale: attività finanziaria*, in CNN Notizie del 28 gennaio 2015.

Quanto sopra esemplificato circa la possibile coesistenza di plurime “definizioni” di “intermediari finanziari” pare essere nient’altro che un corollario del sempre più ricorrente fenomeno di utilizzo promiscuo dei medesimi termini in sede di legislazione ed espressione del più generale (e da tempo acquisito nella dogmatica giuridica) principio della relatività dei *nomina* e dei concetti giuridici. Come noto, secondo tale principio «non è per nulla detto che un termine significhi sempre, costantemente la stessa cosa» e che, anzi, vada stimato «privo di profili di struttura argomentativa – e il suo uso effettivo denso, invero, di significati di occultamento – l’antico brocardo “in claris non fit interpretatio”»⁴⁰. Infatti, preme rilevare come occorra accostarsi al dato normativo valutandolo nel contesto del sistema di cui fa parte senza lasciarsi fuorviare «da parallelismi – peggio, da rinvii – di facciata, perché retti dalla mera derivazione da altre branche del diritto» poiché «il mondo del diritto è pieno, davvero, di ipotesi in cui un (unico) termine assume – volta a volta, a seconda dell’occasione di legge – significati diversi, eventualmente anche lontanissimi tra loro: espressivi di realtà (anche affatto) eterogenee». Il valore e la resistenza da attribuirsi alle definizioni legislative variano a seconda del loro oggetto (fattuale o giuridico), dei termini impiegati (fattuali o tecnico-giuridici), del tipo di fonte (codice o legislazione extracodicistica), ma anche (o forse soprattutto) del settore disciplinare⁴¹ in cui le stesse si innestano.

Specificatamente su quelle che sono definite “nuove” definizioni di “intermediari finanziari” e di “società di partecipazione finanziaria”, si veda P. ARGINELLI, *Contributo allo studio degli interessi passivi e dei soggetti c.d. finanziari nell’Ires*, Padova, 2020, 234 ss.

⁴⁰ A.A. DOLMETTA, *Relatività dei nomina in diritto civile e in diritto tributario: la nozione di «transazione» nella L. n. 178 del 2002*, in *Diritto e pratica tributaria*, 2006, 1519.

⁴¹ M. DELLACASA, *Sulle definizioni legislative nel diritto privato*, Torino, 2004, 68. Sarebbe infatti alquanto semplicistico immaginare una «forza di espansione tendenzialmente illimitata delle norme espresse dalle definizioni legislative» posto che tale *vis expansiva* è destinata ad essere profondamente incisa dalle partizioni dei settori disciplinari (nel caso di specie, TUB, da un lato, e Legge Fallimentare e CCII, dall’altro). Del resto, lo stesso TUB specifica che il significato delle espressioni ivi riportate è limitato al “presente decreto legislativo”.

Tali considerazioni erano già state ampiamente sviluppate dai massimi esponenti italiani della filosofia analitica del diritto: si vedano, in particolare, V.U. SCARPELLI, *La definizione nel diritto*, in *Jus*, 1959, 496 ss. e G. TARELLO, *L’interpretazione della legge*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano, 1980, 237.

Al di fuori della “materia” in cui le stesse sono collocate e alla luce delle specificità di ciascun settore disciplinare (*in primis* in punto di finalità perseguite e interessi tutelati), infatti, le definizioni legislative sono destinate a perdere forza normativa⁴². Di conseguenza, pare che il lemma “intermediario finanziario” previsto dall’ultimo comma degli artt. 127 l. fall. e 243 CCII – lungi dal costituire un inequivocabile rimando alla definizione legislativa di cui all’art. 1, comma 2 lett. g) TUB – debba piuttosto essere ricostruito a partire dalla *ratio* di tali disposizioni secondo una lettura interpretativa che, pur senza legittimare l’abbandono a una incontrollabile arbitrarietà esegetica⁴³, tenga in adeguata considerazione la diversa *mens legis*.

Del resto, anche qualora ci trovassimo di fronte a un termine tecnico-giuridico (qual è quello di “intermediario finanziario”) legislativamente definito nel settore disciplinare del diritto concorsuale, non si potrebbe prescindere dal rilevare l’oggettiva debolezza dell’argomento letterale a disvelare il significato di un’espressione⁴⁴. Le definizioni legislative, infatti, si rivelano essere puramente nominali e non reali, prive di alcuna implicazione ontologica, con la conseguenza che l’interprete sarebbe comunque protagonista di «un’operazione costruttiva che, muovendo dalla considerazione delle disposizioni che compongono il regime di riferimento, si connota di significativa discrezionalità anche rispetto alla fissazione legislativa del significato» e « [...] proprio perché deve riconoscersi che siffatte operazioni contribuiscono alla determinazione

⁴² Si verifica un decremento della *vis expansiva* anche nell’ipotesi in cui gli «enunciati del settore diverso, nei quali il termine definito ricorre, potrebbero essere facilmente interpretati in modo tale da non determinare conflitto con la definizione legislativa» (così, G. TARELLO, *op. cit.*, 237). Il singolo settore disciplinare è definito dall’A. “materia”.

⁴³ A. GENTILI, *Il diritto come discorso*, in *Tratt. Iudica-Zatti*, 2013, 495. L’A., infatti, definisce la sua prospettiva come «non cognitivista ma non irrazionalista», evidenziando un ruolo cruciale dell’argomentazione e delle sue tecniche rispetto all’esigenza di offrire risorse di razionalità alla perorazione persuasiva e alla formazione delle soluzioni.

⁴⁴ Si vedano, a titolo esemplificativo, R. GUASTINI, voce «*Interpretazione*», in *Enc. giur.*, XVII, Roma, 1989, 3 ss. e C. SCOGNAMIGLIO, *L’interpretazione*, in *I contratti in generale*, E. GABRIELLI (a cura di), Torino, 1999, 932 ss.

del precetto, non può propriamente dirsi che l'interprete sia vincolato a un significato precostituito»⁴⁵.

4. *La natura della SPV e dell'attività da essa esercitata*

Alla luce di quanto precede, si tratta ora di comprendere se e in che misura il disposto dell'ultimo comma dell'art. 127 l. fall. possa essere applicato anche ai veicoli di cartolarizzazione costituiti ai sensi della Legge sulla Cartolarizzazione. Una simile analisi non può prescindere dall'individuazione della natura di tali soggetti e, in particolar modo, dell'attività dagli stessi esercitata al fine di poterne valutare la riconducibilità al più ampio *genus* di "intermediazione finanziaria" per i fini di cui all'art. 127 l. fall.

Tali società – introdotte nel nostro ordinamento con la Legge sulla Cartolarizzazione recependo il modello anglo-americano di *securitisation* – costituiscono un veicolo appositamente costituito (da qui la locuzione SPV, quale acronimo di "*special purpose vehicle*") nella forma di società di capitali (tipicamente, una società a responsabilità limitata) che – nella fattispecie più semplice e tradizionale di cartolarizzazione di crediti – procedono all'acquisto in blocco di crediti e alla contestuale o successiva emissione di titoli ABS (*asset-backed securities*) il cui rimborso, in termini di capitale, interessi o premi (nella prassi qualificati quali *additional return* o *variable return*), è mera funzione della *performance* del portafoglio cartolarizzato e dunque delle *collections* rinvenienti dai crediti sottostanti, i quali sono *ex lege* segregati e costituiscono la garanzia offerta all'emissione dei titoli. In tal senso, recependo l'impostazione anglosassone, la SPV costituirebbe un mero diaframma societario⁴⁶

⁴⁵ A. D'ANGELO, *Discorso giuridico, termini tecnici e concetti*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, 334.

⁴⁶ Diverse sono le espressioni utilizzate dalla dottrina per descrivere tale caratteristica delle SPV: si vedano, a titolo esemplificativo, U. CIARAVOLO e A. SCIOTTI, sub *Art. 3*, in *La cartolarizzazione. Commento alla legge n. 130/99*, P. FERRO-LUZZI e C. PISANTI (a cura di), Milano, 2005, 252 che definiscono la SPV quale «velo giuridico» o «schermo» interposto tra chi cede i crediti e chi acquista i titoli oppure P. CARRIÈRE, *La (ambigua) definizione delle nuove frontiere della cartolarizzazione: "dei proventi immobiliari" o "degli immobili"?*, in www.dirittobancario.it, 29 aprile 2019, che la descrive come veicolo «trasparente», «passante», tra l'*originator* e i sottoscrittori dei titoli.

interposto tra l'*originator* cedente i crediti e i sottoscrittori dei titoli ABS. Questi ultimi costituiscono beni c.d. "di secondo grado" fatti circolare nel mercato che, pur essendo inidonei a soddisfare *ex se* i bisogni della vita quotidiana, nell'implementazione dell'operazione di cartolarizzazione sono comunque in grado di espletare funzioni complesse assegnate loro dall'ingegno umano⁴⁷. La Legge sulla Cartolarizzazione, pertanto, si inserisce nel *trend* normativo che consente alla finanza di «fare miracoli, con quella sorta di moltiplicazione dei pesci che per l'appunto è costituito dalla continua messa in circolazione di beni di secondo grado, oltre che con quel mirabolante paradosso dello scambio, per cui entrambi i partecipanti si arricchiscono e pervengono ad una allocazione finale di risorse migliore per entrambi rispetto a quella di partenza»⁴⁸.

Tramite un breve *excursus* storico relativo all'evoluzione normativa della disciplina applicabile ai veicoli di cartolarizzazione limitato a quanto qui di interesse, giova sin da ora ricordare come, secondo le previsioni originarie della Legge sulla Cartolarizzazione e fatte salve due eccezioni in materia di oggetto sociale esclusivo (su cui *infra*) e di capitale minimo, il legislatore avesse ritenuto opportuno assoggettare integralmente le SPV alle medesime disposizioni di cui agli artt. 106 e ss. TUB; tale scelta si fondava sull'evidente assunto della naturale riconducibilità dell'attività della SPV alle attività esercitate dai soggetti

In giurisprudenza si veda, a titolo esemplificativo, Cass. 5 luglio 2021, n. 18896, in *Onelegale*, che afferma che la società veicolo altro non è che un «mero strumento giuridico della complessa operazione economica realizzata».

⁴⁷ La cartolarizzazione risponde ad esigenze diverse tramite la conversione di attività finanziarie a liquidità differita o attività non finanziarie (quali gli *assets* immobiliari) in prodotti finanziari quali le note di cartolarizzazione (nella dottrina anglosassone viene definito quale «*process of pooling and repackaging loans into securities, which are then sold to investors*»; così, R.C. RANSTON, *Principles of Banking Law*, Oxford, 1997, 402), consentendo così alle imprese di smobilizzare tali *assets* attraverso il ricorso al mercato dei capitali. Tali finalità sono state palesate sin dalla relazione al d.d.l. n. 5058 presentato alla Camera dei Deputati il 7 luglio 1998 e disponibile in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, I, 235 ss. Di recente, si è valorizzata la proficuità delle cartolarizzazioni soprattutto ai fini della gestione dei crediti deteriorati, in particolare dopo la pandemia da Covid-19 che ha aggravato il peso di questi ultimi sul bilancio delle banche (così, F. CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, 26 e ID., *Il Covid 19 e la faticosa ricerca di nuovi paradigmi operativi*, in questa *Rivista*, 2021, I, 13 ss.).

⁴⁸ P. SCHLESINGER, *La cartolarizzazione dei crediti*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, 265.

operanti nel settore finanziario⁴⁹ o, quantomeno, della espressa *voluntas legis* di ricondurla al *genus* regolato dall'art. 106 TUB (su cui *amplius infra*). Si richiedeva pertanto che venissero rispettati i requisiti di onorabilità per tutti i titolari di una partecipazione rappresentativa del capitale sociale della SPV superiore al 5% o che la controllavano, nonché i requisiti di onorabilità e professionalità per coloro che assumevano funzioni di amministrazione, direzione e controllo. Non solo, il veicolo di cartolarizzazione doveva essere inoltre iscritto negli elenchi degli intermediari finanziari tenuti dal Ministero del Tesoro e, “in ogni caso”, dopo l'intervento ministeriale del 4 aprile 2001⁵⁰, anche nell'elenco speciale degli intermediari finanziari di cui all'art. 107 TUB tenuto dalla Banca d'Italia⁵¹. Quest'ultima, con il provvedimento 23

⁴⁹ La locuzione è ripresa dalla rubrica del capo I del titolo V del TUB che, infatti, con la modifica introdotta dal d.lgs. 30 luglio 2024, n. 116, è ora rubricato “Concessione di finanziamenti e soggetti operanti nel settore finanziario”.

⁵⁰ Art. 3 del d.m. 4 aprile 2001 (Ministro del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica) che modifica l'art. 3, comma 2, lett. f) e h) del d.m. 13 maggio 1996. Già prima dell'intervento ministeriale, era prevalsa un'interpretazione estensiva ad opera della Banca d'Italia dell'art. 2, comma 2 lett. a) del d.m. 13 maggio 1996 per gli intermediari finanziari “esercenti l'attività di finanziamento sotto qualsiasi forma” con il conseguente obbligo, anche per le SPV, di iscriversi nell'elenco speciale.

Si ritiene che l'originaria disciplina degli intermediari finanziari non bancari del titolo V del TUB sia stata introdotta essenzialmente per finalità di antiriciclaggio e da qui l'inclusione anche delle operazioni di cartolarizzazione in quanto potenzialmente “sospette”. Sotto tale profilo, si veda Trib. Brindisi (ord.), 22 ottobre 2024, in *Onelegale*, quale ordinanza di rinvio alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea in tema di «compatibilità del complessivo sistema di disciplina interno in materia di cessioni in blocco di crediti deteriorati» e, nello specifico, delle operazioni di cartolarizzazione «con la normativa antiriciclaggio, così come con i generali principi di effettività della tutela, di trasparenza, di buona fede oggettiva con i suoi corollari in punto di obblighi informativi».

⁵¹ Tale decisione aveva suscitato sin da subito critiche da parte della dottrina che aveva evidenziato perplessità circa la concreta opportunità della scelta effettuata in quanto i corollari di disciplina che derivavano dall'iscrizione della SPV nell'elenco speciale *ex art.* 107 TUB apparivano sproporzionati rispetto alle sue caratteristiche e finalità (in particolare, forme di vigilanza prudenziale penetranti, gli obblighi di segnalazione, nonché la possibilità per la Banca d'Italia di dettare disposizioni vincolanti in materia di adeguatezza patrimoniale, organizzazione contabile-amministrativa, contenimento dei rischi e controlli interni del soggetto vigilato) (così, tra gli altri, A. GIANNELLI, *La società per la cartolarizzazione dei crediti: questioni regolamentari e profili di diritto societario e dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2002, 922).

agosto 2000 (*Disposizioni per le società di cartolarizzazione*)⁵², aveva altresì rammentato l'obbligo per i veicoli di cartolarizzazione di operare «nel rispetto di quanto previsto nelle istruzioni di Vigilanza per gli intermediari finanziari inseriti nell'Elenco speciale» a far data dal momento dell'iscrizione nel suddetto elenco.

Rispetto a ciò, si potrebbe obiettare che il legislatore abbia poi voluto escludere le SPV dal novero dei soggetti vigilati e obbligati all'iscrizione nell'albo speciale. In effetti, con la riforma al titolo V del TUB operata con il d.lgs. 13 agosto 2010, n. 141, l'abrogazione dell'allora albo speciale ex art. 107 TUB e l'istituzione del c.d. Albo Unico, le SPV sono state oggetto di “derubricazione” e ad esse è stato unicamente imposto l'obbligo di iscrizione in un elenco speciale tenuto presso Banca d'Italia⁵³. A tal riguardo, pare opportuno rilevare come tale derubricazione non risulti tanto motivata da un ripensamento del legislatore circa la qualificazione della natura sostanziale dell'attività esercitata dalla SPV (quindi anche nell'ipotesi in cui fossimo nel senso estremo di un radicale innesto *ex abrupto* da parte del legislatore dell'attività della SPV nell'ambito delle attività ex art. 106 TUB; v. *infra*), quanto piuttosto da una logica di deregolamentazione volta a

⁵² Banca d'Italia aveva così fornito indicazioni operative al sistema delle banche e degli intermediari finanziari dimodoché le SPV si impegnassero a (i) assicurare costantemente la separatezza dei patrimoni delle varie operazioni di cartolarizzazione e gli ulteriori beni sociali, (ii) garantire la trasparenza della *securitisation* nei confronti del mercato, nonché (iii) porre in essere solo operazioni pertinenti alla gestione della cartolarizzazione. Al riguardo, si veda altresì la circolare della Banca d'Italia del 3 novembre 2003.

⁵³ Si vedano il Regolamento (UE) n. 1075/2013 della Banca Centrale Europea del 18 ottobre 2013 e i provvedimenti Banca D'Italia 29 aprile 2011, 1° ottobre 2014, 7 giugno 2017 e, da ultimo, 12 dicembre 2023 da cui si evince come l'elenco dei veicoli di cartolarizzazione abbia finalità eminentemente statistiche e di certificazione anagrafica. Conferma tale finalità anche la citata Trib. Brindisi (ord.), 22 ottobre 2024 secondo cui l'iscrizione a tale elenco non è in grado di assicurare un monitoraggio relativo all'osservanza della normativa comunitaria antiriciclaggio.

Sotto questo profilo, a fronte della logica che ha spinto verso la derubricazione, pare comunque potersi convenire con le argomentazioni del Fallimento nel procedimento in oggetto secondo cui il (nuovo) obbligo di iscrizione nell'elenco delle società veicolo istituito *ad hoc* presso Banca d'Italia non risulta dirimente nello spostare in una direzione piuttosto che nell'altra l'interpretazione dell'art. 127, comma 7 posto che il suddetto elenco presenta finalità (parzialmente) ultronee rispetto alle finalità di cui all'albo unico ex art. 106 TUB.

semplificare i processi che rilevano sul piano dello sviluppo economico finanziario e, quindi, ad evitare forme di controllo (da parte delle autorità a tal fine preposte) che appaiono superflue. La stessa dottrina aveva sollecitato un intervento del legislatore in tal senso, evidenziando, sin dalla promulgazione della Legge sulla Cartolarizzazione, come tale iscrizione apparisse quantomeno sproporzionata rispetto alle caratteristiche e alle finalità della SPV. Sembra quindi che il legislatore, nel contesto di una globale rivisitazione del sistema disciplinare concernente gli intermediari finanziari non bancari, abbia voluto contribuire, anche con tale derubricazione, a realizzare un «mercato scevro da sovrastrutture normative e, dunque, libero di autodeterminarsi sulla base di canoni di efficienza e competitività»⁵⁴.

Sul punto, nonostante l'intervenuta "derubricazione" dei veicoli di cartolarizzazione, pare opportuno comunque ricordare le riflessioni sviluppatesi in merito alla natura dell'attività esercitata dalla SPV da cui possono comunque trarsi utili indicazioni per i fini di cui al presente commento. Infatti, antecedentemente alla citata riforma del 2010 e correlata istituzione del c.d. Albo Unico, ci si è interrogati se l'operazione di cartolarizzazione consista in una serie di atti qualitativamente estranei al Titolo V del TUB e quindi se l'intervento legislativo di cui all'allora art. 3, comma 3 della Legge sulla Cartolarizzazione fosse preordinato ad includere forzosamente i veicoli di cartolarizzazione nel novero dei soggetti che risultano privi di elementi di comunanza con le SPV oppure se invece l'intervento legislativo – a fronte della naturale riconducibilità della *securitisation* all'attività di intermediazione finanziaria – fosse unicamente dettato dall'esigenza di escludere l'applicazione di parte dell'apparato normativo (e.g. il requisito in tema di capitalizzazione minima) che le sarebbe stato altrimenti imposto. La Banca d'Italia sembrerebbe aver adottato la seconda delle citate impostazioni, sia pure in maniera non univoca⁵⁵, valorizzando soprattutto il tenore letterale dell'allora vigente d.m. 6 luglio 1994 ove, all'art. 2, si annoverava tra le "attività di

⁵⁴ F. CAPRIGLIONE e V. LEMMA, sub *Art. 106*, in *Comm. t.u.b. Capriglione*, Padova, 2018, 1575.

⁵⁵ Si veda, ad esempio, il menzionato provvedimento del 23 agosto 2000 nel quale si afferma che l'attività delle SPV «presenta connotati peculiari tali da renderla difficilmente assimilabile alle altre attività esercitate dagli intermediari finanziari».

finanziamento sotto qualsiasi forma” anche l’acquisto dei crediti a titolo oneroso⁵⁶. Fanno seguito anche quegli Autori che valorizzano l’intervento del legislatore in mera chiave derogatoria al fine di evitare l’assoggettamento della SPV a determinate previsioni che le sarebbero state altrimenti applicabili; infatti, l’attività da essa svolta di intermediazione, sia pur espletata peculiarmente «mediante il distacco del patrimonio separato da quello del cedente e la sua gestione diretta e indiretta nell’interesse dei portatori dei titoli»⁵⁷, ne avrebbe comunque comportato l’inclusione tra gli operatori finanziari ai sensi del titolo V del TUB svolgendo la SPV un’attività economica finalizzata alla produzione di un servizio finanziario “per il mercato” e di cui sarebbero fruitori i soggetti che intendono procedere alla smobilizzazione di crediti⁵⁸.

Non conviene tuttavia con simile conclusione quella parte di dottrina che, pur a fronte della attribuzione della qualifica imprenditoriale all’attività esercitata dalla SPV⁵⁹, evidenzia come il “vero”

⁵⁶ Oggi il riferimento è al d.m. Economia e Finanze 2 aprile 2015, n. 53 (*Regolamento recante norme in materia di intermediari finanziari in attuazione degli articoli 106, comma 3, 112, comma 3, e 114 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, nonché dell’articolo 7-ter, comma 1-bis, della legge 30 aprile 1999, n. 130*). Il comma 2 di tale decreto prevede – con riferimento alla cessione di crediti classificati a sofferenza a titolo oneroso a parte di banche e intermediari finanziari – un’esclusione dal novero delle attività di intermediazione finanziaria e dunque delle attività “riservate” al ricorrere delle condizioni ivi previste (qualitative e quantitative). È interessante notare come tale art. 2, n. 1) i. parli di «banche o altri intermediari finanziari» precisando però – con riferimento a questi ultimi – che si tratta degli intermediari finanziari «sottoposti alla vigilanza della Banca d’Italia» e quindi necessariamente soggetti iscritti all’Albo Unico.

⁵⁷ C. RUCELLAI, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia a due anni dall’entrata in vigore della L. 30 aprile 1999, n. 130*, in *Giur. comm.*, 2001, I, 392.

⁵⁸ G. GUERRIERI, sub *Art. 1*, in *Legge 30 aprile 1999, n. 130, Disposizione sulla cartolarizzazione dei crediti*, A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), in *Nuove leggi civ. comm.*, 2000, 1018.

⁵⁹ Si consideri che la stessa riconduzione dell’attività della SPV nell’alveo dell’art. 2082 cod. civ. è discussa in dottrina. Oltre agli A. citati alla nota successiva, convengono con la natura imprenditoriale dell’attività della SPV anche F. DI CIOMMO, *I soggetti che svolgono operazioni di cartolarizzazione e la separazione patrimoniale*, in *La cartolarizzazione dei crediti in Italia*, R. PARDOLESI (a cura di), Milano, 1999, 219 ss., G. BELI, *Società per la cartolarizzazione dei crediti: riflessioni su alcuni aspetti problematici*, in *Società*, 2003, 1917, G. FAUCEGLIA, *La cartolarizzazione dei crediti: commento alla legge n. 130 del 1999*, Torino, 2002, 73 e, anche alla luce delle

intermediario finanziario sia colui che procede all'acquisto dei crediti, assume in proprio il rischio ed è pertanto chiamato a dotarsi di un'organizzazione adeguata, mentre invece la società veicolo riversa il rischio della cartolarizzazione direttamente sugli investitori dimodoché la funzione di finanziamento in favore della cedente non sia effettivamente espletata dal veicolo di cartolarizzazione, quanto piuttosto direttamente dai sottoscrittori dei titoli emessi nel contesto dell'operazione⁶⁰. Conseguentemente, posto che l'attività svolta dalla SPV non sarebbe sussumibile naturalmente nella fattispecie di cui all'art. 106 TUB che definisce in modo tassativo l'attività "finanziaria" rilevante, l'intervento legislativo sarebbe proprio preordinato ad aggiungere al relativo catalogo una nuova attività finanziaria,

modifiche apportate alla Legge sulla Cartolarizzazione con l'introduzione dell'art. 7.1 ad opera del d.l. 24 aprile 2017, n. 50 (così come convertito con modifiche dalla l. 21 giugno 2017, n. 96) e P. CARRIÈRE, *L'articolazione del regime di responsabilità patrimoniale della "società per la cartolarizzazione"*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2022, I, 258.

In senso contrario invece A. GIANNELLI, *op. cit.*, 925 soprattutto facendo leva sull'etero-gestione ed etero-destinazione che connota la SPV e A. DEL DIN, sub *Art. 6, commi 1 e 2*, in *La cartolarizzazione. Commento alla legge n. 130/99*, P. FERRO-LUZZI e C. PISANTI (a cura di), *op. cit.*, 373, il quale valorizza in particolare l'assenza di un qualunque rischio di impresa in capo alla SPV e di una remunerazione per l'attività svolta dalla stessa, non costituendo un autonomo centro di interessi rispetto ai *noteholders*. Nello stesso senso, al fine di offrire una disamina del trattamento fiscale, anche R. PARISOTTO, *Esenti da IVA i servizi di incasso nelle operazioni di cartolarizzazione*, in *Corriere Tributario*, 2017, 199 secondo cui: «il legislatore ha "svuotato" l'attività imprenditoriale della SPV confinandola ad un ruolo di mero gestore di un patrimonio dedicato esclusivamente al soddisfacimento dei creditori (finanziatori o sottoscrittori dei titoli) [...]».

Non pare invece condivisibile l'opinione intermedia (A. TENCATI, *Le garanzie dei crediti*, Torino, 2012, 117) che esclude la natura imprenditoriale nelle sole ipotesi di veicoli di cartolarizzazione funzionali ad una sola operazione a fronte dell'insussistenza, in tal caso, del requisito della professionalità, soprattutto alla luce delle evoluzioni nell'interpretazione dell'avverbio "professionalmente" di cui all'art. 2082 cod. civ.

⁶⁰ È questa l'opinione di D. GALLETTI e G. GUERRIERI, *La cartolarizzazione dei crediti*, Bologna, 2002, 158. Aggiungono gli A.: «D'altro canto sembra dover essere proprio la ricostruzione della natura «imprenditoriale» dell'attività in questione, ove si è valorizzato l'aspetto della gestione «economica» dei crediti e dell'intermediazione finanziaria fra apportatori di risparmio diffuso e cedente, a far dubitare della pacifica riconduzione della cartolarizzazione alla sfera operativa tradizionale dei soggetti di cui agli artt. 106 t.u. banc.».

graduandone la disciplina in ragione delle specificità dell'operazione⁶¹. Anche secondo questa ricostruzione, tuttavia, ancorché introdotta dal legislatore *ex novo*, l'attività espletata dalla SPV avrebbe comunque rappresentato un'attività di intermediazione finanziaria *sui generis* per i fini di cui agli artt. 106 e 107 TUB allora vigenti, palesando quindi la *voluntas legis* di assimilare, salve le menzionate eccezioni, la disciplina dei veicoli di cartolarizzazione e la disciplina di quegli intermediari finanziari che ancora oggi sono qualificati dalla dottrina come "propriamente detti"⁶² (i.e. i soggetti di cui all'art. 1, comma 2 lett. g) TUB).

5. *L'evoluzione del ruolo della SPV (anche nell'ambito delle procedure concorsuali)*

L'assimilabilità dei veicoli di cartolarizzazione agli intermediari finanziari *ex art.* 106 TUB tale da legittimarne, quantomeno astrattamente (v. *infra*), l'inclusione tra i soggetti legittimati al voto per i fini di cui all'art. 127, comma 7 l. fall. si evince anche dai molteplici interventi normativi susseguitesesi nel tempo che, soprattutto nel contesto dei crediti deteriorati, hanno portato progressivamente a mutare o, quantomeno, far vacillare la tradizionale immagine della SPV come mero veicolo "passante" unicamente finalizzato ad assicurare un *ring fencing* dei crediti che «non svolge alcuna funzione, né offre alcuna garanzia per una tutela anche dinamica, gestoria, dei diritti e degli interessi» che fanno invece capo agli investitori⁶³.

⁶¹ Negli stessi termini si esprime anche A. NAPOLITANO, *La cartolarizzazione dei crediti: commento alla L. 30 aprile 1999, n. 130, recante "Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti"*, in *Impresa commerciale industriale*, 1999, 1386 secondo cui «l'operatività tipica (anzi, riservata!) [della SPV] potrebbe non costituire ontologicamente attività finanziaria in senso stretto, considerando anche l'introduzione di una (particolare) disciplina *ad hoc*» quale è la Legge sulla Cartolarizzazione.

⁶² M. SEPE e A. URBANI, *Imprese di investimento e altri intermediari finanziari nel TUB*, in *op. cit.*, V. DONATIVI (a cura di), 1004. L'utilizzo dell'epiteto "propriamente detti" è indicativa in quanto allude, nemmeno tanto implicitamente, che sussistano "altri" (riprendendo il tenore letterale dell'art. 127 l. fall.) intermediari finanziari.

⁶³ C. RUCELLAI, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia a due anni dall'entrata in vigore della L. 30 aprile 1999, n. 130*, cit., 402 e L. CAROTA, *La cartolarizzazione*

Preliminarmente – e in aggiunta a quanto precedentemente osservato in punto di acquisto di crediti a titolo oneroso che *ex lege* rientra tra le attività di “concessione di finanziamenti sotto qualunque forma” – si osserva anzitutto come, sin dalla promulgazione della Legge sulla Cartolarizzazione, quest’ultima – all’art. 4, comma 1 – prevede che alle cessioni dei crediti poste in essere nel contesto di una operazione di cartolarizzazione si applichino senza eccezioni di sorta le previsioni di cui all’art. 58, commi 2, 3 e 4 TUB, i quali – oltre a prevedere che i privilegi e le garanzie di qualsiasi tipo, da chiunque prestati o comunque esistenti a favore del cedente conservano la loro validità e il loro grado in favore del cessionario, senza bisogno di alcuna formalità di annotazione – stabiliscono altresì che rimangono «applicabili le discipline speciali, anche di carattere processuale, previste per i crediti ceduti». Tali previsioni specificatamente pensate per le banche e gli intermediari finanziari ex art. 106 TUB sono state rese applicabili, senza particolari adattamenti, anche ai veicoli di cartolarizzazione, ma rimangono completamente glissate nella pronuncia in commento.

Non solo, a valle delle modifiche apportate dal d.l. 23 dicembre 2013, n. 145 (convertito con l. 21 febbraio 2014, n. 9) all’art. 4 della Legge sulla Cartolarizzazione e la relativa estensione della normativa

dei crediti, in *Le operazioni di finanziamento*, F. GALGANO (diretta da) e E. PANZARINI, A.A. DOLMETTA, S. PATRIARCA (a cura di), Torino, 2016, 947 secondo cui le scelte operate dal veicolo di cartolarizzazione sono sempre mosse «da esigenze di carattere conservativo» e non possono mai tradursi «in una vera e propria gestione di tipo dinamico, con finalità di investimento».

Al riguardo, più di recente, si veda anche E.R. RESTELLI, *Le frontiere mobili della cartolarizzazione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, I, 926 ss. secondo cui – al fine di evidenziare le differenze tra cartolarizzazione e gestione collettiva del risparmio – la SPV «è senz’altro chiamata a gestire attivamente il rischio di credito connesso alle attività cedute, ma – oltre a ciò – non possono essere “ammissibili operazioni produttive di nuovi rischi” », dovendosi dunque interpretare le modifiche apportate alla Legge sulla Cartolarizzazione in conformità a un modello di gestione conservativa e procedere invece all’istituzione di un OICR qualora l’operazione richieda una “gestione finanziaria” degli *assets*.

di favore prevista dalla c.d. legge *factoring*⁶⁴, parte della dottrina⁶⁵ ha evidenziato come l'assimilabilità tra le due categorie nelle intenzioni del legislatore possa essere desunta anche dall'applicabilità della disciplina sulla cessione dei crediti d'impresa alle operazioni di cartolarizzazione posto che, come noto, l'art. 1, comma 1, lett. c) della l. 21 febbraio 1991, n. 52 – allora come oggi – dispone che la relativa disciplina speciale possa trovare applicazione unicamente qualora la cessionaria sia «una banca o un intermediario finanziario disciplinato dal testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia emanato ai sensi dell'art. 25, comma 2, della l. 19 febbraio 1992, n. 142»⁶⁶.

Tuttavia, la modifica che senza dubbio rende palese la vicinanza tra i veicoli di cartolarizzazione e gli intermediari finanziari iscritti all'Albo Unico è quella apportata dal c.d. “Decreto Competitività”⁶⁷ che, introducendo il comma 1-*ter* all'art. 1 della Legge sulla Cartolarizzazione, ha consentito alla SPV di concedere (anche direttamente)⁶⁸ finanziamenti in favore dei soggetti ivi individuati,

⁶⁴ Si è evidenziato come la l. 21 febbraio 1991, n. 52 sia «a torto identificata anche come legge sul factoring [...] considerato che essa non ha fornito una disciplina compiuta di tale contratto» con la conseguenza che esso «conserva il proprio carattere atipico e ripete, pertanto, tuttora la propria variabile struttura dai mutevoli modelli della prassi» (così, L. CAROTA, *La cartolarizzazione dei crediti*, in *I contratti del mercato finanziario*, R. LENER e E. GABRIELLI (a cura di), Torino, 2010, 1511).

⁶⁵ C. MARASCO e D. ROSSANO, *op. cit.*, 1047, nt. 5.

⁶⁶ Per le correlazioni tra operazioni di cartolarizzazione e *factoring*, si veda P. MESSINA, *Le operazioni finanziarie nel diritto dell'economia*, Padova, 2010, 245.

⁶⁷ d.l. 24 giugno 2014, n. 91, convertito in l. 11 agosto 2014, n. 116.

⁶⁸ Si potrebbe obiettare che, ai sensi del comma 1-*ter* dell'art. 1 della Legge sulla Cartolarizzazione, i relativi prenditori debbano comunque essere individuati da una banca o un intermediario finanziario di cui all'art. 106 TUB e che questi ultimi debbano trattenere un significativo interesse economico nell'operazione (c.d. *retention*). Tuttavia, va altresì osservato come tali previsioni risultano, sotto il primo profilo, motivate dalla natura acefala della SPV, la quale non sarebbe *ex se* idonea ad effettuare le verifiche sul soggetto finanziato, nonché, sotto il secondo profilo, ispirate da logiche affini a quelle sottese al Regolamento (UE) n. 575/2013 (c.d. *Capital Requirement Regulation*) e all'obbligo di *retention* nelle cartolarizzazioni con *tranching* di cui al Regolamento (UE) n. 2017/2402 del Parlamento Europeo e del Consiglio che non risultano dirimenti per la qualificazione, in termini di intermediazione finanziaria, dell'attività espletata dalla SPV. Rimane comunque il dato fondamentale per il quale, pur a fronte dell'individuazione del *borrower* operata dalla banca o intermediario finanziario propriamente detto e del mantenimento di un interesse significativo da parte di questi ultimi, sarà la SPV a erogare formalmente il

ampliando il raggio d'azione della SPV e favorendo il finanziamento ed il sostegno delle imprese italiane tramite cartolarizzazione e *funding* del mercato dei capitali. In tal modo, essa viene ad esercitare il credito non solo acquistando crediti già erogati, mediante il c.d. *sub-participation* (art. 7, comma 1 lett. a)⁶⁹ o sottoscrivendo obbligazioni, titoli simili o cambiali finanziarie emessi dalle imprese⁷⁰, ma anche concedendo direttamente finanziamenti in favore di queste ultime. Al riguardo, merita di essere osservato come l'erogazione di un finanziamento rientri *ictu oculi* tra le attività soggette a riserva di legge ai sensi dell'art. 106 TUB; anzi, si rileva come, analogamente alle scelte operate dal legislatore con riferimento all'apertura al *direct lending* per i fondi comuni di investimento e le imprese di assicurazione, per nessuna delle tre fattispecie sia stata prevista una deroga *expressis verbis* rispetto alla riserva di attività sancita dal TUB per l'esercizio del credito nei confronti del pubblico in favore di banche e intermediari finanziari *ex art.* 106 TUB⁷¹ e come la Banca d'Italia – nel resoconto della consultazione avviata con riferimento alle citate “*Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari*” – abbia avuto modo di chiarire che, pur espletando un'attività finanziaria riservata, la SPV non sia tenuta all'obbligo di iscrizione nell'Albo Unico e al rispetto delle correlate disposizioni.

In aggiunta a quanto sopra, le SPV hanno visto espandere la propria incisività proprio con specifico riferimento al mercato dei crediti

finanziamento e dunque a porre in essere un'attività “riservata”. Sul punto, anche rispetto a quanto *infra*, si veda P. MESSINA, *Cartolarizzazione con concessione di finanziamento: le novità della Legge di Bilancio 2021*, in www.dirittobancario.it, 21 gennaio 2021.

⁶⁹ F. DEL MONTE, *Cartolarizzazione con finanziamento e patrimonio destinato ampliato: nuove opportunità di business e garanzie per gli investitori*, in www.dirittobancario.it, 28 maggio 2020.

⁷⁰ Il riferimento in questo caso è al c.d. “Decreto Destinazione Italia” (*i.e.* d.l. 23 dicembre 2013, n. 145 convertito in l. 21 febbraio 2014, n. 9). Per una disamina delle modifiche apportate dal Decreto Destinazione Italia e dal Decreto Competitività alle operazioni di cartolarizzazione, si veda V. TROMBETTI, *Le operazioni di cartolarizzazione di crediti commerciali e le recenti modifiche dei decreti Destinazione Italia e Competitività*, in *Bancaria*, 2014, 61.

⁷¹ Tale impostazione è confermata anche dalla sopra citata delibera n. 401 della Banca d'Italia del 7 giugno 2017.

deteriorati⁷² sottolineandone il ruolo da esse rivestito nell'ambito della crisi d'impresa e delle procedure concorsuali. Occorre infatti osservare come rispetto all'impianto originario della Legge sulla Cartolarizzazione – soprattutto in forza dell'art. 60-*sexies* della l. 21 giugno 2017, n. 96 che ha introdotto l'art. 7.1 proprio in tema di crediti deteriorati ceduti da banche e intermediari finanziari *ex art.* 106 TUB e che ha congegnato meccanismi volti a rafforzare la fiducia del mercato dei prenditori dei titoli – il veicolo di cartolarizzazione abbia beneficiato di maggiori margini di flessibilità e incentivi tali da renderlo non più un mero soggetto passivo nell'ambito concorsuale, quanto piuttosto un attore che può giocare ruoli rilevanti nell'ottica di perseguimento delle sopra menzionate finalità del concordato successivo, di ristrutturazione finanziaria e di gestione della crisi. È proprio in tale contesto che la Legge sulla Cartolarizzazione prevede specificatamente che la sopra citata possibilità di erogare nuova finanza ai sensi dell'art. 1, comma 1-*ter* divenga funzionale a «migliorare le prospettive di recupero» dei crediti cartolarizzati e a «favorire il ritorno *in bonis* del debitore ceduto», nonché che, nell'ambito di piani di riequilibrio economico e finanziario concordati con il soggetto cedente oppure di accordi di risanamento o di ristrutturazione ai sensi della Legge Fallimentare e del CCII, il veicolo di cartolarizzazione possa (a) sottoscrivere strumenti di *equity* o quasi-*equity* per conversione così da consentire l'esercizio di un controllo effettivo sull'andamento

⁷² Per una disamina de, *inter alia*, le operazioni di cartolarizzazione quali possibile strumento di gestione degli “attivi problematici”, si veda F. SARTORI, *Sul “diritto della gestione degli attivi problematici (Non Performing Loans)”*: linee dell'evoluzione normativa, in questa *Rivista*, 2018, I, 682 ss.

Pur apprezzando «la condivisibile attenzione con cui il legislatore segue da vicino il grande e delicato “nodo” dei NPL» (si veda, nel contesto delle cartolarizzazioni, anche il d.l. 14 febbraio 2016, che introduce la garanzia del Fondo di garanzia sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze), evidenzia le difficoltà di circoscrivere l'esatto perimetro dei «crediti deteriorati in base alle disposizioni dell'autorità competente» a fronte di una proliferazione, nell'ambito dell'ordinamento unionale, di definizioni di NPL, NPE e UTP, P. CARRIÈRE, *Le nuove frontiere della cartolarizzazione*, in questa *Rivista*, 2017, II, 143.

Per un'analisi circa l'efficienza economica delle operazioni di cessione e di cartolarizzazione dei crediti deteriorati, si rinvia a E. BOLOGNESI, C. COMPAGNO, M. GALDIOLO e S. MIANI, *The Npl disposal problem: a comparison between Sale and Securitization*, in *Bancaria*, 2017, 40 ss.

gestionale del debitore durante l'esecuzione del piano⁷³; e (b) per la medesima finalità di cui sopra, ma senza il necessario rispetto delle condizioni di cui all'art. 1, comma 1-ter e senza che ad essi si applichi la disciplina in tema di *equitable subordination* di cui all'art. 2467 cod. civ., erogare finanziamenti in favore dell'impresa che si appresta a intraprendere percorsi virtuosi di risanamento.

Le considerazioni che precedono, di taglio prevalentemente funzionale, potrebbero peraltro prestarsi a un'obiezione di segno più schiettamente strutturale: si potrebbe infatti osservare che l'oggetto sociale esclusivo della SPV, per espressa previsione di legge (art. 3 della Legge sulla Cartolarizzazione), resta pur sempre la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione, sicché le ulteriori "attività" che essa può esercitare si porrebbero in termini meramente strumentali e di supporto a tale oggetto e, pur rendendo tali operazioni più dinamiche e maggiormente appetibili sul mercato, non varrebbero a intaccarne la natura sostanziale. Il rilievo non pare tuttavia dirimente per i fini che qui interessano. Da un lato, infatti, la qualificazione di "intermediario finanziario" rilevante per gli artt. 127 l. fall. e 243 CCII va ricostruita a partire dalla *ratio* e dalle finalità proprie di tale *corpus* normativo, e non dalla natura "strutturale" desunta dal TUB (*ut supra* § 3). Dall'altro, proprio l'esclusività dell'oggetto sociale – lungi dal deporre in senso contrario – concorre, unitamente all'evoluzione funzionale appena descritta, a connotare la SPV quale operatore professionale specializzato nella gestione e circolazione dei crediti deteriorati: ed è precisamente tale specializzazione, e non l'astratta riconducibilità al *genus* degli iscritti all'Albo Unico, a giustificare il *favor* concorsuale sotteso alla deroga di cui all'ultimo comma dell'art. 127 l. fall.

Alla luce di quanto precede, analogamente ai fondi di investimento che hanno visto incrementare in modo esponenziale la propria rilevanza

⁷³ Si veda anche F. PLATANIA, *Cartolarizzazioni: nuova finanza ad imprese in crisi e beneficio della prededuzione per le società veicolo*, in www.dirittobancario.it, 18 giugno 2020, secondo cui «L'importanza della norma risulta più significativa ancora ove si consideri che la conversione dei crediti monetari in partecipazioni [...] non è in genere un'opzione molto apprezzata dalle banche creditrici, poco propense a condividere con il debitore il rischio imprenditoriale anche alla luce dei limiti imposti dalle regole di vigilanza».

sostanziale nell'ambito delle procedure concorsuali⁷⁴, ma che, non essendo intermediari finanziari “propriamente detti”, sarebbero anch'essi esclusi dai cessionari legittimati al voto alla luce dell'interpretazione della Cassazione (v. *infra*), anche rispetto alle SPV – le quali rivestono un ruolo sempre più rilevante in tali contesti godendo di “*prerogative*” originariamente riservate allo “status” di intermediario finanziario qualificato (e.g. esenzione da revocatoria per i rimborsi e i finanziamenti erogati) – si palesa la distonia della lettura offerta dalla pronuncia in esame che frustra l'obiettivo perseguito di consentire alle società veicolo di partecipare “in via qualificata” alle procedure concorsuali.

6. *Il servicer dimenticato*

Nel contesto della disamina della pronuncia in commento non può non essere rilevato come nella pronuncia in commento risulti essere completamente pretermessa la figura del c.d. *servicer*⁷⁵ ovvero sia del soggetto cui – nell'ambito di un'operazione di cartolarizzazione – viene (si badi, obbligatoriamente) affidato, tramite la sottoscrizione di un apposito contratto di mandato tra la SPV, in qualità di mandante, e lo stesso *servicer*, in qualità di mandatario, l'incarico di riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento e che, in forza del disposto dell'art. 2, comma 6 della Legge sulla Cartolarizzazione, deve essere necessariamente una banca o un intermediario finanziario iscritto all'albo di cui all'art. 106 TUB⁷⁶.

⁷⁴ P. CARRIÈRE, *Fondi comuni di investimento tra liquidazione giudiziale e soluzioni negoziali della crisi d'impresa*, in *Fall.*, 2014, 617 ss., ID., I “fondi comuni di ristrutturazione”: ricostruzione tipologica e inquadramento sistematico di una nuova fattispecie di OICR, in www.diritto bancario.it, 19 aprile 2016 e M. FABIANI, *Il fondo di investimento come protagonista dei concordati*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 897 ss.

⁷⁵ Talvolta ci si riferisce a tale figura con la locuzione di “*master servicer*”. Ad essa sono specificatamente dedicate le previsioni di cui alla sezione intitolata “*Principi organizzativi relativi a specifiche attività o profili di rischio*” contenuta nel Titolo III, Capitolo 1, della citata Circolare della Banca d'Italia, 3 aprile 2015, n. 288.

⁷⁶ La funzione di *servicer* può essere affidata anche allo stesso soggetto cedente qualora sia una banca o un intermediario finanziario ex art. 106 TUB (si veda R. CAMPIONE, *La cartolarizzazione del credito nella prospettiva del rapporto tra originator e debitori ceduti: profili civilistici*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2018, 1485).

In particolare, quantomeno nella configurazione originaria immaginata dal legislatore, il *servicer* costituisce l'anello operativo e insieme il presidio di sistema delle cartolarizzazioni: ad esso infatti competono la gestione del ciclo quotidiano dei rapporti che rendono effettiva la trasformazione degli attivi illiquidi in flussi destinati ai portatori di titoli, la funzione recuperatoria dei crediti cartolarizzati, nonché la verifica della conformità alla legge e al prospetto informativo delle operazioni poste in essere dalla società cessionaria dei crediti, «compito di evidente rilevanza per assicurare la correttezza nello svolgimento dell'operazione nel suo complesso, in funzione di tutela degli interessi dei portatori dei titoli emessi»⁷⁷. Ed è proprio per la delicatezza dei compiti attribuiti al *servicer* che la Legge sulla Cartolarizzazione opta per riservare l'espletamento di tali attività a soggetti dotati di particolare affidabilità e sottoposti ai controlli prudenziali da parte della Banca d'Italia così da assicurare un effettivo presidio di conformità sulle operazioni di cartolarizzazione⁷⁸ e tutelare il risparmio e la stabilità dei mercati finanziari in attuazione di quanto previsto dall'art. 47, comma 1 Cost.

Per quanto qui di interesse, preme rilevare come oltre alle funzioni di natura operativa connesse all'attività di recupero dei crediti ceduti e ai servizi di cassa e pagamento⁷⁹ il cui espletamento è funzionale, *inter alia*, a garantire l'effettività della *cash segregation* e, quindi, tutelare l'interesse dei *noteholders*, in capo al *servicer* gravino anche pregnanti obblighi di garanzia e di verifica della regolarità dell'operazione rispetto tanto al prospetto informativo, quanto alla legge, nell'interesse dei portatori dei titoli e del mercato; obblighi che – come chiarito dalla

⁷⁷ A. CINQUE, sub *Art. 2, commi 6 e 3 lett. c)*, in *op. cit.*, P. FERRO-LUZZI e C. PISANTI (a cura di), 235.

⁷⁸ In questi termini si esprime anche la Banca d'Italia nella Comunicazione, *Servicers in operazioni di cartolarizzazione. Profili di rischio e linee di vigilanza*, 10 novembre 2021.

⁷⁹ Si evidenzia sin da ora come mentre l'attività di recupero dei crediti non costituisce attività riservata a banche e intermediari finanziari iscritti nell'Albo Unico, lo sono invece i servizi di cassa e pagamento in quanto rappresentano un'attività tipicamente finanziaria coinvolgendo il trasferimento di fondi. Affronta la riserva di attività di *servicing*, M. NATALE, *Problemi attuali in tema di cessione dei crediti in blocco*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2024, I, 905 ss.

Sotto il profilo penalistico, si veda di recente Trib. Pavia, 5 novembre 2025, in www.ilcaso.it.

Banca d'Italia in una propria Comunicazione⁸⁰ – non sono in alcun modo delegabili a soggetti terzi. Non è un caso che, proprio con riferimento alla funzione volta a sovrintendere alla regolarità dell'operazione, lo stesso disegno di legge n. 5058 presentato il 7 luglio 1998 relativo alla Legge sulla Cartolarizzazione affermi che «sulla falsariga delle esperienze estere, il presente disegno di legge introduce la figura del *trustee*, al quale è affidato il compito di verificare la regolarità delle operazioni alla luce della legge e del programma (comma 2)» e la dottrina abbia ravvisato delle similitudini tra il ruolo del *servicer* e quello del c.d. *protector* nelle operazioni di *trust*⁸¹.

Al riguardo, ci si potrebbe interrogare se l'obbligo in capo al *servicer* di cui all'art. 2, comma 6-*bis* della Legge sulla Cartolarizzazione sia in sé idoneo o meno a ricomprendere anche una forma di *duty of control* sul corretto esercizio del diritto di voto da parte della SPV nel contesto del concordato successivo. Non vi è dubbio che, soprattutto dopo l'entrata in vigore del Codice della Crisi e le modifiche apportate all'art. 243 CCII, un'eventuale espressione del voto da parte di un soggetto legittimato in conflitto di interesse sia *contra legem*; tuttavia, il tenore letterale della Legge sulla Cartolarizzazione – discorrendo di obbligo di verifica da parte del *servicer* a che le “operazioni” siano conformi alla legge ed al prospetto informativo – potrebbe indurre a ritenere che il legislatore abbia inteso riferirsi unicamente ad una forma di regolarità formale e tecnica dell’“operazione” di cartolarizzazione strettamente intesa (*i.e.*, in prima approssimazione, acquisto dei crediti ed emissione dei titoli) e non anche ad una conformità alla legge dei singoli atti posti in essere dalla SPV nella “gestione quotidiana” degli *assets* cartolarizzati. Una simile interpretazione restrittiva parrebbe però destinata a svuotare di significato l'obbligo in capo al *servicer* e soprattutto (*i*) si rilevarebbe non conforme alla sopra citata *ratio* di tutela del mercato e dei portatori dei titoli, i quali potrebbero aver voluto – tra le altre cose – investire specificatamente in crediti vantati nei confronti di una società in concordato successivo legando quindi

⁸⁰ Ci si riferisce alla Comunicazione dell'11 novembre 2021 intitolata “*Servicers in operazioni di cartolarizzazione. Profili di rischio e linee di vigilanza*”.

⁸¹ Così, D. GALLETTI, sub Art. 2, in Legge 30 aprile 1999, n. 130, *Disposizione sulla cartolarizzazione dei crediti*, A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), in *Nuove leggi civ. comm.*, 2000, 1051 ss. Parallelismi sono stati instaurati anche rispetto alle funzioni svolte dal soggetto depositario dei fondi comuni e delle SICAV di cui al TUF.

indissolubilmente le sorti del proprio investimento a quelle della proposta concordataria, nonché (ii) si allontanerebbe ingiustificatamente dall'evoluzione che il veicolo di cartolarizzazione ha subito e dalla correlata espansione delle proprie facoltà.

La pregnanza di tale funzione di garanzia del *servicer*, anche nell'attività più operativa di riscossione dei crediti e di gestione dei rapporti con i debitori ceduti, non a caso è stata valorizzata dalla stessa giurisprudenza sviluppatasi soprattutto in tema di legittimazione processuale nella dialettica tra *servicer* e l'altra figura, estremamente ricorrente nella prassi delle operazioni di cartolarizzazione a fronte della sua specializzazione, nota come "*special servicer*" o "*sub-servicer*". Infatti, la materiale esecuzione delle sopra descritte attività si articola sovente su più livelli⁸²: tipicamente la SPV procede a incaricare il *servicer* o *master servicer* dell'attività di recupero e riscossione dei crediti, il quale, a propria volta, delega lo svolgimento concreto di tali attività a uno *special servicer* munito di licenza ai sensi dell'art. 115 del R.D. 18 giugno 1931, n. 773 (TULPS), consentendo così al primo di assumere il ruolo di responsabile istituzionale e, al secondo, di espletare le funzioni operative direttamente legate alla riscossione dei crediti ceduti. Una simile prassi è stata oggetto di plurime pronunce giurisprudenziali soprattutto con riferimento alle contestazioni mosse in particolar modo dai debitori ceduti, in forza delle quali è stata sostenuta una trasformazione del *master servicer* in un semplice burattino ed è stato eccepito un asserito difetto di capacità di stare in giudizio in capo allo *special servicer* per contrarietà a norma imperativa in quanto sprovvisto della licenza ex art. 106 TUB.

Al di là dei diversi esiti cui giungono i giudici di merito e di legittimità sullo specifico punto (*i.e.* validità o nullità ex art. 1418 cod. civ. degli atti posti in essere dallo *special servicer*)⁸³ e che attengono

⁸² È proprio a tale prassi che si riferisce la citata comunicazione di Banca d'Italia dell'11 novembre 2021.

⁸³ Si veda in particolare Cass., 18 marzo 2024, n. 7243, in *Società*, 2024, 983 con nota di DE POLI che qualifica come «artificiosa e destituita di fondamento» l'eccezione mossa dal debitore ceduto al riguardo posto che le norme di cui all'art. 2, comma 6 della Legge sulla Cartolarizzazione e all'art. 106 TUB «non hanno alcuna valenza civilistica, ma attengono alla regolamentazione (amministrativa) del settore bancario (e, più in generale, delle attività finanziarie), la cui rilevanza pubblicistica è specificatamente tutelata dal sistema dei controlli e dei poteri (anche sanzionatori) facenti capo all'autorità di vigilanza (cioè la Banca d'Italia) e presidiati da norme

piuttosto alla qualificazione giuridica – in termini di imperatività o meno – delle *regulae iuris* di cui alla Legge sulla Cartolarizzazione a proposito dei *servicer*, tutte le pronunce non mancano di valorizzare il ruolo del “soggetto incaricato della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e pagamento” in chiave di garanzia nei confronti degli investitori, dei debitori ceduti e del mercato. Ad un simile ruolo di “garante” del mandatario della SPV non viene dedicato alcun accenno da parte della Cassazione. Ciò pare disvelare un’aporia di fondo nella lettura restrittiva operata dalla Corte: quest’ultima, infatti, al di là della propria argomentazione principale fondata sull’alterità di essenza tra le due categorie di soggetti (*ut supra* §§ 3 e 5), comunque omette un profilo strutturale dell’operazione che, invece, per espressa previsione di legge, si dovrebbe palesare come rilevante. Si lascia così intendere che quegli stessi soggetti (*i.e.* banche e intermediari finanziari ex art. 106 TUB) che sono legittimati al voto poiché ritenuti dal legislatore presuntivamente affidabili, sembrerebbero poi non essere più in grado di farsi “garanti” del fine perseguito dall’art. 127, ultimo comma quando rivestono il ruolo di *servicer* e a votare sia, per il loro tramite, un veicolo di cartolarizzazione. Il *servicer*, nella pronuncia in commento, subisce dunque la stessa “fine” del celebre “Limone

penali». A commento della medesima pronuncia, particolarmente critici sul punto sono A.M. TEDOLDI e P. CAGLIARI, *Cartolarizzazioni, legittimazione ad agire e titolarità dei crediti nell’apolidia finanziaria*, in *Giur. it.*, 2025, 68 ss. secondo i quali «la perentoria esclusione [...] della nullità virtuale per difetto di valenza civilistica delle norme sulle cartolarizzazioni dei crediti [...] che demandano a un *servicer* iscritto nell’elenco di cui all’art. 106 t.u.b. lo svolgimento delle attività di riscossione e di controllo dell’operazione appare giustificata più da ragioni generali di politica del diritto e del processo, che dalla natura, indubbiamente imperativa e di ordine pubblico economico, di tali *regulae iuris*, volte come sono a proteggere l’interesse della platea degli investitori e l’integrità dei mercati finanziari [...]».

Si osservi, tuttavia, che tale principio di diritto non sembra poi essere stato accolto unanimemente dalla giurisprudenza di merito successiva. Si vedano, a titolo esemplificativo, Trib. Brindisi (ord.), 16 aprile 2024, in *Onelegale* (a cui fa seguito la pronuncia Cass., Sez. Un. (decreto), 17 maggio 2024, n. 13749, in www.dirittodelrisparmio.it, che ribadisce il principio di diritto espresso da Cass., 18 marzo 2024, n. 7243), Trib. Alessandria (ord.), 17 giugno 2024, in *Onelegale*, Trib. Firenze (ord.), 14 agosto 2024, in *Onelegale* e Trib. Firenze, 9 ottobre 2025, n. 3212, in www.dirittodelrisparmio.it.

Dimenticato” nell’iconico piatto di Terry Giacomello, senza però che i risultati siano parimenti convincenti⁸⁴.

7. I possibili corollari dell’interpretazione offerta dalla Corte

Un’interpretazione rigida come quella operata dalla Cassazione⁸⁵ che àncora di *default* la locuzione “altri intermediari finanziari” alla

⁸⁴ Valorizzano il ruolo del *servicer* in una nota a commento della pronuncia in esame anche A. PEZZANO e L. PIZZI, *Il voto degli “altri intermediari finanziari” nel concordato (fallimentare e) nella liquidazione giudiziale*, in *Fall.*, 2025, 1311 ss. Secondo gli A., facendo propria un’argomentazione sviluppata anche dal *servicer* nel controricorso, «la Corte ha dunque propugnato un’interpretazione rigorosamente letterale della disposizione di cui all’art. 127, comma 7 l.fall., condivisibile rispetto al voto diretto ad opera di una società di cartolarizzazione, ma non allorché il voto risulti espresso, con mandato con rappresentanza *ex lege* della SPV, a cura di un mandatario/*servicer*» e concludono quindi che «tali mandatarî/*servicers* possono senz’altro (anche) votare nel concordato fallimentare (come in quello nella liquidazione giudiziale), per così curare al meglio la gestione del credito della mandante SPV». Tale conclusione, per come impostata, non pare completamente persuasiva poiché il legame contrattuale che lega la SPV al *servicer* è pur sempre un contratto di mandato con rappresentanza e, pertanto, i presupposti per la legittimazione al voto andranno verificati in capo al mandante (che, seguendo la rigida interpretazione della S.C., ne sarebbe sprovvisto) e non in capo al mandatario. In altri termini, pare difficile sostenere che – sol perché il *servicer* risulta munito di licenza *ex* 106 TUB – possa validamente compiere atti giuridici (*i.e.* espressione del diritto di voto) in nome e per conto della SPV, soggetto non avente la stessa licenza (e dunque sprovvisto di quel presupposto che la Corte ritiene essenziale per il valido esercizio del diritto di voto).

⁸⁵ Pare inoltre alquanto semplicistica e ingenua l’“alternativa” proposta dalla Corte secondo la quale, qualora volessero assicurarsi il diritto di voto, sarebbe sufficiente che le SPV procedessero all’iscrizione nell’Albo Unico posto che ad esse «non è preclusa la possibilità di operare quale intermediario finanziario ottenendo tale status professionale, soggetto a costante controllo, mediante l’iscrizione all’albo previsto dall’art. 106». Come precedentemente evidenziato, infatti, la struttura del veicolo di cartolarizzazione nasce volutamente come agevole e flessibile, il che pare incompatibile con i requisiti di cui all’art. 107 TUB e i relativi corollari di disciplina. Non a caso il legislatore, sin dal 2010, ha optato per la loro derubricazione. Inoltre, tale soluzione si scontra con l’esclusività dell’oggetto sociale che caratterizza tanto la SPV (ai sensi dell’art. 3 della Legge della Cartolarizzazione) quanto degli intermediari finanziari “propriamente detti” (che, ai sensi dell’art. 107, comma 1 lett. g) TUB, deve essere limitato alle sole attività di cui ai commi 1 e 2 dell’art. 106 TUB).

La recisa esclusione operata dalla Cassazione avrebbe piuttosto potuto trovare un temperamento interpretativo nell’attribuzione della legittimazione al voto anche a

definizione di cui al TUB, oltre a presupporre un linguaggio del legislatore che sia realmente privo di qualsivoglia ambiguità – ipotesi, questa, che non pare ricorrere nel caso di specie a fronte dell'utilizzo della generica locuzione “altri intermediari finanziari”, dell'effettiva difficoltà di ricostruire la nozione di intermediari finanziari, nonché della presenza di plurime nozioni al riguardo nell'ordinamento nazionale e unionale – rischia di condurre ad esiti irragionevoli.

Si considerino, a titolo esemplificativo, le ipotesi di operazioni di cartolarizzazione c.d. “*carta contro carta*” o “*autocartolarizzazioni*” in cui le banche *originator* cedono il proprio portafoglio, compensando il proprio credito da prezzo con il prezzo di sottoscrizione dei titoli emessi dalla SPV. In tal caso, infatti, qualora la cessione in favore della SPV intervenisse in un momento successivo alla dichiarazione di fallimento, le banche in qualità di unici portatori dei titoli – quindi potenzialmente anche con rilevanti poteri di influenza (e.g. istruire la SPV a esprimere il proprio voto, soprattutto nel contesto di operazioni c.d. *single name* in cui l'intero valore economico dell'operazione è rimesso al recupero dei crediti vantati nei confronti de, nel caso di specie, la società in concordato fallimentare) – si troverebbero *d'emblée* private del diritto di voto, pur continuando ad essere “indiretti” e pressoché esclusivi beneficiari dei proventi rinvenienti dal recupero dei crediti.

Oppure, si considerino le ipotesi di quegli ulteriori “intermediari finanziari”, quali le società di gestione del risparmio e le imprese di assicurazione, che – ancor più rispetto alle società di cartolarizzazione dati i controlli parimenti pregnanti cui sono sottoposte (Banca d'Italia e Consob per le prime; IVASS per le seconde) – dovrebbero essere in grado di garantire quella “correttezza e affidabilità” tali da ridurre il rischio di “mercato di voti”, ma che, a fronte di un'interpretazione del dettato normativo volta ad ancorare la locuzione “altri intermediari finanziari” alla nozione di cui all'art. 1, comma 2 lett. g) TUB, sarebbero destinati a vedersi privati del diritto di voto. Con riferimento a tali soggetti, le conseguenze che deriverebbero dall'applicazione della

intermediari finanziari non propriamente detti a fronte di un loro obbligo di esprimere il voto attenendosi ai medesimi criteri e con la medesima diligenza professionale di banche e intermediari finanziari iscritti all'Albo Unico. Del resto, votare nel contesto di un concordato implica profonde valutazioni circa la fattibilità del piano posto alla base della proposta concordataria, valutazioni – queste – che presentano forti analogie con quelle operate al momento della concessione del credito.

lettura della Cassazione appaiono *a fortiori* incongrue qualora si volesse ricostruire la *ratio* della deroga di cui all'ultimo comma dell'art. 127 l. fall. ancorandola integralmente alle variabili soggettive delle entità in favore delle quali è prevista una simile eccezione. In tal caso, infatti, sulla scorta delle argomentazioni della Corte, parrebbe che unicamente la vigilanza e i controlli cui sono soggette le entità iscritte all'Albo Unico *ex art.* 106 TUB siano in grado di assicurare l'affidabilità dei cessionari legittimandone il voto in caso di cessione dei crediti *post* sentenza dichiarativa di fallimento.

Oppure, ancora, applicando il principio di diritto espresso dalla Cassazione nella pronuncia in esame, si dovrebbe giungere alla conclusione che anche la nuova figura del “gestore di crediti in sofferenza” introdotta dal legislatore con il d. lgs. 30 luglio 2024, n. 116 di recepimento della c.d. *Secondary Market Directive*⁸⁶ – che, come si evince dai relativi *considerando*, persegue l'obiettivo di ridurre gli attuali *stock* di crediti deteriorati e di prevenire un eventuale eccessivo accumulo in futuro dei crediti deteriorati – dovrebbe essere esclusa dai soggetti legittimati al voto qualora l'acquirente dei crediti si sia reso cessionario successivamente alla sentenza di apertura della liquidazione giudiziale. Ci troveremmo dunque di fronte a una nuova figura professionale ideata *ex lege* precipuamente allo scopo di gestire crediti in sofferenza, autorizzata e vigilata dalla Banca d'Italia ed iscritta ad apposito albo (artt. 114.5, 114.6 e 114.11 TUB)⁸⁷, nonché tenuta ad

⁸⁶ Sul punto si vedano A.A. DOLMETTA, U. MALVAGNA e A.M. AROMOLO DE RINALDIS, *Gestori di NPL: ragioni di perplessità sullo schema di decreto legislativo di attuazione della direttiva UE 2021/2167*, in *Dialoghi dir. ec.*, 2024, 247 ss., M. TRECCANI, *Sulle attività di acquisto e gestione di crediti in sofferenza, tra riserva di legge e paradigmi contrattuali*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2025, 483 ss., C. TESTORI, *Acquisto e gestione di crediti in sofferenza. Libertà e tutele nel D.Lgs. 30 luglio 2024, n. 116 e nelle disposizioni attuative della Banca d'Italia*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2025, 523 ss., M. INDOLFI, *La gestione dei crediti in sofferenza: come la festinazione dei fondi ricevuti dal debitore orienta la funzione gestoria*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2025, 539 ss. e N. DE PACE, *Le nuove tutele per i debitori ceduti nel mercato dei crediti deteriorati*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2025, 552 ss.

⁸⁷ Si vedano al riguardo anche le “*Disposizioni di vigilanza per la gestione di crediti in sofferenza*” pubblicate nella Gazzetta Ufficiale, Serie Generale n. 55 del 7 marzo 2025 (Supplemento Ordinario n. 6). Per i fini di cui al presente commento si evidenziano, a titolo esemplificativo, il necessario possesso in capo ai titolari di partecipazioni qualificate dei requisiti di cui all'art. 19 TUB, il possesso in capo ai

operare conformandosi a, *inter alia*, criteri di correttezza, diligenza e trasparenza, la quale però, non essendo un intermediario finanziario “propriamente detto”, non sarebbe legittimato ad esprimere il voto sia per conto proprio, sia *a fortiori* per conto di acquirenti terzi.

8. Conclusioni

Alla luce di quanto precede, non paiono condivisibili le argomentazioni della Corte di cassazione adottate al fine di (i) dimostrare come la corte distrettuale sia incorsa in una «evidente forzatura normativa» e, conseguentemente (ii) escludere radicalmente i veicoli di cartolarizzazione dal novero dei soggetti legittimati al voto nel contesto del concordato fallimentare o della liquidazione giudiziale a fronte di un’asserita univocità del tenore letterale del disposto di cui all’ultimo comma dell’art. 127 l. fall. o dell’art. 243 CCII.

Infatti, occorre anzitutto considerare come l’istituto del concordato successivo abbia visto accentuare, nella sua evoluzione normativa, i propri profili negoziali e privatistici⁸⁸ (v. § 2.1), venendosi a configurare come una sorta di oasi privatistica nel contesto pubblicistico della procedura fallimentare «suscettibile di essere riempito del più vario contenuto dall’autonomia dei privati interessati»⁸⁹. Preso atto, pertanto, della natura (anche negoziale) del concordato, l’attribuzione del voto a tutti i creditori falciati parrebbe dover essere la regola generale da prendere in considerazione, con la

componenti degli organi sociali di specifici requisiti di onorabilità e professionalità, nonché i penetranti poteri ispettivi e di vigilanza demandati alla Banca d’Italia.

⁸⁸ Al riguardo si veda la relazione di accompagnamento al d. lgs. 9 gennaio 2006, n. 5 che enfatizza la «forte caratterizzazione privatistica» assunta dal concordato fallimentare.

In dottrina si evidenzia come la nuova disciplina del concordato fallimentare sia espressione – al pari di quella del concordato preventivo e degli accordi di ristrutturazione – della tendenza alla “privatizzazione” o alla degiurisdizionalizzazione” delle procedure concorsuali (così, M. FABIANI, *Contratto e processo nel concordato fallimentare*, Torino, 2009, 78). In termini critici, L. STANGHELLINI, *op. cit.*, 1950 secondo cui l’accelerazione andrebbe presa con molta cautela.

⁸⁹ Pur a fronte della previsione di taluni requisiti minimi indispensabili volti a evitare che lo stesso «possa essere snaturato e piegato ad abusi e finalità speculative» (così, E. NORELLI, *La sistemazione dell’insolvenza attraverso il nuovo concordato fallimentare*, in *Riv. esec. forz.*, 2006, 274 ss.).

conseguenza che non sembra «dubitabile che ogni norma che ponga un divieto al voto debba essere interpretata in senso stretto e che all'opposto ogni regola che attribuisca tale diritto anche in eccezione al divieto altro non sia che l'affermazione di un principio di carattere generale meritevole, in quanto tale, di interpretazione estensiva»⁹⁰.

Non solo: il Codice della Crisi, nel confermare tale impianto negoziale del concordato nella liquidazione giudiziale, ha aspirato altresì a renderlo uno strumento più appetibile, perseguendo il medesimo obiettivo (forse disatteso) della riforma del 2006, ovvero la trasformazione del concordato endoliquidatorio in «un'opportunità economica aggiuntiva, una possibilità ulteriore di lecito profitto derivante dall'assunzione in proprio del rischio imprenditoriale»⁹¹. Le (nuove) fattezze del concordato nella liquidazione giudiziale configurate dal legislatore – consapevole che un'impresa in stato di insolvenza possa comunque presentare un'utilità appetibile sulla quale investire – sembrano ambire a rispondere in termini adeguati alle aspettative in esso riposte e rappresentate non soltanto da una sollecita e favorevole esdebitazione concordataria del debitore, ma anche da una rilevante e concreta opportunità per la ripresa dell'attività d'impresa nell'auspicio di una nuova primavera imprenditoriale che non disperda i valori aziendali. Prescindendo dalle opinioni espresse in relazione alla

⁹⁰ G. DI CECCO, *op. cit.*, 1741. L'A., infatti, conclude che «se così è, se ne deduce che l'eccezione al divieto di voto posto a favore degli intermediari finanziari è norma da interpretarsi in senso ampio».

⁹¹ A. LA MALFA, *L'ammissione alla procedura*, in *Trattato delle procedure concorsuali*, IV, L. GHIA, C. PICCININNI e F. SEVERINI (a cura di), Torino, 2011, 5. Sul punto anche A. PEZZANO e M. RATTI, *Il nuovo concordato "finale": i tratti salienti del (finalmente) incentivato concordato nella liquidazione giudiziale*, in *Diritto della crisi*, 12 febbraio 2025. Gli A., in altro contributo (A. PEZZANO e M. RATTI, *Il nuovo concordato nella liquidazione giudiziale*, in *La riforma del fallimento, Il nuovo codice della crisi di impresa e dell'insolvenza*, Italia Oggi, serie speciale n. 2, Anno 29, 23 gennaio 2019, 234) fors'anche oltre il necessario, ravvisano – nella modifica apportata al comma 5 del CCII relativamente al conflitto di interessi – un eccesso di delega perché, *inter alia*, in contrasto con il principio di incentivare il concordato giudiziale.

Vi è chi, già sotto la vigenza della Legge Fallimentare, evidenziava come si potesse parlare di «mutazione genetica del concordato» connotata da un'estensione del fine dello stesso sino a ricomprendere la salvaguardia dei valori dell'impresa (così, L. STANGHELLINI, *op. cit.*, 1948).

loro incisività rispetto all'obiettivo prefigurato⁹², le riforme susseguitesì nel tempo sono senza dubbio risultate orientate a una rivitalizzazione dello strumento in questione. Tale rivitalizzazione e il ruolo che può essere potenzialmente giocato dalla SPV in tal senso (al pari, ad esempio, dei fondi di investimento; v. § 7), invece, appaiono dissonanti rispetto alla lettura offerta dalla Cassazione con la pronuncia in commento soprattutto qualora – come pare potersi sostenere – non si intenda più relegare il concordato endoliquidatorio a mera forma di estinzione della procedura di liquidazione giudiziale, ma piuttosto si valorizzi la sua idoneità a preservare la residua capacità produttiva dell'impresa e, in tale contesto e alla luce di un simile obiettivo, si cerchi di incentivare la partecipazione di soggetti (direttamente o, anche nel caso della SPV, indirettamente per il tramite di agenti all'uopo nominati) fortemente specializzati nella gestione (economicamente fruttuosa) della crisi⁹³ (v. § 5).

Inoltre, una simile lettura – oltre a condurre ad esiti irragionevoli (v. § 7) – appare dissonante rispetto alla *ratio* dell'art. 127, ult. comma l. fall. (v. § 2.2) e si risolve nell'impedire aprioristicamente l'esercizio del diritto di voto proprio da parte di quei soggetti che si occupano professionalmente del mercato dei crediti deteriorati – *in primis* nello scenario delle procedure concorsuali – anche alla luce di un contesto normativo che ha cercato di accrescere il ruolo rivestito dai veicoli di cartolarizzazione nell'ambito di tali procedure, senza tuttavia avere la pretesa di sostenere illusoriamente che «la cartolarizzazione dei crediti

⁹² Si è tuttavia rappresentato come i risultati siano stati «scoraggianti» (M. FABIANI, *Il concordato fallimentare*, in *Tratt. Vassalli*, Torino, 2014, 860, il quale sottolinea come le proposte concordatarie di soggetti terzi anziché essere valorizzate quali salutarì apporti esterni all'impresa tali da assicurare il sano andamento del mercato venivano piuttosto viste come iniziative “in odio al fallito”) e come siano rimaste deluse le aspettative di costruire il concordato fallimentare quale «pungolo indiretto nei confronti dell'imprenditore reticente ad assumere una decisione tempestiva e preventiva per risolvere la crisi», nonché quale occasione finalizzata a conservare, per quanto possibile, valori produttivi ovvero quale opportunità di investimento che consenta di vivacizzare il mercato (S. PACCHI e G. CIRILLO, *Concordato nella liquidazione giudiziale*, in *Crisi d'impresa e procedure concorsuali*, O. CAGNASSO e L. PANZANI (diretto da), Milano, 2025, 1295).

⁹³ Evidenzia l'ingresso di operatori professionali in un mercato *distressed* relativamente al concordato nella liquidazione giudiziale anche M. FABIANI, *Spigolature su alcune novità in materia di liquidazione giudiziale e di concordato nella liquidazione giudiziale*, in *Fall.*, 2025, 84.

possa trasformare in oro, a mo' di Re Mida del terzo millennio, un panorama desolante»⁹⁴.

Pare infine che un'interpretazione estensiva dell'ultimo comma dell'art. 127 l. fall. o dell'art. 243 CCII in favore dei veicoli di cartolarizzazione dei crediti, che tenga in debito conto le finalità perseguite dal legislatore concorsuale con tale previsione, non sia in ogni caso idonea a ingenerare preoccupazioni circa un asserito incentivo giurisprudenziale alla proliferazione di fenomeni di incetta di voti e di manovre speculative, posto che – come del resto già evidenziato dalla dottrina con riferimento alle banche e agli intermediari finanziari propriamente detti – in tal caso l'eccezione ivi prevista in favore del sistema finanziario sarebbe comunque inesorabilmente destinata a cedere espandendosi nei loro confronti la regola dell'esclusione dal voto per conflitto di interessi⁹⁵.

⁹⁴ L'espressione è ripresa dall'introduzione del volume collattaneo R. PARDOLESI (a cura di), *op. cit.*, 17. Conviene con tale conclusione anche E. SABINO, *La Cassazione nega l'equiparazione delle società veicolo di cartolarizzazione agli intermediari finanziari: spunti per una riflessione*, in *Giur. it.*, 2025, 2333 ss. secondo cui la lettura offerta dalla Corte appare "disarmonica" con l'approccio adottato dal legislatore che «sembra essere indubbiamente orientato a rendere maggiormente flessibili e dinamiche le cartolarizzazioni, sul presupposto che ciò possa tradursi in maggiore probabilità di successo delle operazioni medesime e nel coinvolgimento di una platea sempre più ampia di investitori».

⁹⁵ G. BUCCARELLA, *Il concordato nel corso della liquidazione giudiziale*, cit., 2572. Del resto, come evidenziato anche da F. DI MARZIO, "Contratto" e "deliberazione" nella gestione della crisi di impresa, in *Autonomia negoziale e crisi di impresa*, F. DI MARZIO e F. MACARIO (a cura di), Milano, 2010, 114, il divieto di voto in conflitto di interessi integra un principio generale applicabile ad ogni fattispecie deliberativa che si manifesterebbe anche in ambito concorsuale.